

生产之谜

——来自 PMI 数据“四大背离”的证据

宏观数据点评

2019 年 8 月 1 日

报告摘要：

7 月 PMI 数据看起来各项指标均有改善，但细究数据之间关系，我们发现存在“四大背离”，生产指数可能虚高。

● 制造业 PMI 小幅回升，小型企业生产与其他各项指标背离。

7 月制造业 PMI 指数录得 49.7，较上月小幅回升 0.3 个百分点，依旧处于“荣枯线”以下。除了生产指数大幅回升 1.6 个百分点以外，小型企业在需求、价格差、采购量、库存、从业人员等指标上均有不同程度的下降，小型企业生产回升可持续性存疑。

● 生产回升是第一亮点，但与产品价差持续扩大背离。

7 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 50.7% 和 46.9%，分别比上月上升 1.7 和 1.5 个百分点，购进价格表现强于出厂价格，两者价差连续 3 个月扩大，企业利润受到一定挤压。但 7 月生产指数和采购量指数为 52.1% 和 50.4%，分别比上月上升 0.8 和 0.7 个百分点，显示企业生产明显加快。企业利润受压和生产加快形成背离。

● 内外需求均有改善，但依旧处于收缩区间，与生产扩张存在背离。

7 月新订单指数和新出口订单指数分别为 49.8% 和 46.9%，两者均仍处于“荣枯线”下方，显示制造业需求还在继续收缩；但两者分别较上月回升 0.2 个百分点和 0.6 个百分点，显示制造业领域呈现积极变化。但不容忽视的是，生产和需求背离加剧，前者扩张而后者收缩，前者回升幅度大而后者回升幅度小，这意味着需求对生产的支撑仍然不够。

● 库存继续处于去化阶段，但与供需对比存在背离。

7 月产成品库存指数较上月回落 1.1 个百分点至 47%，原材料库存指数较上月回落 0.2 个百分点至 48%。总体看企业仍处去库存阶段，与工业企业产成品存货数据显示的情况一致。但意外的是，这与前述生产扩张和需求收缩的组合存在一定分歧，给定这一组合，库存回升才是更合理的结果。我们的理解是，不能排除生产指数存在一定虚高的可能。

● 风险提示：经济动能未能平稳接力。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

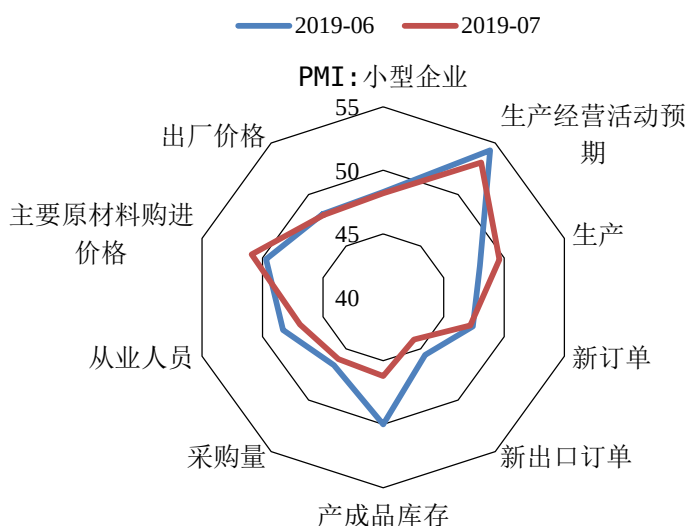
中国 7 月官方制造业 PMI 49.7，前值 49.4。

中国 7 月官方非制造业 PMI 53.7，前值 54.2。

一、7 月制造业 PMI 分项指数存在“四大背离”

制造业 PMI 小幅回升，小型企业生产与其他各项指标背离。7 月制造业 PMI 指数录得 49.7，较上月小幅回升 0.3 个百分点，依旧处于“荣枯线”以下。其中，大型企业为 50.7，较上月回升 0.8 个百分点，重回扩张区间；中小企业分别为 48.7 和 48.2，均有小幅下滑。值得注意的是，小型企业除了生产指数大幅回升 1.6 个百分点以外，其他诸如需求、产品价格差、采购量、库存、从业人员等多个指标上均有不同程度的下降，小型企业生产回升可持续性存疑（图 1）。

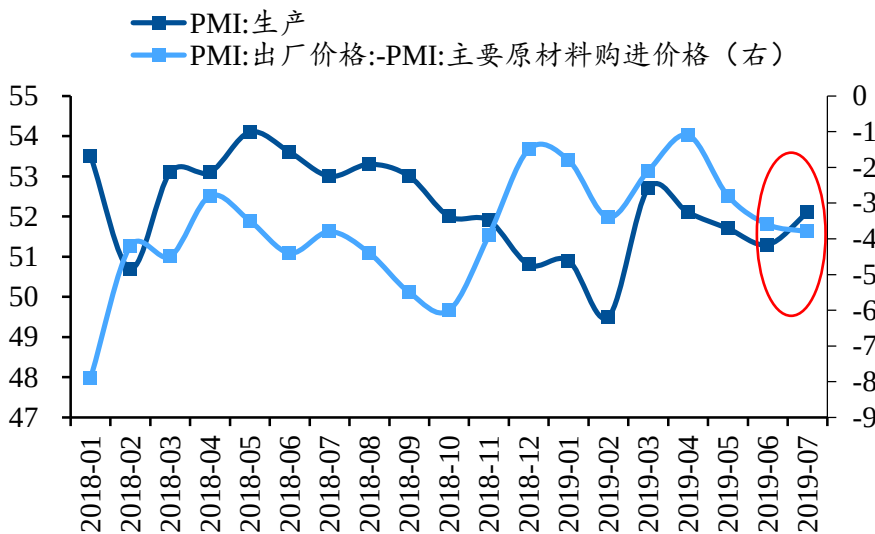
图 1：7 月小型企业 PMI 生产指数大幅回升，其他多项指标均有收缩



资料来源：Wind，民生证券研究院

生产回升是第一亮点，但与产品价格差持续扩大背离。制造业 PMI 生产指数在连续 3 个月下滑以后首次回升，录得 52.1，较上月回升 0.8 个百分点；出厂价格与购进价格分别比上月回升 1.5 和 1.7 个百分点，差值连续三个月出现扩大（图 2）。生产回升同时会带动采购量上升，7 月采购量回升 0.7 个百分点，录得 50.4。但是，在企业利润受到挤压的情况下，企业生产明显加快，两者形成背离。

图 2：7 月 PMI 生产指数小幅回升，产品价差继续扩大

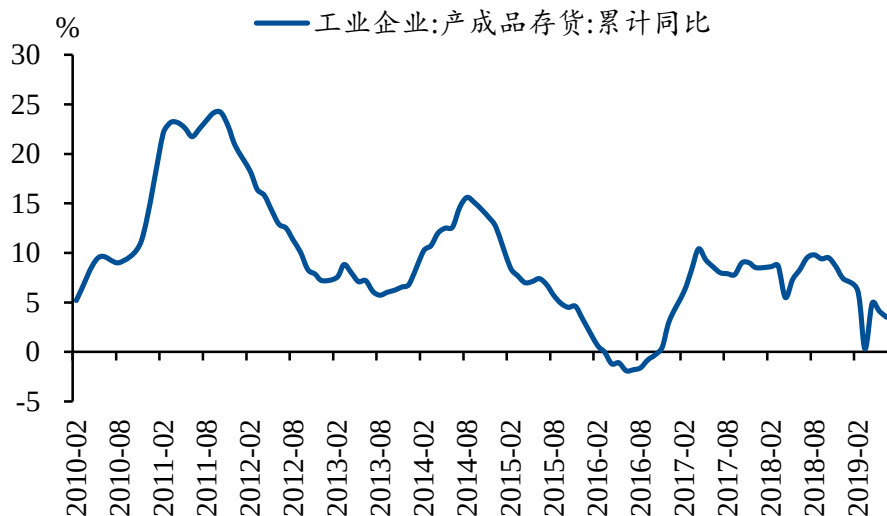


资料来源：Wind，民生证券研究院

内外需求均有改善，但依旧处于收缩区间，与生产扩张存在背离。7 月新订单指数和新出口订单指数分别为 49.8%、46.9%，两者均仍处于“荣枯线”下方，显示制造业需求还在继续收缩；但两者分别较上月回升 0.2 个百分点和 0.6 个百分点，显示制造业领域呈现积极变化。其中，新出口订单改善主要是受益于中美贸易谈判重启和双方缓和信息的释放。我们认为贸易谈判将会是一个长期过程，全球经济前景不佳使得外需难以出现大幅回暖，外需的稳定性有待观察。另外需要注意的是，生产和需求背离加剧，前者扩张而后者收缩，前者回升幅度大而后者的回升幅度小，这意味着需求对生产的支撑仍然不够。

库存继续处于去化阶段，但与供需对比存在背离。7 月产成品库存指数较上月回落 1.1 个百分点至 47%，原材料库存指数较上月回落 0.2 个百分点至 48%。总体看企业仍处于去库存阶段，与工业企业产成品存货数据的情况一致（图 3）。但意外的是，这与前述生产扩张和需求收缩的组合存在一定分歧，给定这一组合，库存回升才是更合理的结果。我们的理解是，不能排除生产指数存在一定虚高的可能。

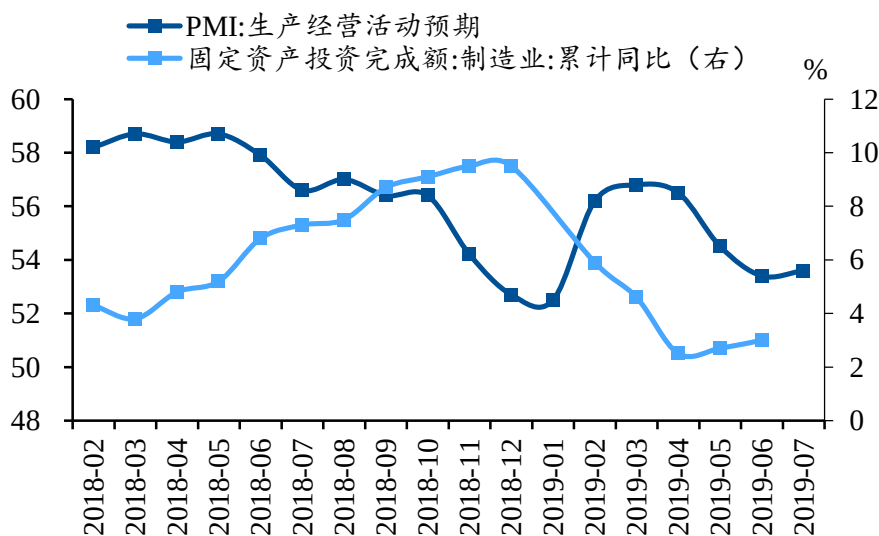
图 3：制造业企业处于去库存阶段



资料来源：Wind，民生证券研究院

制造业投资下行压力真正缓解，需要建立在企业自主投资意愿增强的基础上。近期，决策层多次强调“房住不炒”，有利于缓解房地产对制造业的挤出效应。叠加减税降费逐步落实和上游产业的环保改造，制造业投资在4月达到历史最低点后，连续两月小幅回升（图4）。7月制造业企业生产经营活动预期指数录得53.6%，较上月小幅回升0.2个百分点，系过去4个月以来首次回升。制造业是中国经济转型升级的重要抓手，7月政治局会议高度重视制造业发展，要求稳定制造业投资，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，这些都有利于企业信心继续回暖。稳定制造业投资，依靠激发市场活力和企业自发动动力才是治本之策。

图 4：制造业投资连续两月回升，促进企业信心改善

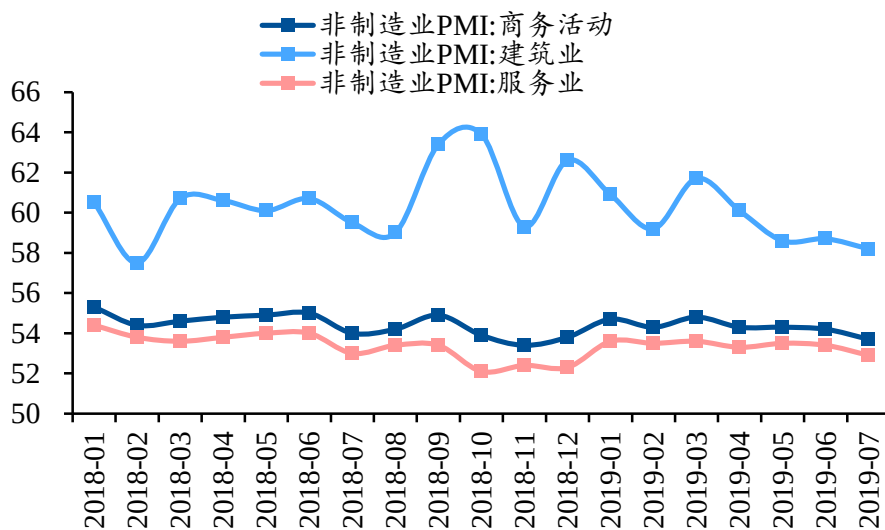


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、服务业和建筑业 PMI 小幅下降，依旧处于景气区间

建筑业和服务业运行平稳，继续位于扩张区间。7月建筑业 PMI 和服务业 PMI 分别为 58.2 和 52.9，均较上月回落 0.5 个百分点，使得整体非制造业商务活动回落 0.5 个百分点，录得 53.7（图 5）。其中，建筑业景气回落主要是受近期高温暴雨等影响，建筑生产有所放缓。服务业商务活动扩张放缓的主要拖累因素是批发业和金融业商务活动。根据从业人员指数来看，建筑业和服务业均有小幅回升，表面企业用工需求增加。值得注意的是，服务业新订单指数录得 49.7，为年内首次落入收缩区间。

图 5：非制造业 PMI 小幅下降，依旧处于景气区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

经济动能未能平稳接力。

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_11075

