



# 任泽平：7月PMI数据反映经济运行五大特征



意见领袖 | 任泽平团队

中国 7 月制造业 PMI 为 50.4%，预期为 51.1%，前值为 50.9%；非制造业 PMI 为 53.3%，前值为 53.5%。



## 1 该醒醒了：经济下行压力加大，小微企业经营困难

近期市场对经济形势分歧加大：有的根据工业生产、投资、发电量、物价等数据判断经济形势一片大好，事实上根据我们多年的经验，这些指标都是一致和滞后指标；而社融、新订单、新出口订单、房地产销售等先行指标纷纷下滑，有的是连续 3 个月以上下滑，这些指标有很强的前瞻性价值。勿谓言之不预。

经济周期有自身的规律，衰退-复苏-过热-滞胀，周而复始。房地产长期看人口、中期看土地、短期看金融。

该醒醒了，对未来经济下行压力要有估计和准备，我们建议货币政策结构性宽松，财政政策发力新基建。

7月PMI反映经济运行的指标全线回落，制造业和非制造业景气度回落至50.4%和53.3%，其中制造业PMI连续4个月回落。分项来看，供给和需求双双回落；新出口订单连续三个月落入临界值以下；建筑业新订单回落、房地产商务活动落入临界值以下；大中型企业与小企业差距持续拉大、小企业持续经济收缩；就业景气度不佳；原材料供应价格和产成品出厂价格反弹。滞胀特征明显。

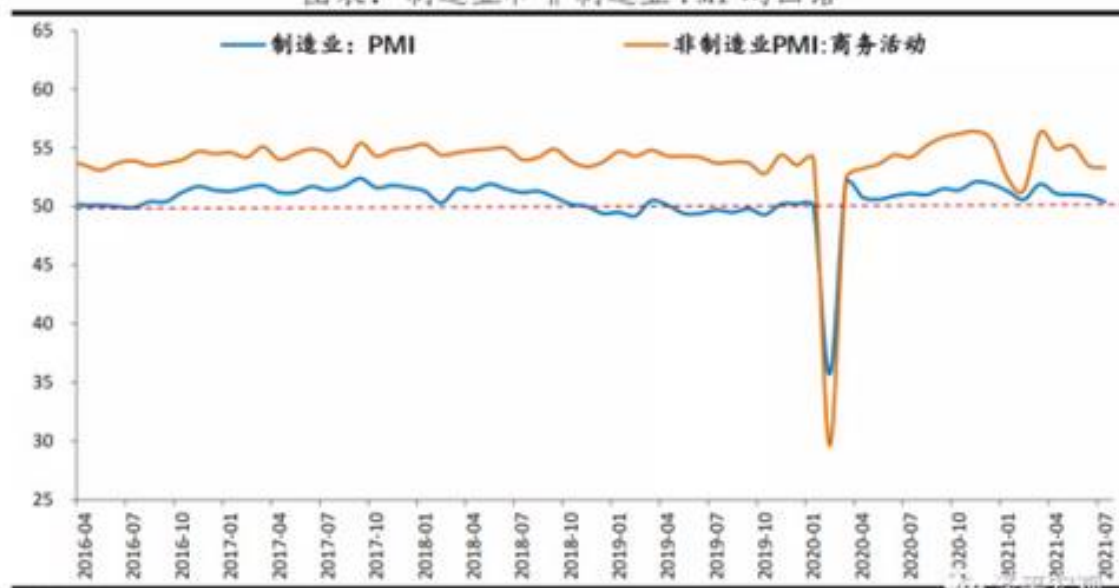
我们对经济形势的最新判断：大宗商品通胀的高点已现，经济将逐季放缓，现在处在经济周期的滞胀后期和衰退初期，今年下半年到明年上半年是两期转换时点，货币宽松周期的时间窗口正在打开。

2021年下半年-2022年上半年，中国经济的主要矛盾是：经济下行压力加大，房地产和出口是主要拖累，消费和制造业投资难以对冲。大宗商品价格仍在高位，成本上升挤压中下游制造业和服务业，增加中小企业困境。经济下行和通胀在高位并存，“滞胀”特征明显。近期降准降息、专项债发力新基建，主要是对冲性的，未来随着经济下行压力加大、通胀回落，财政货币政策将转为积极和宽松。我们在今年1月前瞻性提示“流动性拐点”，随后资本市场调整并风格切换，随着形势演化，我们判断货币

政策宽松的时间窗口正在打开，将经历四部曲：不急转弯-慢转弯-转弯-轰油门。

当前应高度重视经济 K 型复苏现象：1) 大中小企业冰火两重天，小微企业生存环境恶化。7 月大、中、小型企业 PMI 分别为 51.7%、50.0% 和 47.8%。2) 上游成本上涨挤压中下游制造业。1-6 月采掘业、上、中、下游制造业利润两年复合增长率分别为 17.4%、30.1%、20.3%和 3.4%。3) 无就业复苏特征明显。制造业和非制造业从业人员指数仍处于临界值以下。16-24 岁城镇的青年调查失业率为 15.4%，比上个月上升了 1.6 个百分点，其中，20-24 岁的大专及以上人员失业率更高。4) 居民收入和财富差距拉大，穷人通缩、富人通胀。上半年，居民人均可支配收入两年平均增长 7.4%，两年平均实际增长 5.2%，低于往年同期水平。

图表：制造业和非制造业 PMI 均回落



资料来源: Wind, 泽平宏观

具体来看，7 月 PMI 数据反映经济运行五大特征：

1) 制造业 PMI、经济动能连续四个月回落，生产和需求双双回落。PMI 生产指数 51.0%，较上月下滑 0.9 个百分点。部分受到短期极端天气、疫情、原材料供应短缺、物流不畅等问题影响，中期跟成本上升、需求放缓有关。新订单指数 50.9%，较上月下滑 0.6 个百分点，为近一年低点。

2) 新出口订单持续下滑，三个月处于景气区间以下。这与美欧经济活动恢复、供需缺口收敛、美国耐用品库存提升有关。从成本角度看，近期原材料成本上升、海运运费高涨、集装箱“一箱难求”，压制出口商成本和出货速度，降低了出口商接订单意愿。下半年出口高增长可能难以持续。

7 月新出口订单指数 47.7%，较上月下滑 0.4 个百分点，连续三个月落入临界值以下。而新出口订单与出口金额有一定的领先滞后关系，预示中国出口在四季度存在放缓压力。

疫后中国出口的高增长，得益于防疫物资供给、海外供需缺口拉大、以及产能替代，但在近期发生了改变。一是，美国供需缺口收窄、耐用品库存持续上升、经济修复的重心转移到服务，对中国出口形成压制。美国产能利用率、工业产出指数已接近疫情前水平。耐用消费品自 2020 年 9 月开始补库存，已远超疫情前水平；从具体商品看，中国出口增速较高的产品家具、汽车和家电，美国存货均持续攀升。二是，新兴经济产能处于恢复进程，产能替代效应将逐渐减弱。韩国产能利用率已恢复至疫情前水平，7 月前 20 日韩国出口同比 32.8%。

但“德尔塔”变异病株引发全球疫情持续蔓延，或提高对医疗物资的

需求。近期欧美国家日新增确诊冲高，英、美等疫苗接种率较高的国家均出现疫情反弹。截至 7 月 29 日，全球日新增超 67 万，其中美国日新增 9.7 万例，相当于今年 2 月的水平，俄罗斯、法国日新增超 2 万例，英国日新增超 3 万例，印度 4.4 万例，巴西 4.2 万例。

3) 房地产短期看金融，房地产销售和投资面临下行压力。近期，房地产经营活动景气度处于临界值以下、30 城商品房销售回落、土地购置负增长、资金来源回落、房地产融资收紧政策密集出台。

7 月房地产经营活动指数落入临界值以下；6 月房地产投资两年复合平均增长 7.2%，较 5 月下降 1.7 个百分点。从先行指标来看，7 月 30 大中城市商品房销售套数和面积同比分别为-4.7%和-3.2%；6 月土地购置面积同比为-18.3%；1-6 月房企从国内贷款、自筹资金、定金及预收款到位的开发资金同比分别增长-2.4%、11.9%和 49.7%，均有所下降。政策方面，房地产调控加码，金融政策收紧，“三道红线”政策倒逼房企去杠杆降负债，土地集中供应制度对房企资金施压。

4) 大宗商品价格快速上涨阶段或已结束，高点临近，但本轮因疫情产生的生产供应限制对供给端冲击更深，因此供需缺口维持时间会更长，大宗商品价格高位盘整时间或会更长。长期来看，叠加中国碳达峰碳中和等带来的供给约束、长期落后产能出清、全球优质资源稀缺性等问题，长期来看大宗价格运行中枢边际抬升。

7 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 62.9%和 53.8%，

高于上月 1.7 和 2.4 个百分点。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%。

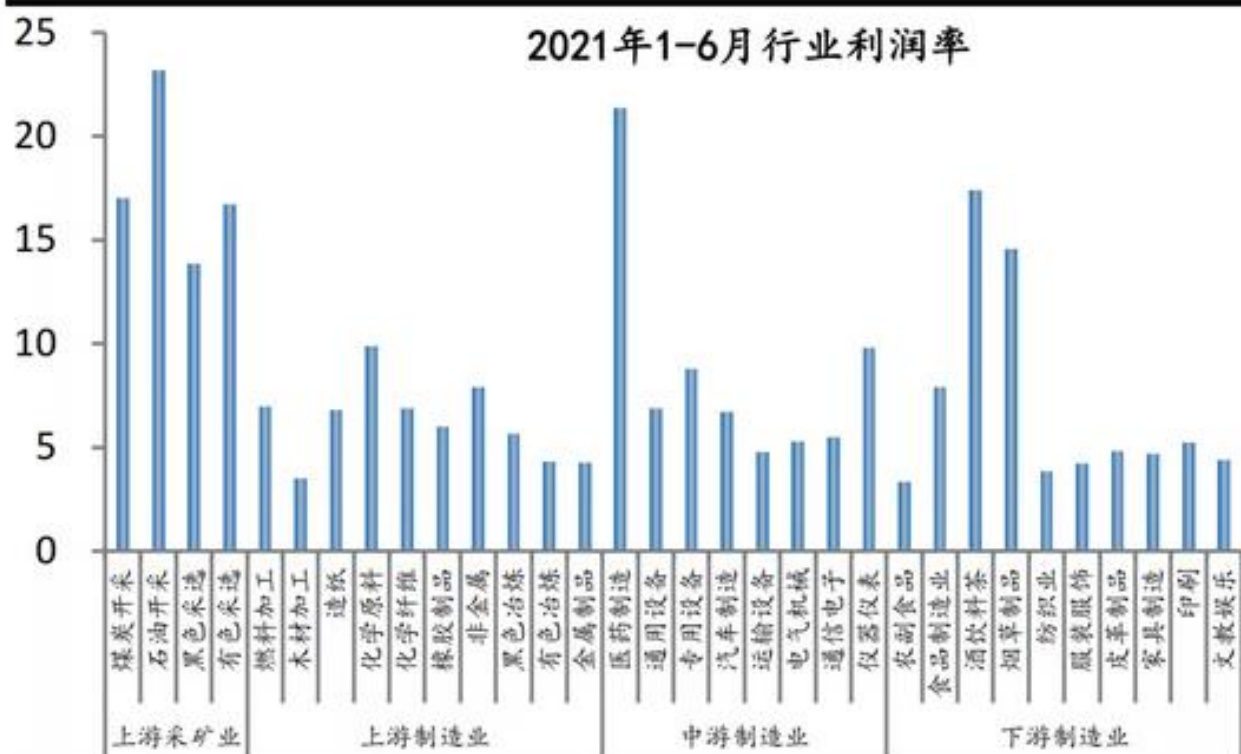
近期，大宗商品价格仍处高位，国际定价的铜、铝、原油价格高位震荡，国内定价的钢、煤持续上涨。7 月布伦特原油均价环比 2.8%，南华工业品指数环比 3.3%，南华螺纹钢环比 8.8%，LME 铜环比-2.1%，南华焦煤、动力煤环比 5.1%、5.7%。

5) 大宗商品价格上涨，抬升原材料成本，而终端传导不畅，对下游企业利润挤压尤为明显。中小企业集中在下游，叠加下半年出口面临下行压力，中小企业经营尤为困难。中小企业是中国经济的毛细血管，政策助力迫在眉睫。

原材料成本居高不下，上、中、下游利润状况出现分化。1-6 月采掘业、上、中、下游制造业利润累计同比分别为 141.4%、147.0%、48.4% 和 14.4%，两年复合增长率分别为 17.4%、30.1%、20.3%和 3.4%。

成本抬升、新订单需求下滑、回款压力大，中型企业下滑至临界点、小型企业连续 3 个月落入临界值以下。7 月大、中、小型企业 PMI 分别为 51.7%、50.0%和 47.8%，较上月变动 0.0、-0.8 和-1.3 个百分点。出厂价格与购进价格差值维持高位，小型企业集中在下游、行业分散，成本传导能力差，对利润挤压反映明显。叠加新出口订单连续 3 个月下滑对小型企业经营造成压力。

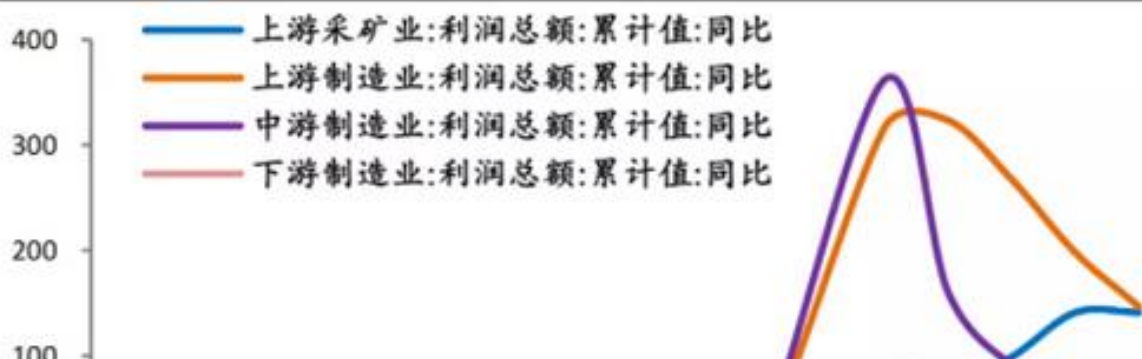
图表：上、中、下游利润率分化



资料来源：Wind，泽平宏观

泽平宏观

图表：上、中、下游利润总额分化



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\\_34048](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34048)
