

制造业 PMI 供需走弱，服务业景气恢复加速

数据：7月31日国家统计局公布7月官方制造业PMI为50.4（前值50.9），非制造业PMI为53.3（前值53.5），综合PMI指数为52.4（前值52.9）。

一、7月制造业 PMI 景气水平回落，低于预期

(1) 从企业规模来看，中小企业PMI走弱一方面反映原材料涨价的压力仍存，另一方面在产能受限，需求放缓的背景下，经营压力也逐步从“价”转向“量”。

(2) 从供需来看，双双走弱。当前重点电厂煤炭库存和可用天数都已经处于较低的位置，但环保政策力度持续导致供应增量有限，使生产端仍然受到抑制。

(3) 新出口订单和进口均回落。首先，欧美需求仍然处于高景气，但复苏逐步从商品转向服务，叠加海外订单分流对我国出口的正面影响减弱。其次，新出口订单领先出口2-4个月左右，上月新出口订单回落而出口超预期不排除企业在出售之前库存的可能，我们仍然维持下半年出口增速高位回落的判断。

(4) 产成品库存回升，原材料库存和采购量不同程度回落。结合上个月工业企业利润来看，6月工业企业利润走弱，不同行业补库存的意愿程度有所分化。另外，采购量的大幅回落反映的是需求格局较上月走弱，产成品库存部分堆积。

(5) 原材料价格回升，出厂价格-原材料价格持续回升。虽然本月原油价格高位震荡，且煤电紧缺带动煤炭相关的价格进一步回升，但部分有色金属本月阶段性有所回调，当前“保供稳价”政策效果进一步显现。预计7月PPI环比小幅回升，从前值的0.3%上升至0.5%左右。

二、非制造业：建筑业小幅回调，服务业景气程度上行。本月建筑业PMI受到季节性因素+洪涝灾害两方面的负面影响。一方面夏季季节性因素对建筑业PMI形成下行压力，另一方面洪涝灾害严重阻碍部分项目施工。服务业PMI向好的趋势明显加速。7月服务业景气存在两个负面影响：1) 南京疫情蔓延；2) 上月电商活动部分透支7月的消费空间。但本月18个行业的商务活动指数位于扩张区间，较上月增加6个，指向服务业的景气恢复斜率显著上涨，需求总量有所释放。

三、7月制造业PMI表现围绕着：1) 环保产能限制；2) 成本端压力结构转换；3) 中小企业压力较大；4) 服务业复苏加速。首先，在环保产能限制下，供给端压力明显加剧。数据显示，二季度电力、热力、燃气以及水生产和供应业的产能利用率处于历史高点，意味着受限于政策因素，供给不足仍然是本月PMI下行的主要因素。其次，成本端的压力从国际定价的大宗商品转向部分国内定价的大宗商品，行业表现延续分化。7月以来随着煤炭的供需错配不断发酵，供给收缩导致部分工业品涨价幅度较大，相比之下，国际定价的大宗商品原油和铜价整体维持高位震荡。往后看，在缺煤缺电短期难以逆转的背景下，高耗电行业主要集中于上游原材料，表明原材料加工业压力依然较大。第三，中小企业面临的经营压力不仅仅来源于成本压力，还来源于需求放缓。结合6月工业企业利润的数据来看，私营企业的资产负债率上行幅度高于国有控股企业的资产负债率。且从企业利润来看，虽然大部分上游资源的两年累计利润增速涨幅放缓，但仍然处于高位，由于中小企业大多数分布在行业的中下游，所以无论是国际商品还是国内商品涨价，都将对他们的成本端形成压力，叠加总需求增速放缓，企业压力逐步凸显。第四，经济动能结构从制造业转至服务业。和上月零售销售结构性改善相匹配，当前外需对于我国经济的支撑边际放缓，与此相对的是服务业恢复动能加速，业务预期活动处于较高的景气区间。最后，结合7月政治局会议来看，下半年经济增长下行压力增大，货币政策总基调转向偏松，PMI后续回落的空间有限。当前中小企业的经营风险逐步放大，本次政治局会议较4月删除了“稳增长压力较小的窗口期”和“不急转弯”，指向下半年经济增长的担忧有所加剧，所以更需要做好“宏观政策跨周期调节”，降准降息的可能性进一步提高，货币政策为经济托底的重要性上行。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩等。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

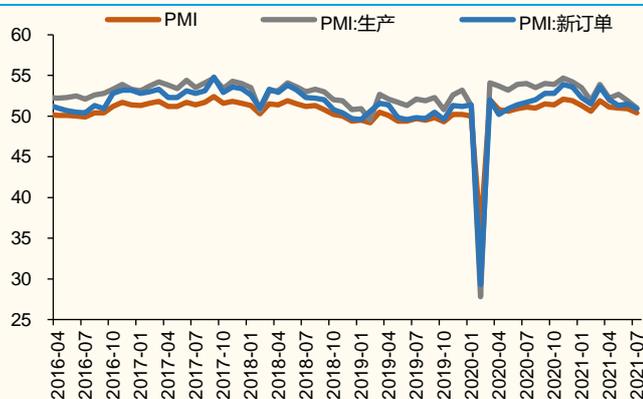
杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

数据：7月官方制造业PMI为50.4（前值50.9），非制造业PMI为53.3（前值53.5），综合PMI指数为52.4（前值52.9）。

一、7月制造业PMI景气水平回落，低于预期

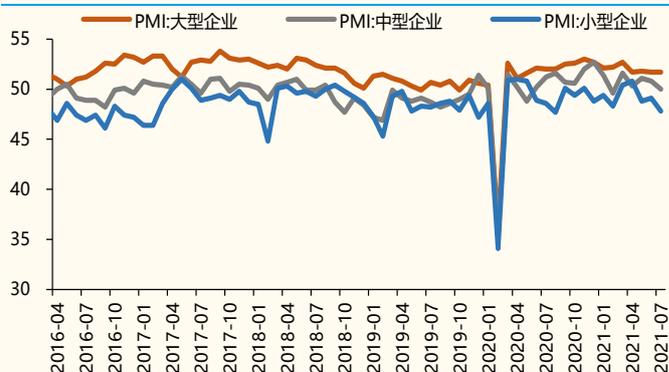
7月制造业PMI录得50.4%，较前值回落0.5个百分点，虽然仍位于荣枯线以上，但制造业扩张力度减弱。从企业规模来看，中小型企业PMI指数回落，大型企业PMI指数持平于前值。数据显示，大型企业PMI为51.7%，持平于前值，中型企业PMI为50.0%，较前值回落0.8个百分点，小型企业PMI收缩区间内放缓，从前值的49.1%回落至本月的47.9%，降幅略大。中小企业PMI走弱一方面反映原材料涨价的压力仍存，另一方面说明在产能受限，需求放缓的背景下，经营压力也逐步从“价”转向“量”。

图表1：7月PMI进一步回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表2：中小型企业PMI不同程度回落



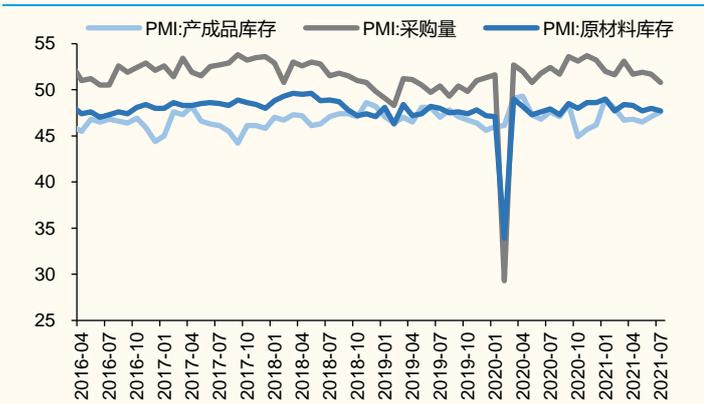
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

7月供需双双走弱，且生产回落幅度大于需求。7月生产指数51.0%，较前值回落0.9个百分点。从供给端来看，受制于限产高压政策延续，生产走弱。全国日用电量已经刷新历史纪录，较去年夏季的最高值增长超过10%，用电负荷明显上升，且当前重点电厂煤炭库存和可用天数都已经处于较低的位置，但环保政策力度持续导致供应增量有限，使得生产端受到一定的抑制。数据显示，7月163家全国高炉开工率、唐山钢厂的高炉开工率和产能利用率均在7月初大幅回落。从需求端来看，新订单指数为50.9%，回落0.6个百分点。从行业来看，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业两个指数均低于临界点，意味着上游的需求有所放缓。

新出口订单和进口均回落。7月新出口订单指数47.7%，回落0.4个百分点，连续四个月回落；进口回落0.3个百分点至49.4%，收缩区间内放缓。首先，欧美需求仍然处于高景气，但结构上和上月表现相同，复苏逐步从商品转向服务，统计局数据显示木材加工及家具指数跌入收缩区间内。数据显示，7月欧元区制造业PMI从前值的63.4回落至62.6，但是服务业PMI从前值的58.3回升至60.4，指向欧美制造业需求放缓和海外订单分流对我国出口的正面影响减弱。其次，新出口订单领先出口2-4个月左右，上月新出口订单回落而出口超预期不排除企业在出售之前库存的可能性，我们仍然维持下半年出口增速高位回落的判断。

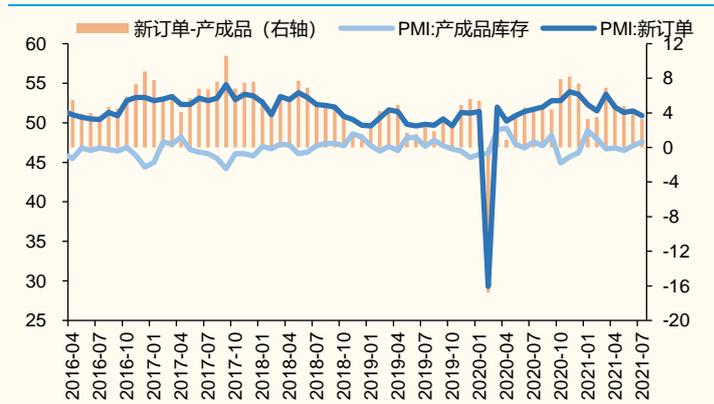
产成品库存回升，原材料库存和采购量不同程度回落。数据显示，原材料库存指数回落0.3个百分点至47.7%，产成品库存回升0.5个百分点至47.6%，采购量回落0.9个百分点至50.8%。结合上个月工业企业利润来看，6月工业企业利润小幅走弱，结构性特征体现在上游部分商品价格走弱，所以上游对下游利润整体挤压边际趋缓，但是环保限产带动煤炭价格回升，采矿业利润增速明显回升，不同行业补库存的意愿程度有所分化。另外，采购量的大幅回落反映的是需求格局较上月走弱，产成品库存部分堆积，但从供应商配送时间指数来看，本月较上月回升1个百分点，回升幅度较大但是仍然低于临界点，意味着企业短期面临的库存压力仍存。

图表 3：产成品库存回升，原材料库存和采购量不同程度回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

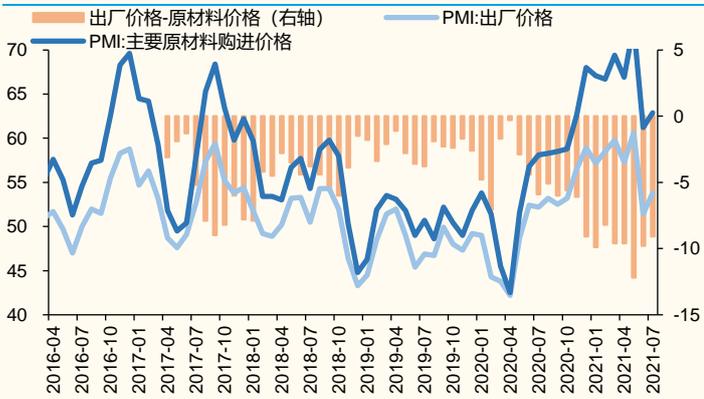
图表 4：新订单-产成品进一步回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

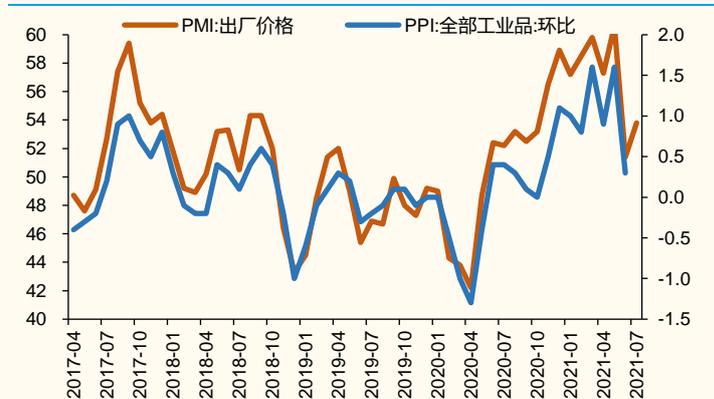
原材料价格回升，出厂价格-原材料价格持续回升。7月原材料购进价格指数62.9%，较前值回升1.7个百分点；与此同时出厂价格指数回升2.4个百分点，至53.8%，出厂价格与原材料购进价格之间的差值从前值的-9.8小幅回升至-9.1。虽然本月原油价格高位震荡，且煤电紧缺带动煤炭相关的价格进一步回升，但是部分有色金属价格在本月阶段性有所回调，表明保供稳价政策效果进一步显现。考虑到出厂价格PMI与PPI环比具有高度一致性，预计7月PPI环比小幅回升，环比从前值的0.3%上升至0.5%左右。

图表 5：出厂价格-原材料价格回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：预计7月PPI环比小幅回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

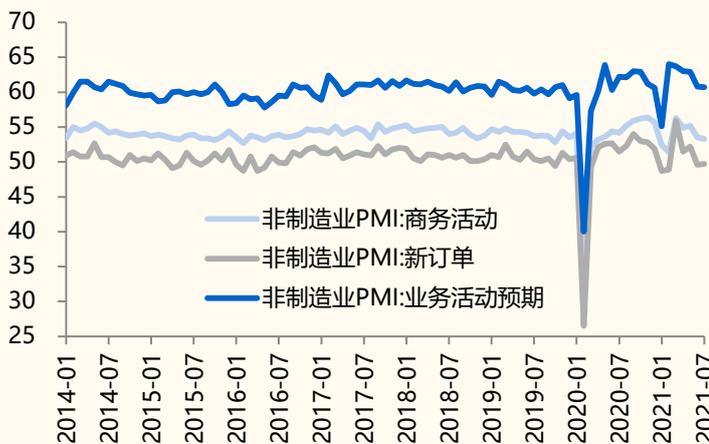
二、非制造业：建筑业小幅回调，服务业景气程度上行

从非制造业来看，建筑业 PMI 小幅回调，服务业 PMI 上行。数据显示 7 月非制造业商务活动指数 53.3%，较前值回落 0.2 个百分点，其中服务业商务活动指数较上月上升 0.2 个百分点至 52.5%；建筑业商务活动指数回落至 57.5%，低于上月 2.6 个百分点。

本月建筑业 PMI 受到季节性+洪涝灾害两方面的负面影响。一方面夏季季节性因素本身对建筑业 PMI 形成下行压力，另一方面河南和浙江等地区遭遇台风强降雨，洪涝灾害严重阻碍部分项目施工。数据显示，以室外作业为主的土木工程建筑业商务活动指数从前值的 59.3% 回落至本月的 54.4%。但建筑业的业务预期指数从上月的 63.2% 上升至 64.0%，预计后续对建筑业 PMI 仍有所支撑。

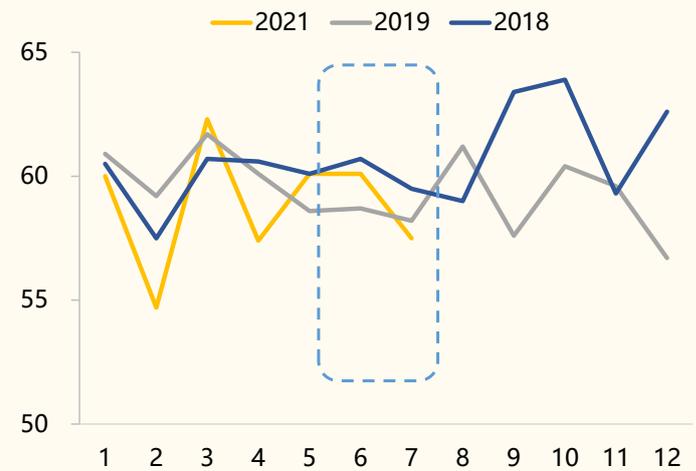
服务业 PMI 向好的趋势明显加速。细分数据显示，7 月新订单指数收缩区间内回升，从前值的 49.4% 回升至 49.7%。本月服务景气本身存在两个负面影响：1) 由于南京疫情蔓延，广东、安徽、四川等省相继出现关联感染者，且疫情在张家界形成二次传播；2) 上月电商活动采购部分透支 7 月的消费空间。但从行业情况看，在调查的 21 个行业中，有 18 个行业商务活动指数位于扩张区间，较上月增加 6 个，意味着服务业的景气恢复斜率明显上涨，需求总量有所释放。

图表 7：非制造业商务活动指数回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业 PMI 存在季节性回落影响因素



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

三、制造业 PMI 供需双双走弱，服务业景气加速恢复

7 月制造业 PMI 表现围绕着：1) 环保产能限制；2) 成本端压力结构转换；3) 中小企业压力较大；4) 服务业复苏加速。首先，在环保产能限制下，供给端压力明显加剧。数据显示，二季度工业产能利用率为 78.4%，处于 2013 年以来历史最高的水平，且电力、热力、燃气以及水生产和供应业的产能利用率为 74.7%，也处于历史高点，意味着受限于政策因素，产能利用率虽然处于较高的水平，但供给不足仍然是本月 PMI 下行的主要因素，预计供需偏紧的格局短期难以逆转。其次，成本端的压力从国际定价的大宗商品转向部分国内定价的大宗商品，行业表现延续分化。7 月以来随着煤炭的供需错配不断发酵，供给收缩导致部分工业品价格上涨幅度较大，集中体现在动力煤、焦煤和焦炭的整

体涨价趋势并未放缓，相较之下，国际定价的大宗商品原油和铜价整体维持高位震荡。考虑到 Delta 病毒的蔓延将对需求端形成抑制，上游涨价压力整体趋缓，但在缺煤缺电短期难以逆转，且高耗电行业主要集中于上游原材料的背景下，原材料加工业压力依然较大。**第三，中小企业面临的经营压力不仅仅来源于成本压力，还来源于需求放缓。**结合 6 月工业企业利润的数据来看，6 月私营企业的资产负债率为 58.6%，较前值上升了 0.4 个百分点。相较之下，国有控股企业的资产负债率仅上行 0.2 个百分点至 57%。另外从企业利润来看，大部分上游资源的两年累计利润增速涨幅放缓，但煤炭开采和洗选业从前值的 20.0% 上升至 21.3%，且有色金属矿采选业和黑色金属矿采选业的利润增速依然处于较高的位置。从行业属性来看，中小企业大多数分布在行业的中下游，所以无论是国际商品还是国内商品涨价，都将对他们成本端形成压力，叠加总需求逐步放缓，体现在中型企业的压力也逐步凸显。**第四，经济动能结构从制造业转向至服务业。**和上月零售销售结构性改善相匹配，当前外需对于我国经济的支撑边际放缓，与此相对的是服务业恢复动能加速，业务预期活动处于较高的景气区间。**最后，结合 7 月政治局会议来看，下半年经济增长下行压力加大，货币政策总基调转向偏松，PMI 后续回落的空间有限。**当前中小企业的经营风险逐步放大，本次政治局会议较 4 月删除了“稳增长压力较小的窗口期”和“不急转弯”，指向下半年经济增长的担忧有所加剧，所以更需要做好“宏观政策跨周期调节”，降准降息的可能性进一步提高，货币政策为经济托底的重要性上行。

风险提示：1. 财政宽松力度不足；2. 货币政策转向；3. 信用进一步收缩。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24724

