钟正生；张德礼；张璐

2021年7月PMI数据点评

从PMI看为何要“统筹做好今明两年政策衔接”

■ 核心摘要

7 月官方制造业 PMI 50.4，非制造业商务活动指数 53.3，综合 PMI 产出指数 52.4，与前值相比分别回落 0.5、0.2 和 0.5。**重大节日后保供稳价政策实际执行力度不及预期，大、中、小型企业的生产经营环境进一步分化。制造业出口新订单指数已连续 4个月回落，房地产调控持续收紧，中国经济或已经过了疫后恢复环比最快的时候。不过，由于竣工周期支撑和海外疫情扰动，年内中国经济下行压力可控，但 2022 年上半年经济增长压力或将明显体现，这也是 7 月 30 日政治局会议强调“统筹做好今明两年政策衔接，保持经济运行在合理区间”的原因所在。在“房住不炒”和化解重点领域风险的同时，产业政策、货币政策和财政政策都聚焦于中国经济“短板”的恢复。**

以下几点值得关注：

第一，7 月制造业 PMI 的生产和需求指标均出现回落。生产相关的制造业 PMI 分项指数在 7 月均走弱，一是因部分企业进入设备集中检修期；二是受河南等地洪涝灾害等极端天气影响；三是高温天气电力供应不足，部分地区如广东对工业企业限电，也对生产有一定拖累；四是内外需放缓，加之原材料价格继续高位大涨，压制了工业企业生产。7 月新订单指数下滑，与国内需求见顶回落的趋势一致；新出口订单指数已连续四个月回落，欧美生产恢复、前期人民币升值和运费持续飙升，对中国出口的负面影响逐步体现。

第二，7月制造业 PMI的两个价格指数均有所回升。市场预期 7 月初重大节日后停产限产会放松，但实际的保供稳价政策力度远不及预期，比如 7 月山东和江苏等地明确要求粗钢减产，今年全国粗钢产量不超过 2020 年也是大概率事件。从 7 月主要原材料购进价格指数看，制造业采购成本普遍上涨。我们认为，若上游价格继续高位上涨，制造业 PMI 出厂价格指数仍有上行压力，因需求放缓只是高位环比走弱，绝对规模不差。上游涨价亦让大、中、小型企业的生产经营环境进一步分化。

第三，建筑业拖累 7月非制造业扩张。7 月非制造业商务活动指数较 6 月下降 0.2，主要是建筑业在拖累，这与高温多雨、洪涝灾害等不利天气因素有关。不过，从企业用工和市场预期看，建筑业企业对未来的预期仍较乐观，预计下半年基建投资还有回升空间。在暑期消费等因素的带动下，7 月服务业商务活动指数回升 0.2。需要指出的是，非制造业业务活动预期指数仍高达 60.1，但由于它的统计时间是 7 月 22 日-25 日，此时国内疫情尚未多点扩散，对企业预期的影响有限。考虑到德尔塔病毒的高传染性，国内疫情防控短期形势严峻，可能会拖累服务业的复苏。

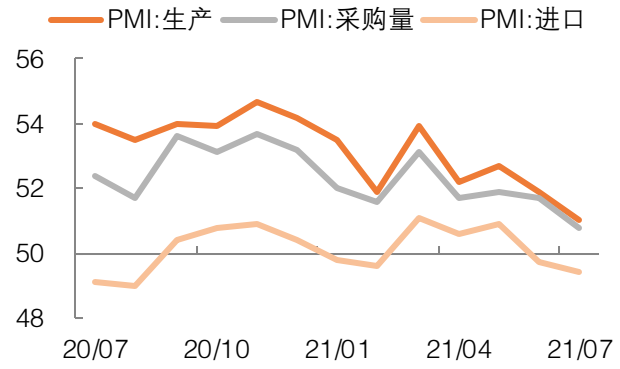
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

7月统计局制造业PMI 50.4，非制造业商务活动指数53.3，综合PMI产出指数52.4，和前值相比分别回落0.5、0.2和0.5。分项指数显示，制造业供需两端同步走弱，价格指数回升；非制造业复苏继续放缓，与高温多雨、洪涝灾害等不利天气有关。**具体来看，有以下几点值得关注：**

第一，7月制造业PMI生产和需求指标均出现回落。**生产方面**，7阿制造业PMI采购量指数从51.7下滑到50.8，生产指数从51.9大幅回落到51.0，进口指数也从49.7下降到49.4。7月生产走弱，一是因部分企业集中进入设备检修期；二是受河南等地洪涝灾害等极端天气影响；三是高温天气电力供应不足，部分地区如广东对工业企业限电，也对生产有一定拖累；四是内外需放缓，加之原材料价格继续高位大涨，压制了工业企业生产。

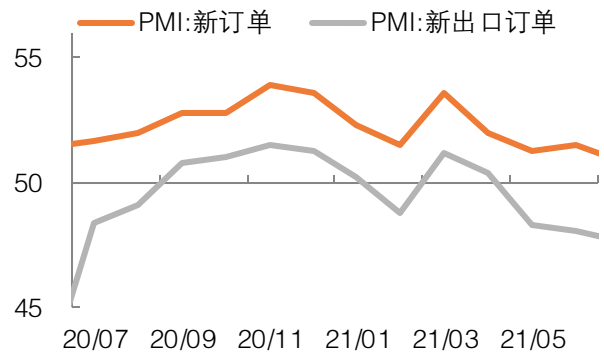
需求方面，7月新订单指数从51.5降低到50.9，与国内需求见顶回落的趋势一致。7月新出口订单指数从48.1下滑到47.7，已连续四个月回落。欧美生产恢复、前期人民币升值和运费持续飙升，对中国出口的负面影响逐步体现。

图表1　7月PMI生产相关的指数均回落



资料来源:wind，平安证券研究所

图表2　7月制造业企业的内外需同步走弱

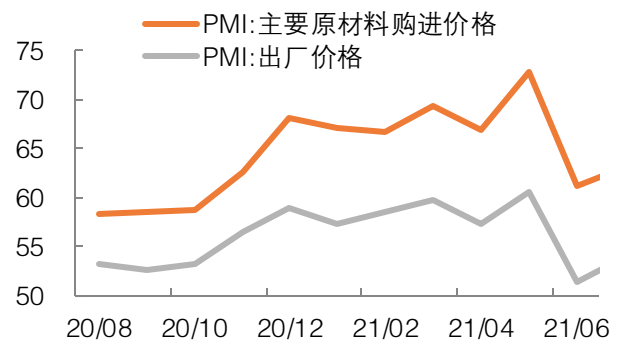


资料来源:wind，平安证券研究所

第二，7月出厂价格指数明显回升。7月主要原材料价格指数从61.2提高到62.9，出厂价格指数从51.4提高到53.8。市场预期7月初重大节日后停产限产会放松，但实际的保供稳价政策力度远不及预期，比如7月山东和江苏等地明确要求粗钢减产，今年全国粗钢产量不超过2020年也是大概率事件。从主要原材料购进价格指数看，制造业采购成本普遍上涨，其中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行业均高于70.0。我们认为，若上游价格继续高位上涨，制造业PMI出厂价格指数仍有上行压力，因需求放缓只是高位环比走弱，绝对规模不差。

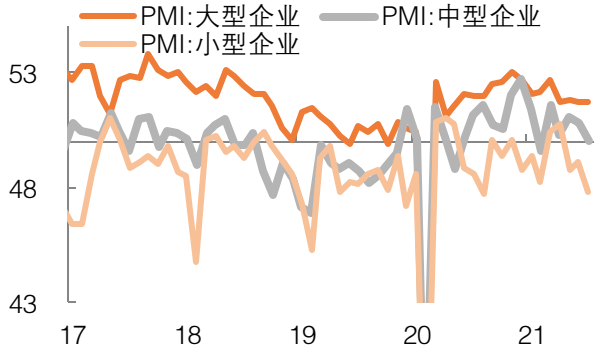
上游涨价让大、中、小型企业的生产经营环境进一步分化。7月大型制造业企业PMI为51.7，和上月持平；中、小型制造业企业PMI为50.0和47.8，较上月环比分别下降0.8和1.3。7月制造业PMI调查中，部分中、小企业反映，近期原材料成本上涨、订单减少和回款压力加大等问题突出，企业生产经营持续承压。

图表3　7月制造业PMI价格指数均回升



资料来源:wind，平安证券研究所

图表4　7月大、中、小型制造业企业PMI继续分化

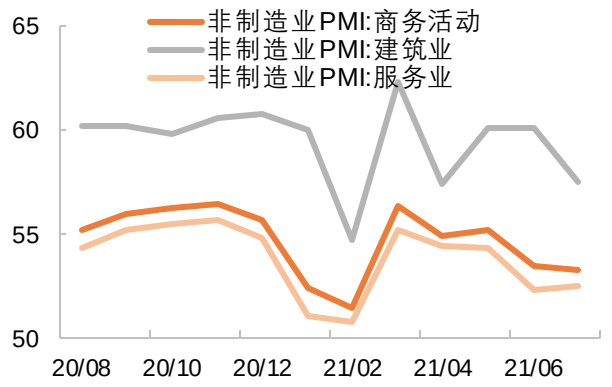


资料来源:wind，平安证券研究所

第三，建筑业拖累 7 月非制造业扩张。7 月非制造业商务活动指数较 6 月下降 0.2，主要是建筑业在拖累，其商务活动指数从 60.1 降低到 57.5，与高温多雨、洪涝灾害等不利天气因素有关。从企业用工和市场预期看，7 月从业人员指数和业务活动预期指数分别比 6 月提高 1.8、0.8，建筑业企业对未来的预期仍较为乐观。这也符合我们前期的判断：房地产投资在竣工周期支撑下继续有韧性，上半年中长期贷款向基础设施业倾斜较多，6 月投向基建领域的财政资金边际改善，也表明下半年基建投资还有回升空间。

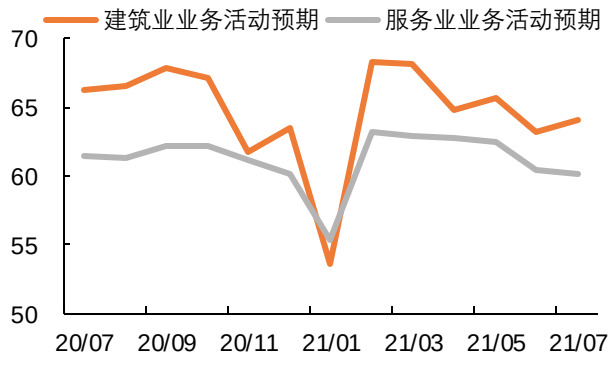
在暑期消费等因素的带动下，7 月服务业商务活动指数从 52.3 上升到 52.5，国内局部地区疫情再起或将给服务业恢复带来短期压制。与暑期消费相关的航空运输、住宿、餐饮等行业，7 月商务活动指数均较上月提高 10 以上，相关需求加快释放。尽管非制造业业务活动预期指数仍高达 60.1，但由于它的统计时间是 7 月 22 日-25 日，此时国内疫情尚未多点扩散，对企业预期的影响有限。考虑到德尔塔病毒的高传染性，国内疫情防控短期形势严峻，可能会拖累服务业的复苏。

图表5　7 月非制造业 PMI 回落主要受建筑业拖累



资料来源:wind，平安证券研究所

图表6　建筑业和服务业企业的预期仍较乐观



资料来源:wind，平安证券研究所

总的来说，中国经济可能已经走过疫后复苏环比最快的时候，但年内经济下行的压力可控，因竣工周期支持和海外疫情扰动，使得房地产投资和出口这两个支撑中国经济疫后快速恢复的增长动能，其放缓是逐级下台阶的。2022 年上半年增长压力或将更明显的体现，毕竟地产投资和出口的回落是确定的，而其它终端需求难以充分对冲。这也是 7 月 30 日政治局会议强调“统筹做好今明两年政策衔接，保持经济运行在合理区间”的原因所在。

在“房住不炒”和化解重点领域风险的同时，政策应聚焦于中国经济短板的恢复。恰如我们在此前报告中一直强调的，当前，中国经济从整体而言并未面临明显下行的压力，但恰如“木桶理论”所揭示的，“短板”的长度决定了中国经济行稳致远的能力，而最突出的短板也许就是下游制造业企业。这次政治局会议上强调要多措并举，呵护中国经济的“短板”：**产业政策方面**，纠正运动式“减碳”和做好大宗商品保供稳价工作，做好电力迎峰度夏保障工作，关注政策的落实情况，若各类政策能有序落地，中下游企业的生产经营环境或将有所改善。**货币政策方面**，稳健基调不变，保持流动性合理充裕，尤其是要助力中小企业和困难行业持续恢复。**财政政策方面**，要合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。今年 1-7 月新增专项债发行进度仅有 39%，后续专项债预计将加快发行，一般公共预算支出也将适当向基建领域倾斜，使得基建投资对中国经济的拉动作用能有所增强。

报告作者：

证券分析师：钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001 邮箱（zhongzhengsheng934@pingan.com.cn）
证券分析师：张德礼 投资咨询资格编号：S1060521020001 邮箱（zhangdeli586@pingan.com.cn）
研究助理：张璐 一般从业资格编号：S1060120100009 邮箱（zhanglu150@pingan.com.cn）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

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_24730