需求的改善依旧主要来自于出口

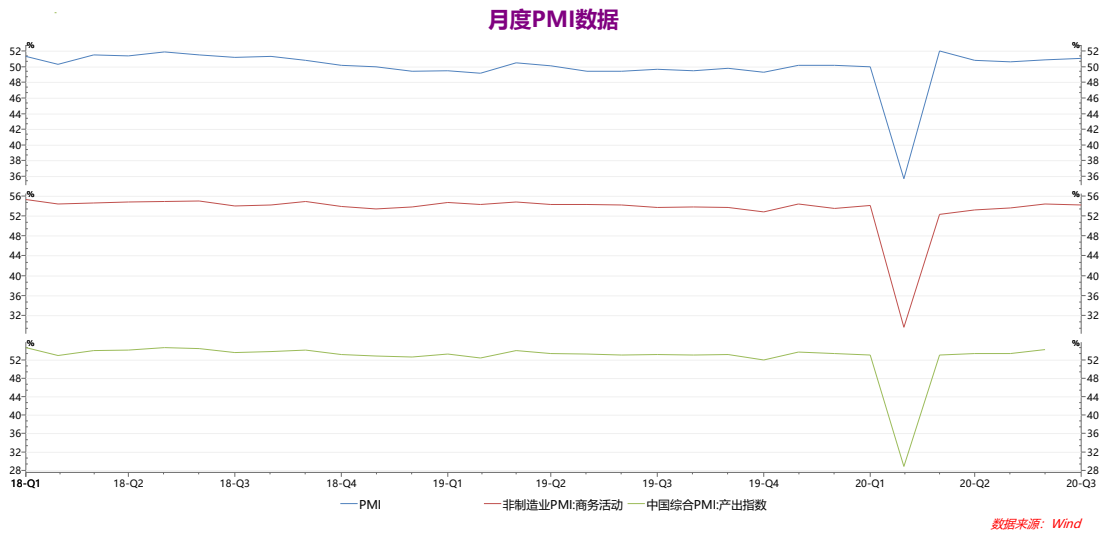
——7 月 PMI 数据分析

内容提要：

从 7 月 PMI 的数据看，各主要分项均对 PMI 环比的提升做出了正面贡献，包括就业人数。但边际贡献较前月降低。其中，贡献最为明显的依旧是新订单 PMI，但是，新订单 PMI 改善主要来源于出口新订单 PMI 的改善，这和疫情在境外依旧没有得到控制而我国得到初步控制有关，而从主要经济体和金砖国家看，近期的 PMI 数据均得到改善，特别是英国和欧元区改善明显，这也可以在一定程度上解释最近美元为什么走软。从大中小企业 PMI 数据存在分化的情况看，结构性问题依旧是各主要问题，特别是中小企业的就业问题依旧严峻。从生产 PMI 和扣除了出口新订单的新订单 PMI 的关系看，和从产成品库存 PMI 处于高位而且进一步回升看，国内的消费问题依旧是个问题，相对于生产的恢复，国内需求的恢复依旧滞后。因此，在这种情况下，保持战略定力，继续实行“两个更加”的货币政策和财政政策具有一定的必要性。

国家统计局今天公布了 7 月 PMI 数据，数据显示，月制造业 PMI 报 51.1%，前值为 50.9%；非制造业 PMI 报 54.2%，前值为 54.4%；综合产出 PMI 报 54.1%，前值为 54.2%。

图 1：月度 PMI 数据

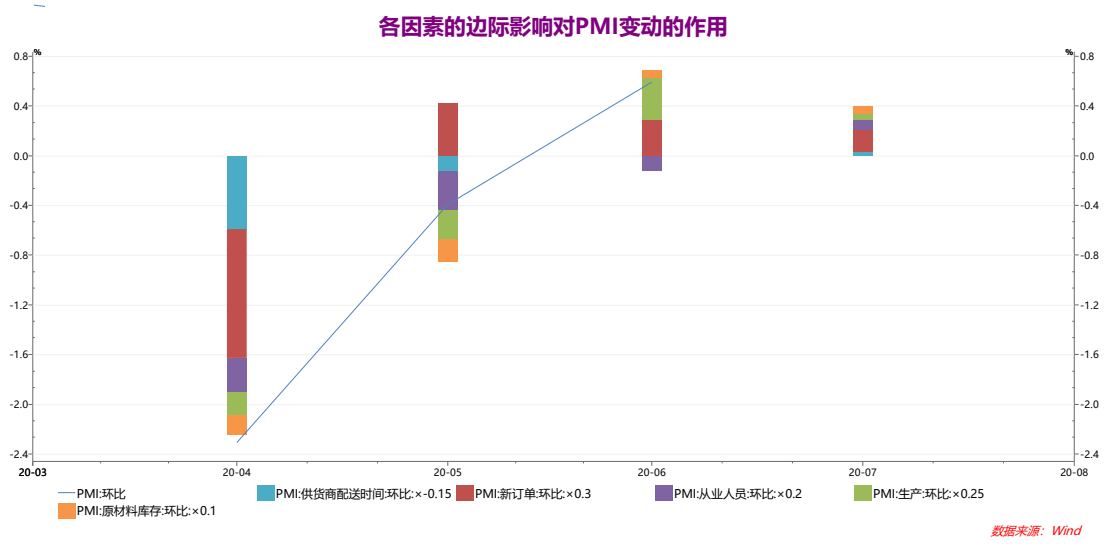


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

一. 制造业 PMI 数据分析

制造业 PMI 数据环比出现回升，分析和分解其各项对 PMI 环比回升的影响看，就业人数 PMI 不再是拖累项，各分项均对 PMI 环比回升发挥了正效应。但新订单 PMI，特别是生产 PMI 的边际贡献较 6 月有所下降。

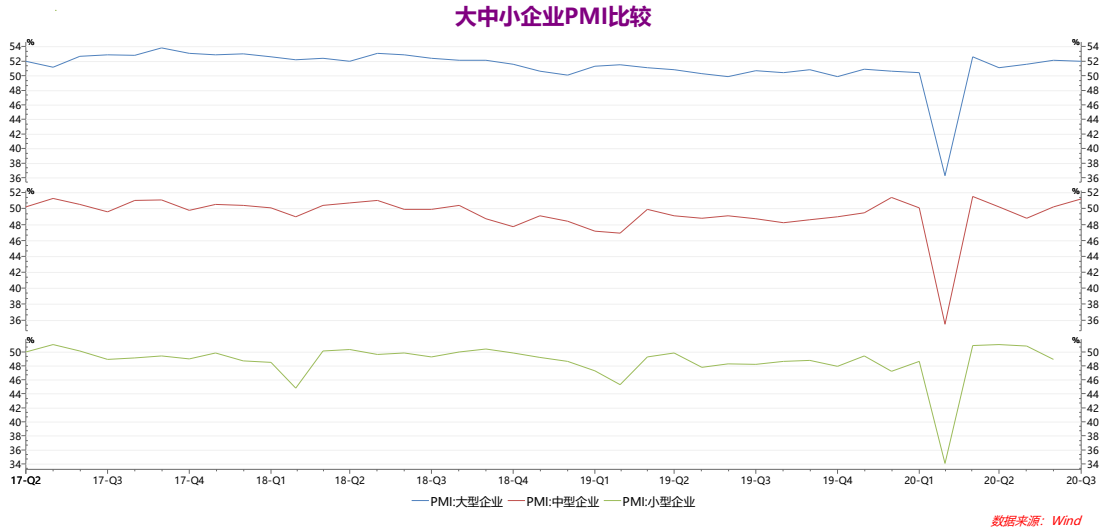
图 2：各因素的边际影响对 PMI 变动的作用



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，小型企业依旧是个问题，在收缩区回落，报 48.6%，前值为 48.9%。大型企业在扩张区回落，中型企业在扩张区回升，报 51.2%，前值为 50.2%。

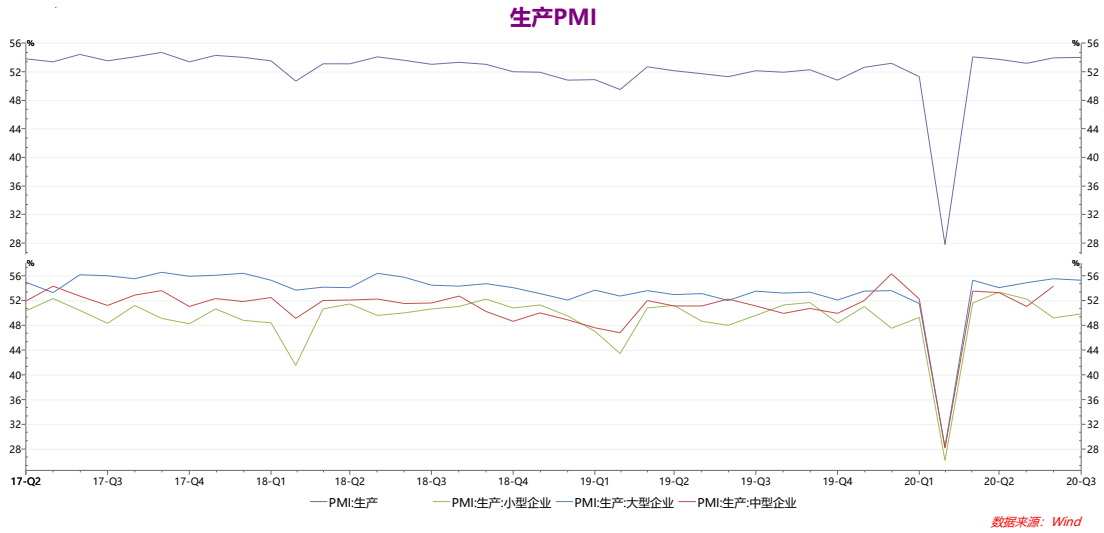
图 3：大中小企业 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

7 月生产 PMI 报 54%，前值为 53.9%，继续改善。从大中小企业的生产 PMI 看，除大型企业 PMI 较前值有所回落外，中小型企业生产 PMI 均有回升，但是，小企业 PMI 依旧在收缩区。

图 4：生产 PMI

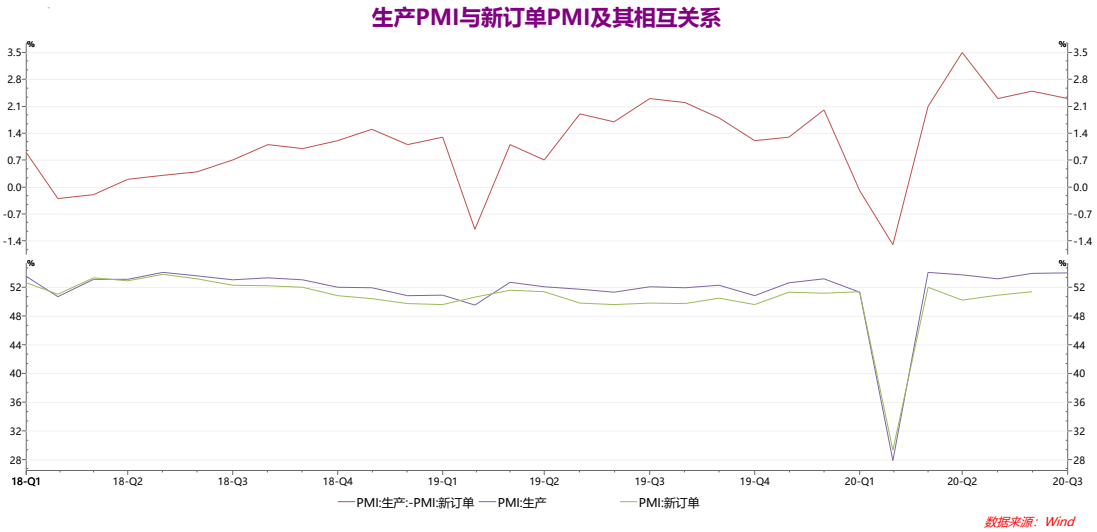


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据显示继续改善中的高炉开工率和 30 大中城市房地产成交面积继续反弹，部分数据已经超过去年同期，生产基本得到有序恢复。

新订单 PMI 从 51.4%回升到 51.7%。从生产 PMI 和新订单 PMI 的关系看，但其差值从 2.5 缩小到 2.3%,即供求情况有所改善。在手订单 PMI 从 44.8%回升到 45.6%，对今后生产 PMI 构成支持。

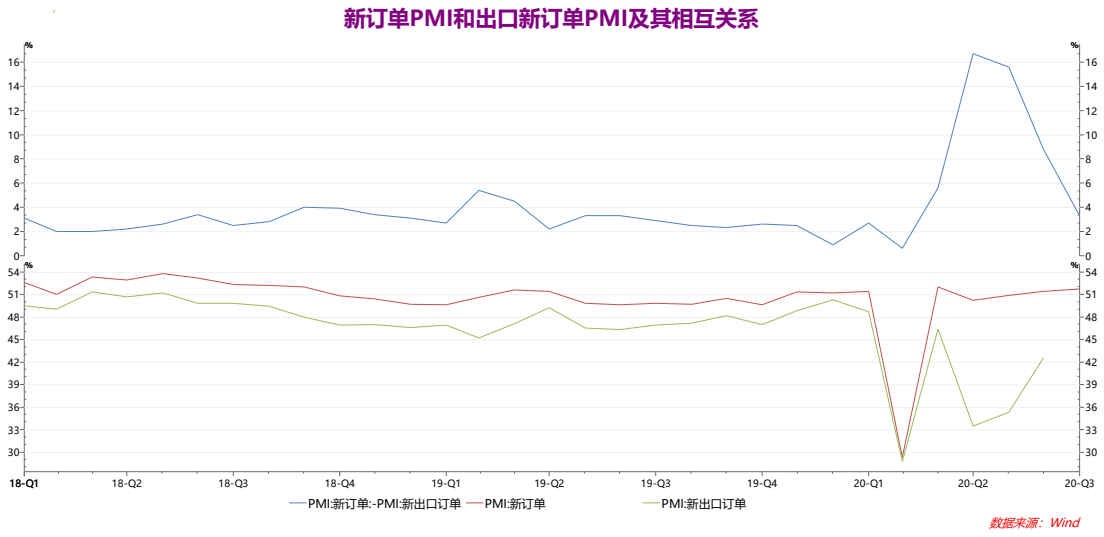
图 5：生产 PMI 与新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从新订单 PMI 和出口新订单的关系看，出口新订单 PMI 回升前强劲，从前值的 42.6%回升到 48.4%，新订单 PMI 和出口新订单 PMI 的差值从 8.8 大幅回落到 3.3%，显示出 7 月出口新订单的回升对新订单的回升继续起到了积极作用，境外需求有所改善，也显示出新订单 PMI 的改善主要来源于出口新订单的改善。疫情在境外失控而在境内得到有效控制估计是新出口订单回升的原因，特别是医用物资的出口。但出口新订单依旧处于收缩区，挑战面临依旧。

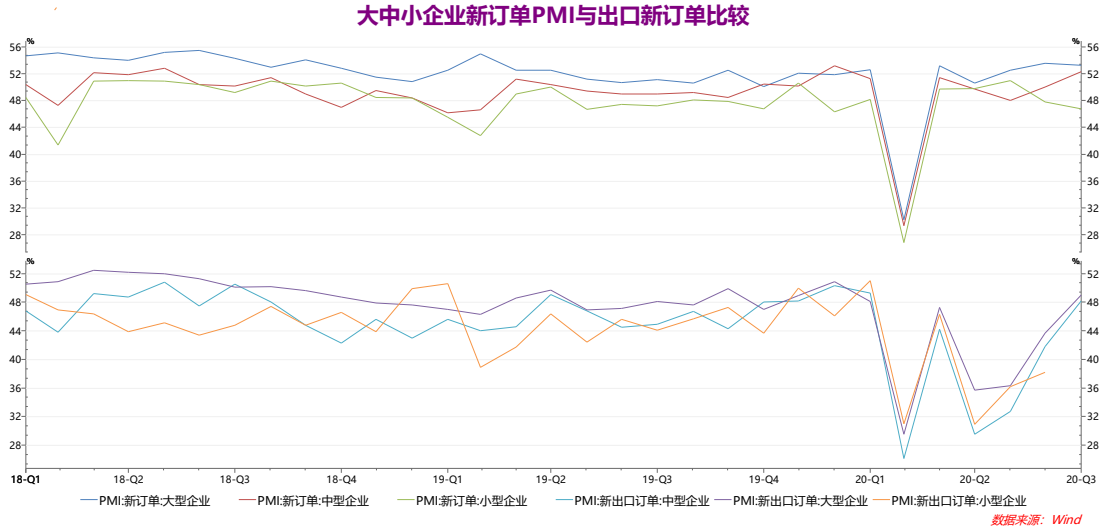
图 6：新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，出口新订单 PMI 方面，尽管均处于收缩区，但均得到了改善，特别是小型企业改善最为明显。在新订单 PMI 方面，大型和小型企业回落，但中型企业持续回升。小型企业依旧在收缩区。

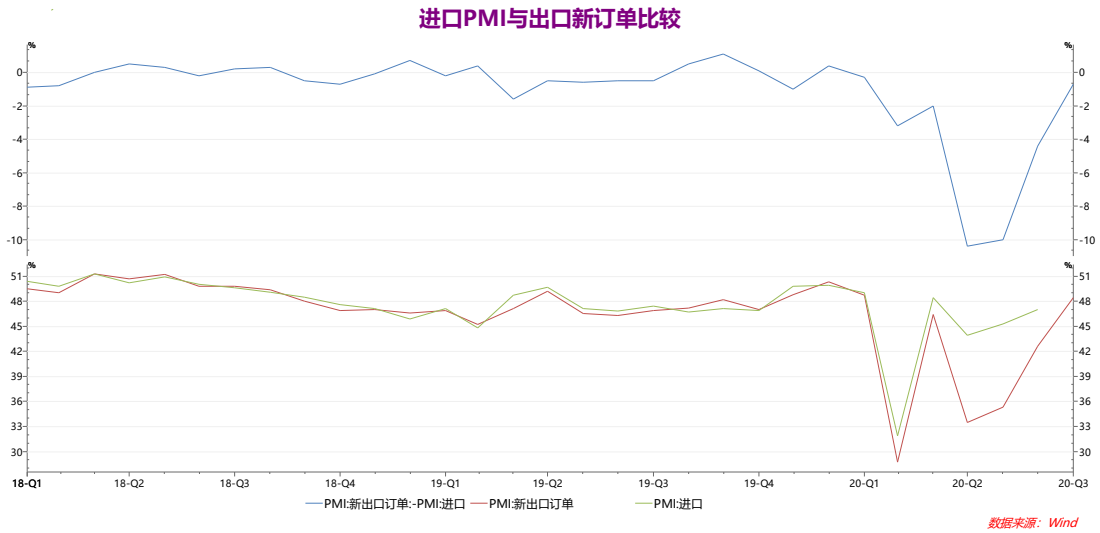
图 7：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

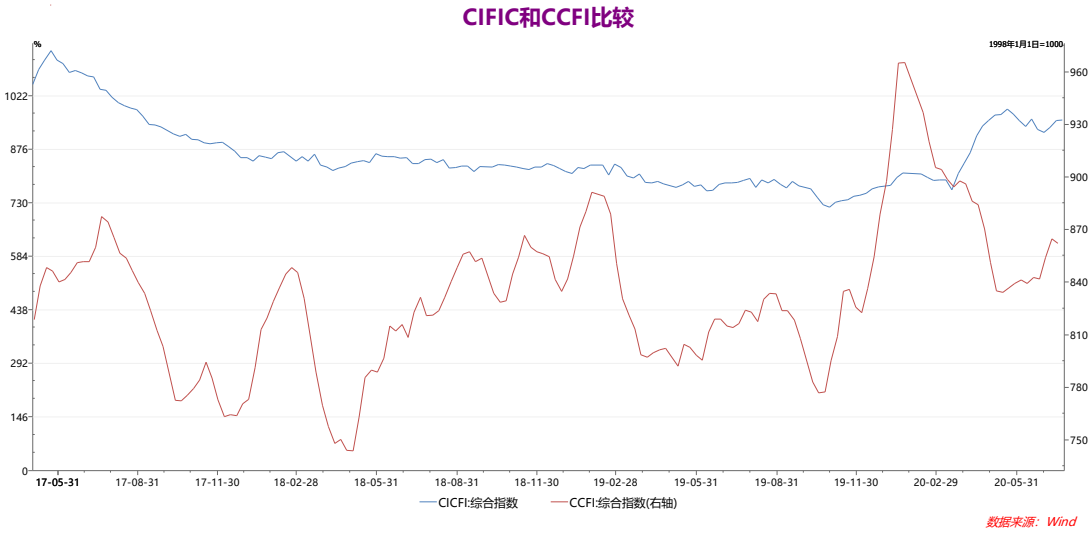
从出口新订单PMI和进口PMI的关系看，其差值大幅从-4%大幅缩小到-0.7%。尽管进口PMI也从47%回升到49.1%，但新订单PMI的回升更快。意味着在货物贸易上依旧呈现衰退性顺差。

图8：进口PMI与出口新订单比较



从高频数据——中国集装箱进口指数（CICFI）和出口指数（CCFI）看，出口回升明显，进口有所企稳。

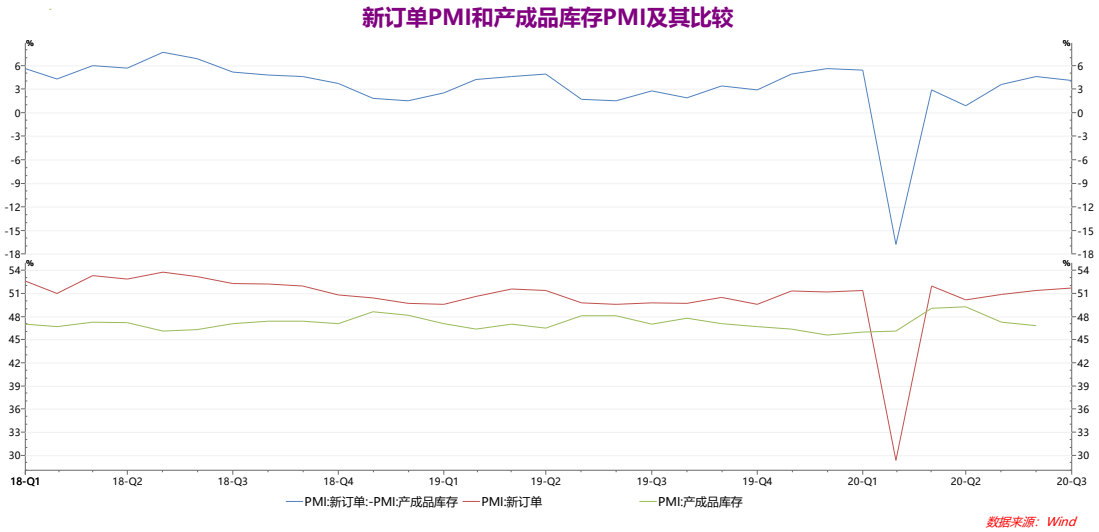
图 9：CIFIC 和 CCFI 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 关系看，因产品库存 PMI 从 46.8%回升到 47.6%。7 月产成品库存 PMI 依旧处于历史数据高位。与此同时，新订单和产成品库存 PMI 的差值从 4.6%缩小到 4.1%。库存上升快于新订单上升。

图 10：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



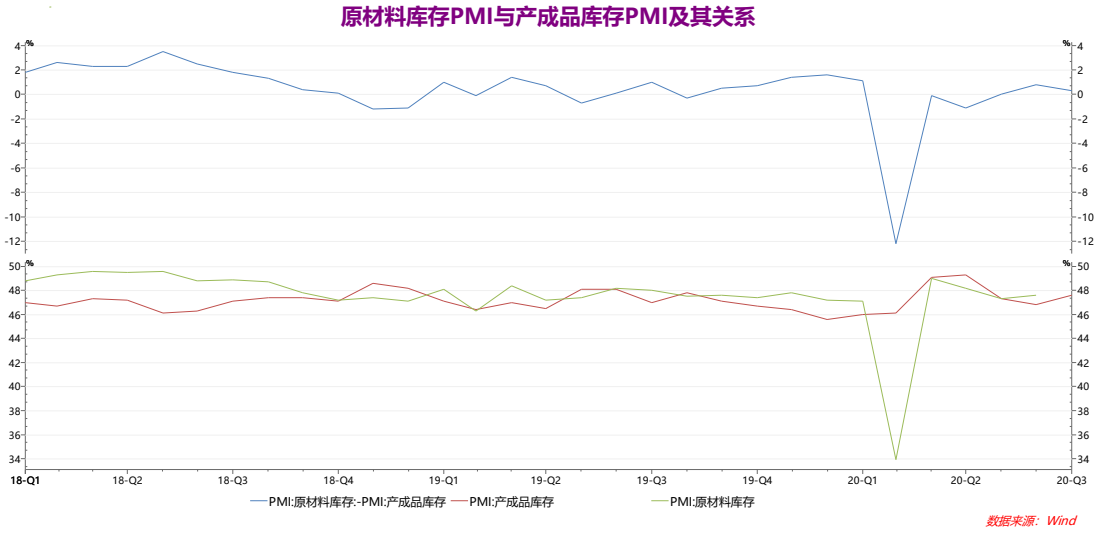
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

7月28日国家统计局公布的前6月工业企业产成品库存累计同比达到8.3%，较前值9%有所回落，但依旧大大高于去年同期的2.3%。

而从原材料库存PMI和采购量PMI看，原材料库存PMI从47.6%回升到47.9%，采购量PMI从51.8%继续回升到52.4%。原材料购进价格PMI依旧回升，从前值的56.8%继续回升到58.1%。价格回升，原材料采购量回升，库存回升，对生产构成支持。

从原材料库存PMI和产成品库存PMI关系看。两者差值从0.8大幅缩小到0.3%，显示相对于下游去库存，上游投资有所放慢。

图11：原材料库存PMI与产成品库存PMI及其关系

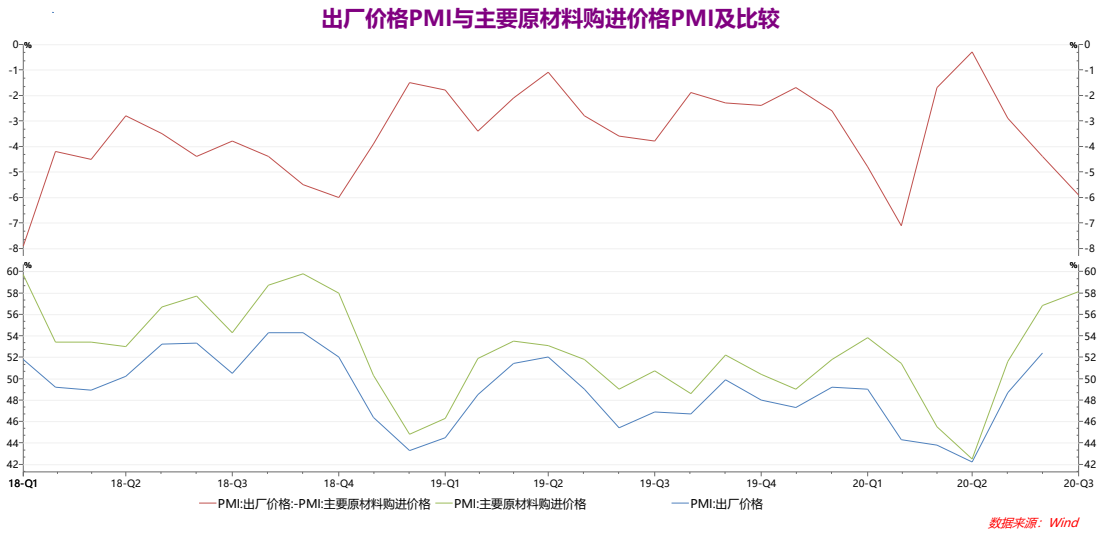


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

价格方面，出厂价格PM回落，而原材料购进价格PMI回升，出厂价格PMI回升低于原材料购进价格PMI的回升，两者之差从—4.4%扩大到-5.9%。原材料购进价格的回升，再加上翘尾因素归零，预示着7月PPI环比可能继续反弹。6

月 PPI 环比为 0.4%，环比归正，同比跌幅也缩小，报－3%。

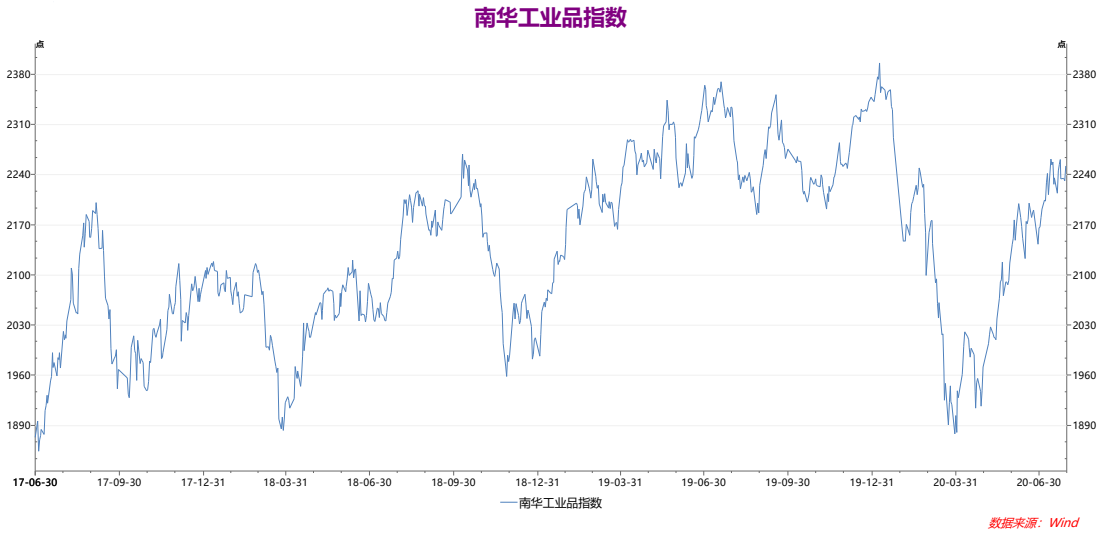
图 12：出厂价格 PMI 与主要原材料购进价格 PMI 及比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据南华工业品指数显示，7 月该指数总体处于反弹走势。

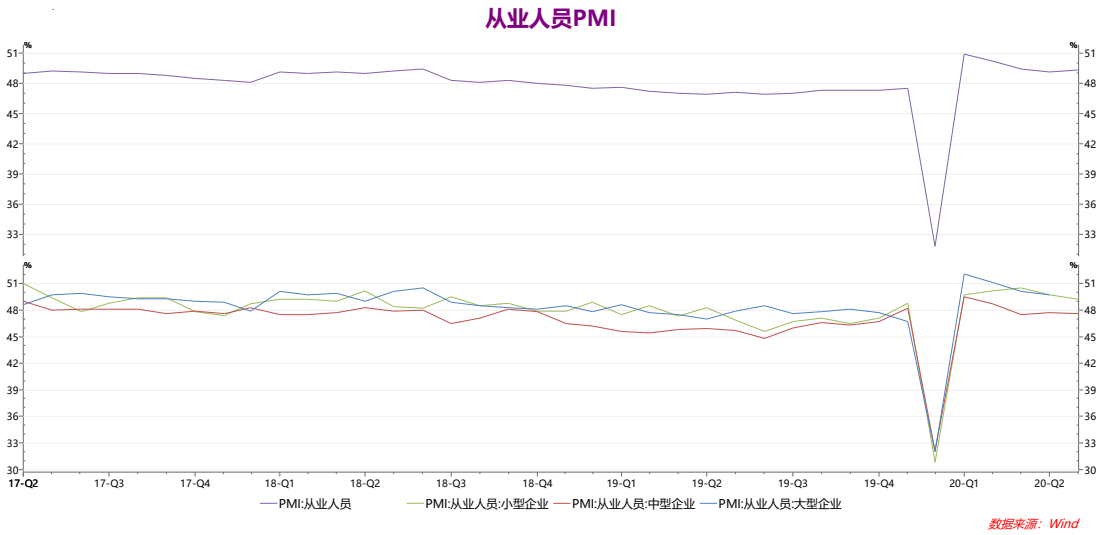
图 13：南华工业品指数



资料来源：银河期货研究所 WIND

7 月从业人数 PMI 在收缩区出现回升，从 49.1%回落到 49.3%。但从大中小企业看，只有大型企业有所改善，跨入了扩张区，中小型企业继续回落。

图 14：从业人员 PMI

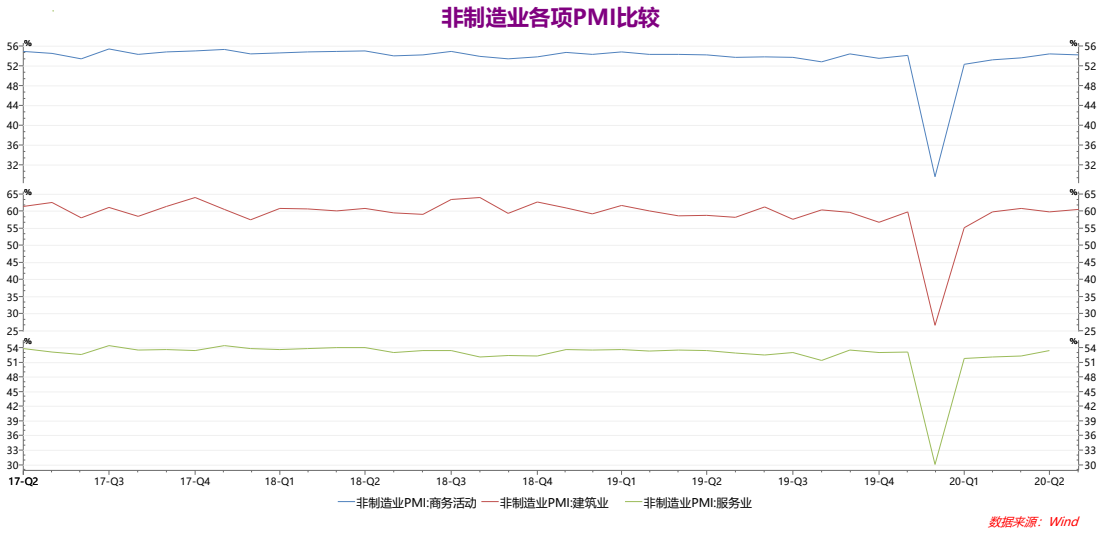


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

二．非制造业 PMI 分析

7 月，在非制造业方面，建筑业 PMI 回升，表现依旧最为强劲，达到 60.5%，但商务活动、服务业 PMI 有所回落。

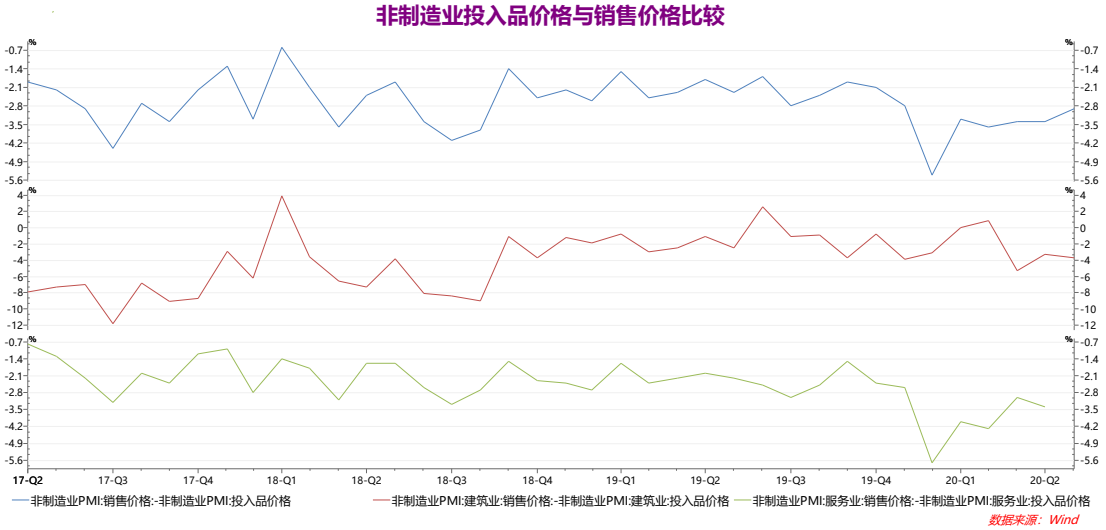
图 15：非制造业各项 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在价格方面，7 月投入品价格和销售价格之差全面倒挂，除建筑业倒挂幅度有所扩大外，服务业和商务货试倒挂幅度有所缩小。

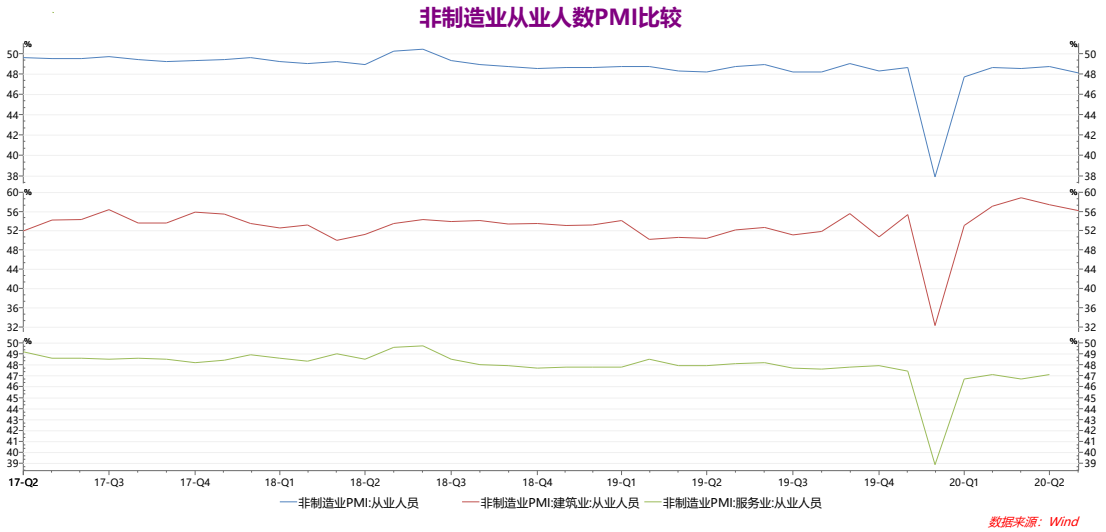
图 16：非制造业投入品价格与销售价格比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在从业人员 PMI 上，7 月非制造业从业人数 PMI 均出现了回落有所改善，除建筑业在扩张区外，其余均在收缩区。

图 17：非制造业从业人数 PMI 比较

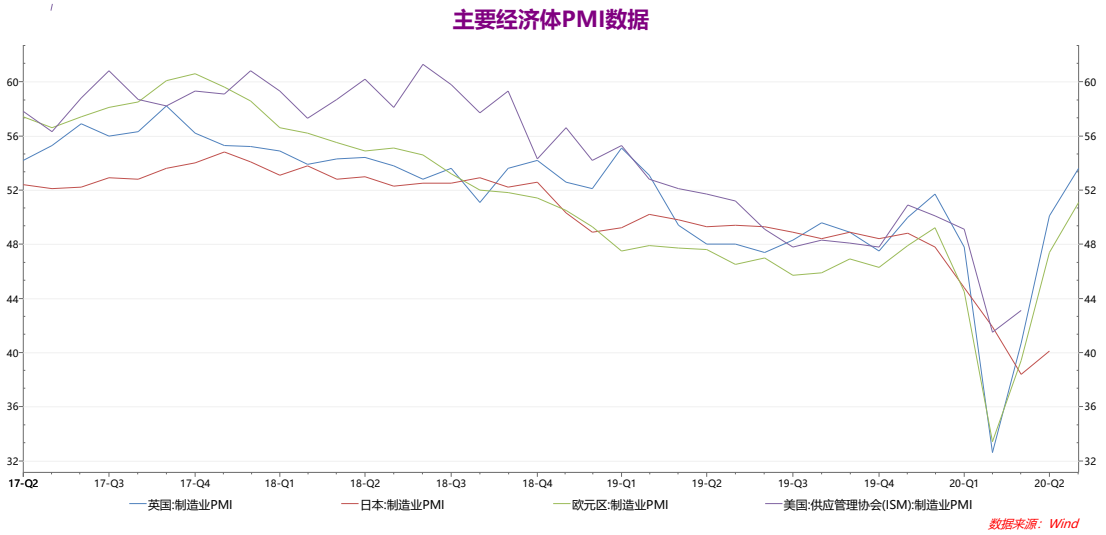


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

三．PMI 国际比较

从主要经济体看，主要经济体欧元区和英国 7 月的 PMI 出现改善的势头，并跨入的扩张区；美国的 6 月 PMI 数据也有改善，进入了扩张区，而日本 6 月的 PMI 数据继续在低位，相对低迷。

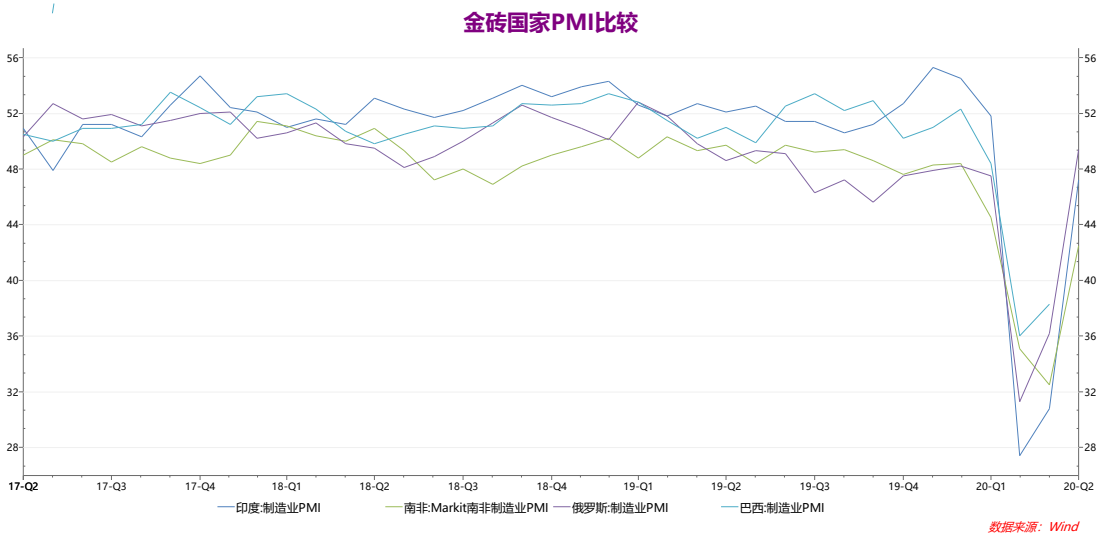
图 18：主要经济体 PMI 数据



资料来源：银河期货研究所 WIND

在金砖国家方面，6 月 PMI 数据也出现改善，其中，巴西进入了扩张区。

图 19：金砖国家 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

四．我们的看法

从 7 月 PMI 的数据看，各主要分项均对 PMI 环比的提升做出了正面贡献，

包括就业人数。但边际贡献较前月降低。其中，贡献最为明显的依旧是新订单 PMI，但是，新订单 PMI 改善主要来源于出口新订单 PMI 的改善，这和疫情在境外依旧没有得到控制而我国得到初步控制有关，而从主要经济体和金砖国家看，近期的 PMI 数据均得到改善，特别是英国和欧元区改善明显，这也可以在一定程度上解释最近美元为什么走软。从大中小企业 PMI 数据存在分化的情况看，结构性问题依旧是各主要问题，特别是中小企业的就业问题依旧严峻。从生产 PMI 和扣除了出口新订单的新订单 PMI 的关系看，和从产成品库存 PMI 处于高位而且进一步回升看，国内的消费问题依旧是个问题，相对于生产的恢复，国内需求的恢复依旧滞后。因此，在这种情况下，保持战略定力，继续实行“两个更加”的货币政策和财政政策具有一定的必要性。

（银河期货研究所 20200731）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn