



# 首创宏观“茶”： 短期之内制造业 PMI 大幅回升概率较低

证券研究报告·宏观研究报告

2019 年 8 月 1 日

——7 月 PMI 数据点评

## 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

## 主要观点：

- 7 月制造业 PMI 为 49.7，预期值 49.6，前值 49.4；7 月非制造业 PMI 为 53.7，预期值 54.0，前值 54.2。我们点评如下：
- 一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 均大幅弱于季节性；
- 二、短期内制造业 PMI 大幅回升概率较低；
- 三、原材料库存与产成品库存双双下行，小企业去库存力度更大；
- 四、出厂价格指数出现反弹，但 PPI 当月同比大概率将进入负值区间；
- 五、从业人员指数出现边际改善，但中短期仍需警惕外部冲击。

目录

一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 均大幅弱于季节性.....4

二、短期内制造业 PMI 大幅回升概率较低..... 5

三、原材料库存与产成品库存双双下行，小企业去库存力度更大.....7

四、出厂价格指数出现反弹，但 PPI 当月同比大概率将进入负值区间.....8

五、从业人员指数出现边际改善，但中短期仍需警惕外部冲击.....9

图表目录

图 1：7 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 均大幅弱于季节性（%） ..... 4

图 2：大型企业重返荣枯线之上是 7 月制造业 PMI 较前值上行的主因（%） ..... 5

图 3：新订单是生产指数的先行指标（%） ..... 6

图 4：原材料库存与产成品库存双双下行（%） ..... 7

图 5：小企业去库存力度更大（%） ..... 8

图 6：主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双反弹（%） ..... 9

图 7：从业人员指数出现边际改善（%） ..... 10

**事件：**7月制造业PMI为49.7，预期值49.6，前值49.4；7月非制造业PMI为53.7，预期值54.0，前值54.2。

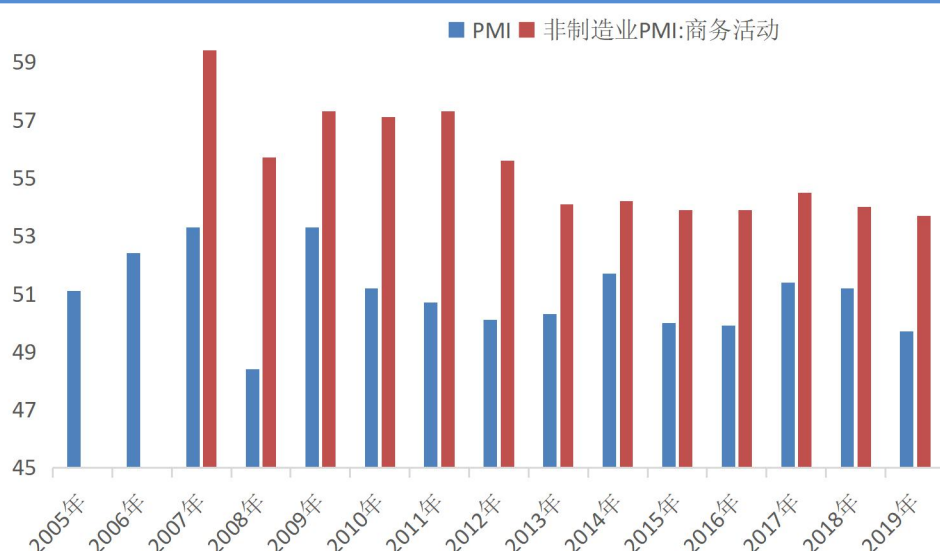
**点评：**

### 一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 均大幅弱于季节性

7月制造业PMI为49.7，高于预期0.1个百分点，较前值上行0.3个百分点，连续3个月运行在荣枯线之下，在过往15年里的7月PMI中，2019年位列倒数第二，仅高于次贷危机期间2008年7月的48.4，与历年同期相比处于低位；7月非制造业PMI为53.7，低于预期0.3个百分点，较前值下行0.5个百分点，创2018年12月以来新低，在过往13年里的7月非制造业PMI中，2019年7月PMI位列倒数第一，与历年同期相比处于低位。因此，从历史同期对比的角度看，7月景气指标的表现并不乐观。

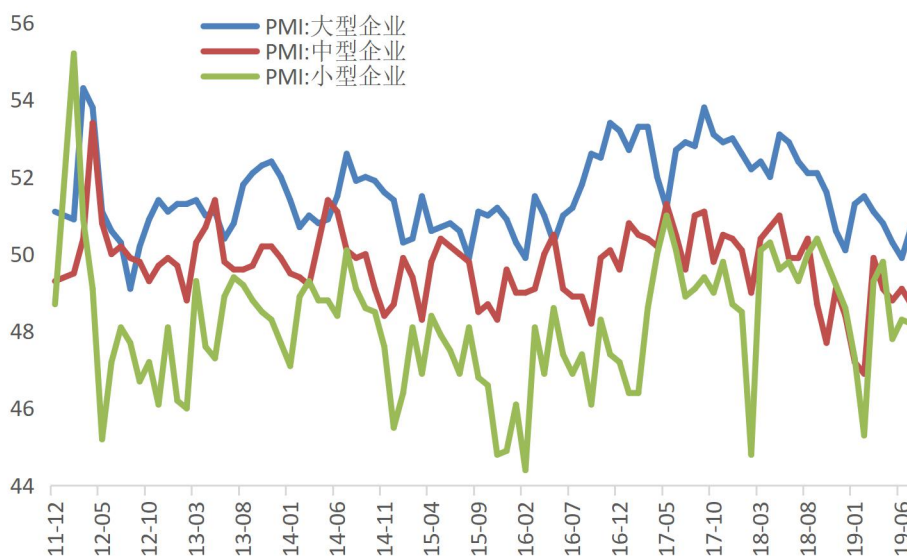
制造业PMI的5个分项中，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别为49.80、52.10、47.10、50.10、48.00，分别较前值上行0.20、0.80、0.20、-0.10、-0.20个百分点。分企业规模看，大型、中型、小型企业的PMI分别为50.70、48.70、48.20，分别较前值上行0.80、-0.40、-0.10个百分点。可见，生产指数与新订单指数是7月制造业PMI较前值上行的主因，而从企业规模看，大型企业重返荣枯线之上则是主因。

图 1：7月制造业 PMI 与非制造业 PMI 均大幅弱于季节性（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 2：大型企业重返荣枯线之上是 7 月制造业 PMI 较前值上行的主因（%）



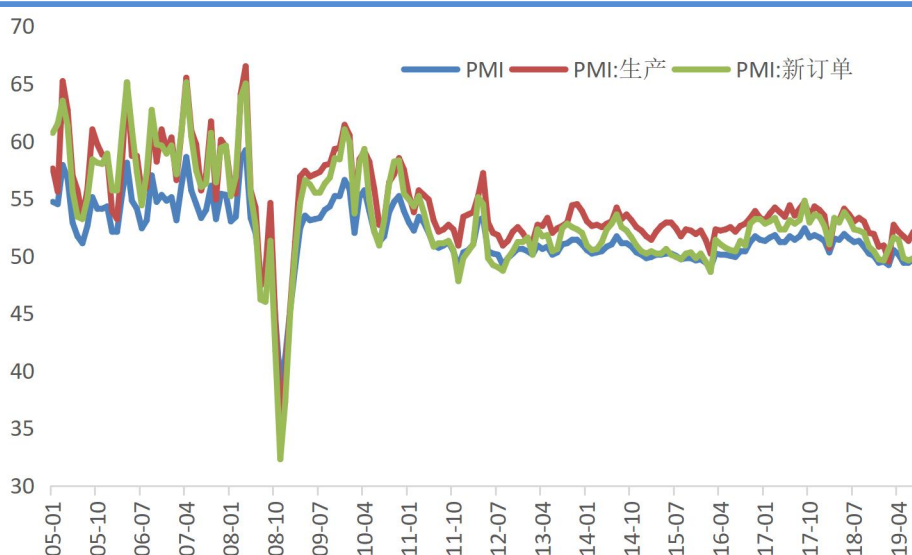
资料来源：wind，首创证券研发部

## 二、短期内制造业 PMI 大幅回升概率较低

7月新订单、在手订单与新出口订单分别为49.80、44.70、46.90，虽然分别较前值上行0.20、0.20、0.60个百分点，但均处于荣枯线之下，表明总需求较弱，这也印证了本次政治局会议提出的“国内经济下行压力加大”的判断。7月新出口订单出现较大反弹，表明市场对出口的担忧边际减弱，但是应该看到近期IMF因贸易局势紧张，把2019年全球经济增长预期从4月份的3.3%下调至3.2%，因此下半年出口增速放缓是大概率事件，而外需增长动能减弱使得新出口订单难以大幅上行。内需方面，本次政治局会议提出“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求”，但是应该看到，刺激政策具有传导时滞，短期之内需求大幅好转难度较大，况且本次政治局会议明确提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，此外，基建投资增速受制于相关的责任约束，大幅快速上行概率较低。综上，我们认为总需求的改善，连带新订单指数的上行，将是一个渐进的过程。

需要说明的是，新订单指数在制造业PMI中占据举足轻重的作用：一是新订单分项在制造业PMI中的权重最大，高达30%；二是新订单反映经济前景，是生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数的先行指标。因此，预测制造业PMI的走势，在一定意义上是在预测新订单指数的走势。如上所述，新订单指数的上行是一个渐进的过程，这就意味着短期内，制造业PMI大幅回升概率较低。此外，考虑到包括中国在内的全球主要经济体的制造业PMI具有较强的正相关性，近期摩根大通全球制造业PMI跌破荣枯线，美国、欧元区、德国、法国等主要经济体制造业PMI再次共振下行，这也意味着短期内我国制造业PMI大幅回升概率较低。

图 3：新订单是生产指数的先行指标（%）

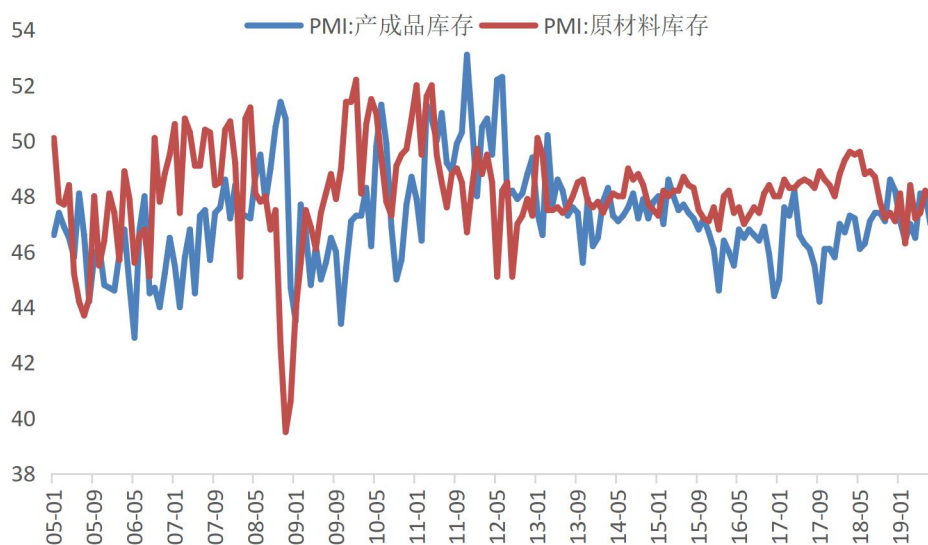


资料来源：wind，首创证券研发部

### 三、原材料库存与产成品库存双双下行，小企业去库存力度更大

7月原材料库存为48.00，较前值下行0.20个百分点；产成品库存为47.00，较前值下行1.10个百分点。从工业企业利润数据看，6月工业企业存货累计同比与产成品存货累计同比分别较前值下行0.70、0.60个百分点，可见工业企业处于去库存状态，结合本次政治局会议判断“国内经济下行压力加大”，可以判断工业企业处于主动去库存阶段。分企业规模看，大中小型企业的原材料库存分别为48.90、46.50、47.70，分别较前值上行0.70、-1.20、-1.30个百分点；大中小型企业的产成品库存分别为47.60、46.40、46.20，分别较前值下行0.50、0.40、3.80个百分点。可见7月小型企业去库存力度大于大型企业，部分是因为小型企业风险承担能力较弱，对市场变化，尤其是需求变化更加敏感，因此主动去库存。可以侧面印证的数据是，6月制造业民间固定资产投资完成额累计同比仅为2.70%，表明民间资本的投资意愿较低，在此背景下，小企业去库存力度大于大企业就不难理解了。

图 4：原材料库存与产成品库存双双下行（%）



资料来源：wind 首创证券研发部

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\\_11032](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11032)

