

## 制造业 PMI 反季节性上行，拐点还是下跌中继的反弹？

**数据：**7月官方制造业 PMI 为 49.7（前值 49.4），非制造业 PMI 为 53.7（前值 54.2），综合 PMI 产出指数为 53.1（前值 53.0）。

**1、7月制造业 PMI 与上月上行，但依然位于收缩区间，生产和需求有所回暖，价格上涨，制造业景气度整体有所回升。**

（1）供需角度看，生产高于上月（+0.8 至 52.1），新订单指数上行（+0.2 至 49.8），生产和需求均有所回暖。

（2）采购库存角度，原材料库存存在收缩区内下行（-0.2 至 48.0），产成品库存收缩区内下行（-1.1 至 47.0）。与此对应的是，采购量升至扩张区间（+0.7 至 50.4），体现需求回暖后，采购量开始上升，原材料和产成品库存下降。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数上行（+1.7 至 50.7），出厂价格指数在收缩区间内上行（+1.5 至 46.9）。

（4）进出口看，进口收缩区内上行（+0.6 至 47.6），出口在收缩区间内上行（+0.6 至 46.9），内外需阶段性回暖，支撑我国进出口。

（5）企业规模看，大型企业升至扩张区间（+0.8 至 50.7），中型企业收缩区间内下行（-0.4 至 48.7），小型企业收缩区内下行（-0.1 至 48.2），各类型企业景气度出现不同程度分化，但整体回暖。

（6）未来看，生产经营活动预期指数回升（+0.2 至 53.6），表明当前市场信心有所回升。

**2、7月非制造业商务活动下行，其中服务业景气度有所回落，建筑业景气指数回落，非制造业扩张步伐放缓。**服务业商务活动指数继续回落（-0.5 至 52.9），从行业大类看，铁路运输业、航空运输业、邮政业、电信广播电视卫星传输服务、文化体育娱乐业等行业商务活动指数位于 56.0% 及以上的较高景气区间，行业表现较为活跃；房地产业商务活动指数低于临界点，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数回落（-0.5 至 58.2），建筑业扩张步伐有所放慢，预示基建投资力度有所放缓。

**3、制造业 PMI 反季节性上行，是中期（一年左右）企稳回升的拐点还是只是下跌中继的一个反弹？从细分数据上难以看出端倪，但两个证据让我们倾向于前者。一方面，从分项数据上并不能看出端倪。尽管7月制造业 PMI 出现了反季节性回升，同时生产、订单、进口、出口等分项指标均有所改善，但大中小型企业依然分化（大企业升至扩张区间，中小企业收缩区间进一步下行），意味着现在就判断总量开始趋稳回升依然尚早。另一方面，两个证据让我们倾向于拐点已经出现。一是政策的变化。7月政治局会议首次明确指出制造业投资的企稳回升对经济的重要性，并且强调金融资源要支持制造业投资和民营企业的中长期融资，这意味着未来的政策着力点转向市场化程度高、民营企业集中、效率较高的制造业部门。同时，减税降费、降低中小企业融资成本、资本市场改革等政策的进一步落实实施，确实能够在短期改善制造业利润。简而言之，政策对制造业的支持边际上将逐渐改善。二是外部需求对中国制造业的拖累可能不是主要影响因素。过去，中国的制造业对外部需求的依赖较高，制造业 PMI 受出口影响较大；当前，两个因素的变化，可能意味着本轮中国制造业 PMI 可能领先欧美日等发达经济体提前企稳回升：1）中国对本轮全球贸易的改善的贡献度高于美国（欧日韩等经济体的出口是滞后中国而不再是美国），2）本轮中国制造业 PMI 的改善更多源于内部结构和政策支持的驱动（并不是主要依靠外需的拉动）。当然，如果中美经贸关系再度出现明显的摩擦，制造业 PMI 仍会收到一定的扰动影响。**

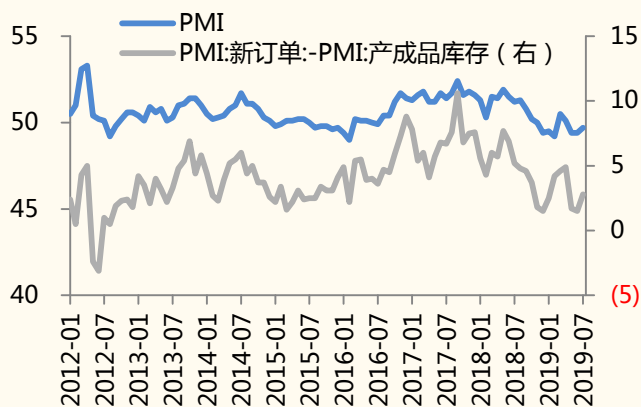
**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

**段小乐** 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

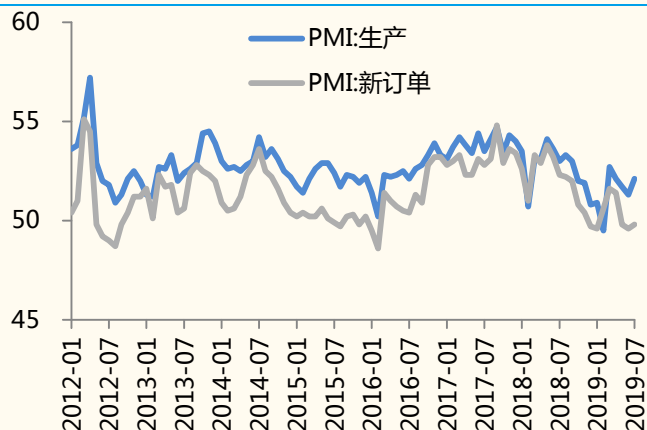
**高翔** 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

图表 1：7月份制造业 PMI 较上月上行



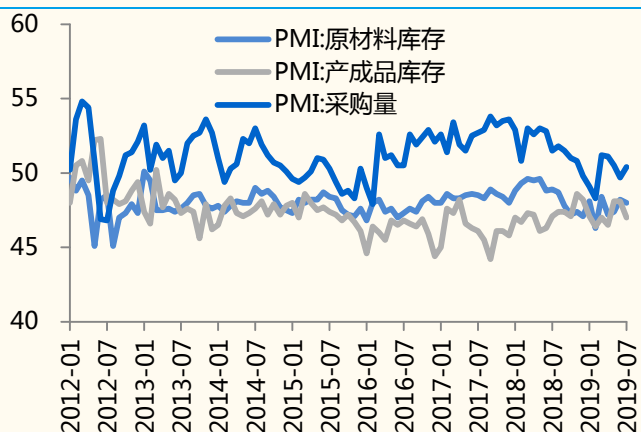
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业生产、新订单指数均有所上升



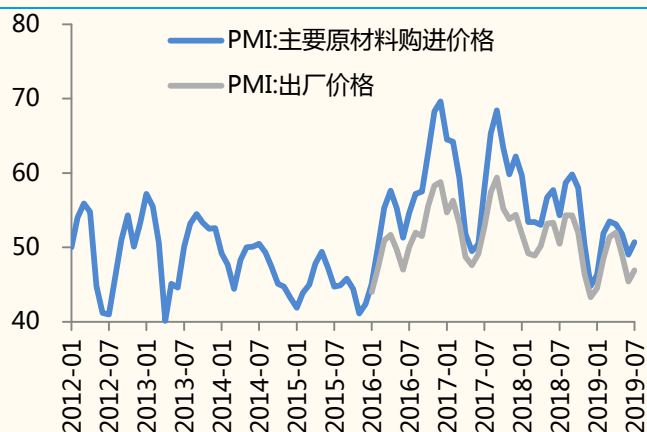
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：原材料库存指数、产成品库存指数下行



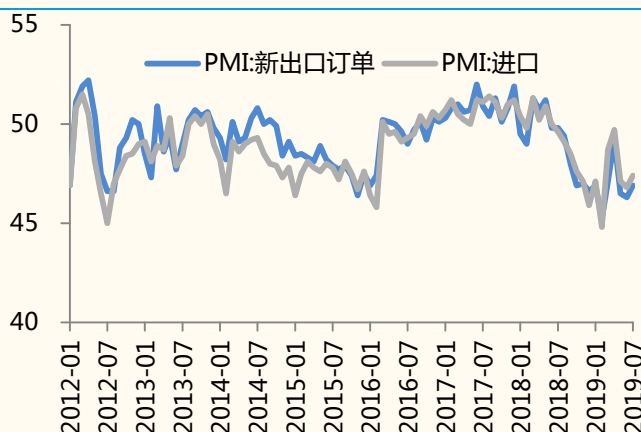
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要原材料和出厂价格指数上行



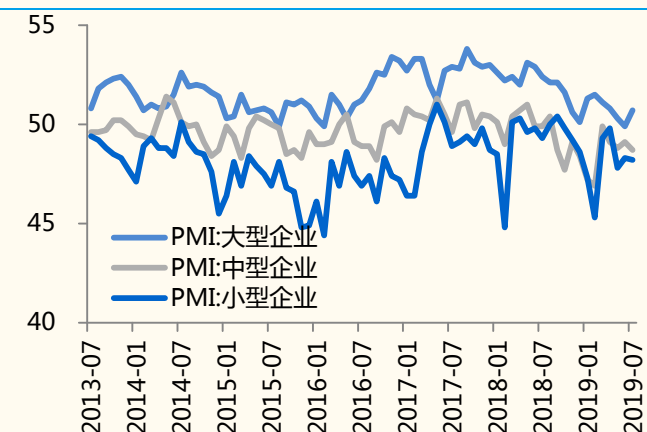
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 5：进口和出口指数均上行



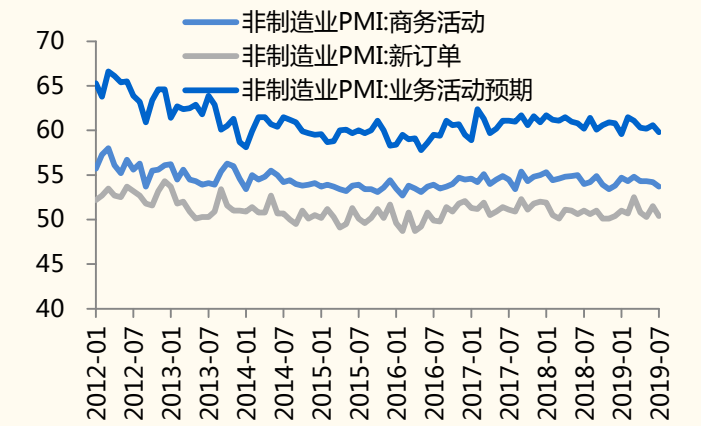
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：大企业景气度上行，中小企业景气度下行



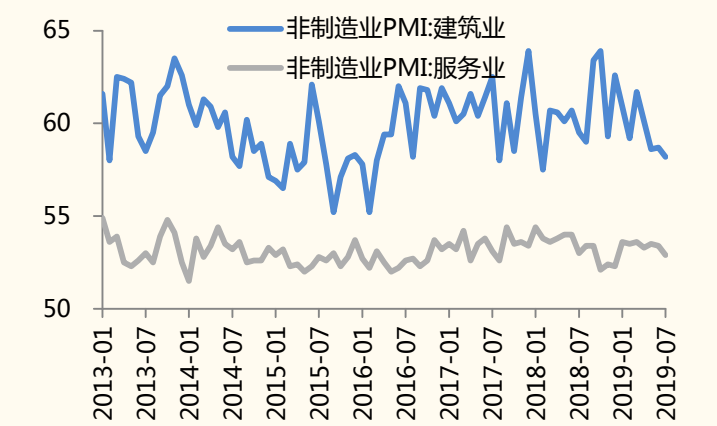
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：非制造业商务活动指数下行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业指数下行，服务业指数下行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

### 风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH

**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\\_11074](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11074)

