



张瑜：类滞胀，它来了



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜、陆银波

主要观点

7 月 PMI 数据简述：制造业 PMI 明显回落

7 月制造业 PMI 为 50.4%，前值为 50.9%，回落 0.5 个百分点。具体分项来看：

1) PMI 生产指数为 51.0%，前值为 51.9%。生产指数环比大幅回落 0.9 个百分点。2) PMI 新订单指数为 50.9%，前值为 51.5%，环比回落 0.6 个百分点。PMI 新出口订单指数为 47.7%，前值为 48.1%。3) PMI 从业人员指数为 49.6%，前值为 49.2%。4) 供货商配送时间指数为 48.9%，前值为 47.9%。5) PMI 原材料库存指数为 47.7%，前值为 48%。

石油化工链条继续涨价，价格指数有所回升。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。

PMI 数据解读：类滞胀，它来了

(一) 7 月制造业 PMI 数据呈现明显的类滞胀特征（PMI 回落，价格指数维持高位）。我们对比历史三次经济经历完整的复苏/过热—>类滞胀—>衰退期的时期，PMI 数据呈现的规律有两个。一是 PMI 指数在复苏/过热最高，类滞胀期下行，但依然大于 50%，衰退期最低，容易回落到 50%荣枯线以下。二是 PMI 原材料价格指数，复苏/过热和类滞胀期都很高，远大于 50%，衰退期明显回落，大概率低于 50%荣枯线以下。2020 年以

来,我们将 2020 年下半年-2021 年上半年定义为一个经济复苏/过热过程,那么当下 7 月 PMI 数据与之相比是,PMI 指数明显回落,但依然大于 50%,原材料价格指数依然在高位,7 月是 62.9%,依然远大于 50%。

(二) 但 7 月制造业 PMI 的回落依然显得过快。这其中,生产指数似乎受到了一定的压制。我们对比生产指数与新订单指数之差,今年 7 月回落至历史极低位置。这背后的原因是多方面的,比如缺煤缺电,比如汽车缺芯,再比如小企业生产经营承压(对比 2018-2019 年,当下小企业生产指数明显偏低)。后续随着供应端保供稳价措施的执行,生产端有望小幅恢复。

(三) 制造业之外,需要关注的是建筑业、服务业。7 月,建筑业、服务业指数都低于 2013-2019 年同期。显示两者上行乏力。其中建筑业与基建、地产有关。在财政强调“跨周期”、“统筹今明两年”的基调下,我们预计在为明年留力,下半年基建难有起色。政治局会议的解读参见《【华创宏观】财政看明年,货币话不多,减碳被纠偏——八句话极间解读政治局会议》。地产在前期拿地低迷的情况下,下半年新开工偏弱,建安增速明显上行也较为困难,不回落已经算有韧性了。而对于服务业,2 季度是疫情影响极低、居民消费倾向快速提高(已经基本接近 2019 年同期)的情况下,带来的服务业的快速恢复。后续或者可能因为疫情反复影响,或者可能因为消费倾向不再进一步上行,使得进一步明显恢复难度较大。

风险提示:工业品价格超预期上行,疫情反复。

报告目录

目 录

一、类滞胀，它来了	4
二、数据简述：制造业 PMI 明显回落	5

报告正文

—

类滞胀，它来了

三点值得关注的地方：

1) 7 月制造业 PMI 数据呈现明显的类滞胀特征（PMI 回落，价格指数维持高位）。我们对比历史三次经济经历完整的复苏/过热—>类滞胀—>衰退期的时期，PMI 数据呈现的规律有两个。一是 PMI 指数在复苏/过热最高，类滞胀期下行，但依然大于 50%，衰退期最低，容易回落到 50%荣枯线以下。二是 PMI 原材料价格指数，复苏/过热和类滞胀期都很高，远大于 50%，衰退期明显回落，大概率低于 50%荣枯线以下。2020 年以来，我们将 2020 年下半年-2021 年上半年定义为一个经济复苏/过热过程，那么当下 7 月 PMI 数据与之相比是，PMI 指数明显回落，但依然大于 50%，原材料价格指数依然在高位，7 月是 62.9%，依然远大于 50%。

2) 但 7 月制造业 PMI 的回落依然显得过快。这其中，生产指数似乎

受到了一定的压制。我们对比生产指数与新订单指数之差，今年 7 月回落至历史极低位置。这背后的原因是多方面的，比如缺煤缺电，比如汽车缺芯，再比如小企业生产经营承压（对比 2018-2019 年，当下小企业生产指数明显偏低）。后续随着供应端保供稳价措施的执行，生产端有望小幅恢复。

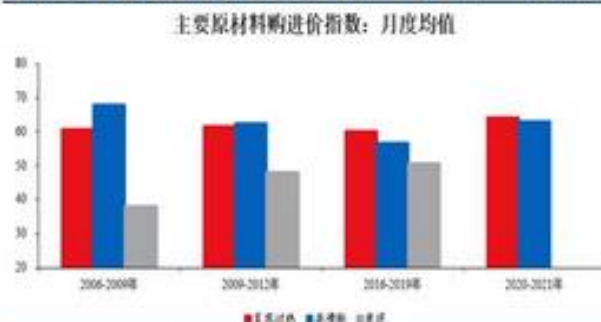
3) 制造业之外，需要关注的是建筑业、服务业。7 月，建筑业、服务业指数都低于 2013-2019 年同期。显示两者上行乏力。其中建筑业与基建、地产有关。在财政强调“跨周期”、“统筹今明两年”的基调下，我们预计在为明年留力，下半年基建难有起色。地产在前期拿地低迷的情况下，下半年新开工偏弱，建安增速明显上行也较为困难，不回落已经算有韧性了。而对于服务业，2 季度是疫情影响极低、居民消费倾向快速提高（已经基本接近 2019 年同期）的情况下，带来的服务业的快速恢复。后续或者可能因为疫情反复影响，或者可能因为消费倾向不再进一步上行，使得进一步明显恢复难度较大。

图表 1 PMI: 复苏/过热→类滞胀→衰退期



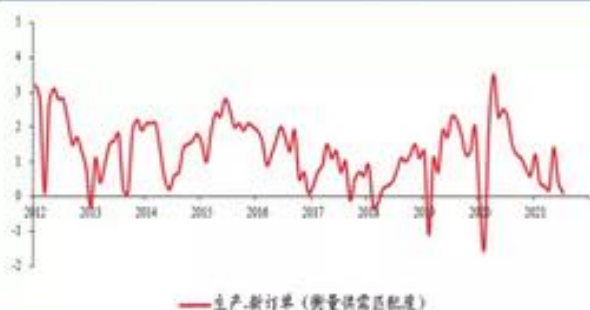
资料来源: Wind, 华创证券; 注: 2020-2022 年类滞胀期目前仅为 7 月数据

图表 2 原材料价格: 复苏/过热→类滞胀→衰退期



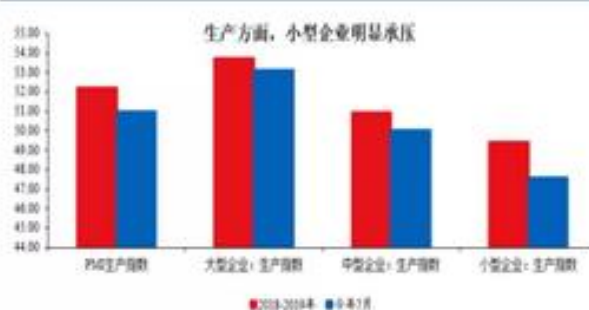
资料来源: Wind, 华创证券; 注: 2020-2022 年类滞胀期目前仅为 7 月数据

图表 3 生产与新订单之差降至历史极点位置



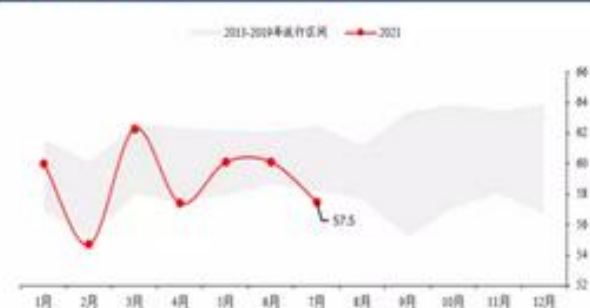
资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 小企业生产指数明显偏低



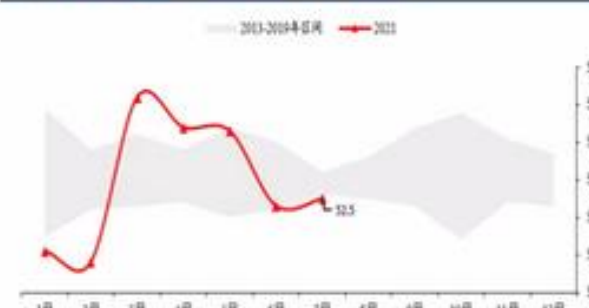
资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 建筑业 PMI: 低于历史同期



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 服务业 PMI: 低于历史同期



资料来源: Wind, 华创证券

二

数据简述: 制造业 PMI 明显回落

7月制造业 PMI 为 50.4%, 前值为 50.9%, 回落 0.5 个百分点。具体分项来看:

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_34056

