

## 总量研究

## 制造业向下，服务业向上

## ——2021年7月PMI数据点评及债市观点

## 要点

## 事件

2021年7月31日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了7月中采PMI指数。7月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别为50.4%、53.3%和52.4%，比6月回落0.5、0.2和0.5个百分点。

## 点评

**制造业向下，且超季节性范围，结构上呈现生产回落、需求走弱、价格偏高、库存走高等特点。**7月制造业PMI为50.4%，比6月回落0.5个百分点，连续4个月回落，回落幅度加大，超出了季节变动的范围。生产指数持续回落。需求指数均有所走弱，内需并不稳健，外需指数持续回落。两项价格指数再次出现上升，企业所处的价格环境仍不友好，“保供稳价”尚处于半途。两项库存指数现“一降一升”组合，企业进入到被动补库存阶段的论据越来越多。不同规模企业分化更为明显，大宗商品带来的高成本以及需求走弱的影响已经开始扩散至中型企业。

**非制造业用工情况整体稍有改善；服务业向上，走出连续3个月回落态势。**7月非制造业PMI为53.3%，较6月回落0.2个百分点，连续两个月下降，但回落速度明显减慢。7月服务业商务活动指数为52.5%，比6月上升0.2个百分点，亦走出了连续3个月回落的态势。用工情况则整体稍有改善。7月非制造业从业人员指数为48.2%，比6月回升0.2个百分点，建筑业从业人员指数比6月上升1.8个百分点，服务业比6月下降0.1个百分点。

## 债市观点

对于后续债券投资，我们建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回归的思维。虽然近期10Y国债收益率在资金面和情绪的推动下低位运行，但从中长期看，国债收益率取决于经济基本面的大逻辑没有变化。我国经济长期向好的基本面并没有变，很难给收益率的下行提供充足的动力，10Y国债收益率重回3%以上是大概率事件。

## 风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

## 作者

**分析师：张旭**

执业证书编号：S0930516010001  
010-56513035  
zhang\_xu@ebsecn.com

**分析师：危玮肖**

执业证书编号：S0930519070001  
010-56513081  
weiwx@ebsecn.com

**分析师：李枢川**

执业证书编号：S0930521040004  
010-56513038  
lishuchuan@ebsecn.com

**联系人：方钰涵**

010-56513071  
fangyuhuan@ebsecn.com

**联系人：毛振强**

010-56513030  
maozhenqiang@ebsecn.com

## 相关研报

制造业需求内外有别，服务业恢复速度减慢——  
2021年6月PMI数据点评及债市观点  
(2021-06-30)

内外需均现连续回落，价格指数传递不畅——  
2021年5月PMI数据点评及债市观点  
(2021-05-31)

通胀压力减小，进一步验证主动补库存进入下半场——  
2021年4月PMI数据点评及债市观点  
(2021-04-30)

符合历史规律，未必构成趋势——2021年3月  
PMI数据点评及债市观点 (2021-03-31)

需求指数继续回落——2021年2月PMI数据点  
评及债市观点 (2021-02-28)

外需回落致需求减弱，小企业情况在改善——  
2021年1月PMI数据点评及债市观点  
(2021-01-31)

## 1、事件

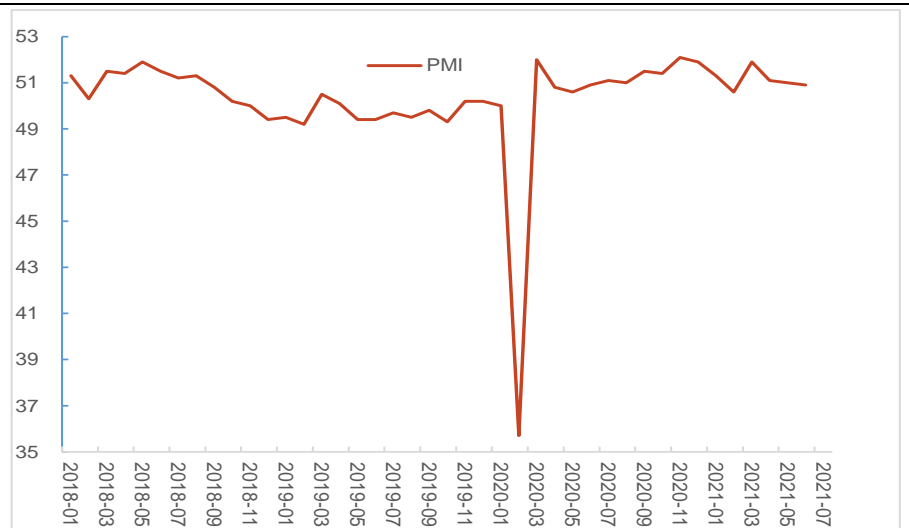
2021年7月31日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了7月中采PMI指数。7月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别为50.4%、53.3%和52.4%，比6月回落0.5、0.2和0.5个百分点。

## 2、点评

### 制造业向下，且超季节性范围，结构上呈现生产回落、需求走弱、价格偏高、库存走高等特点

7月份中国制造业采购经理指数为50.4%，比6月回落0.5个百分点，连续4个月回落，回落幅度加大（6月比5月回落0.1个百分点，5月比4月回落0.1个百分点）。从近年数据表现来看，2016、2017、2018、2019、2020年7月PMI指数环比6月分别变动-0.1、-0.3、-0.3、0.3、0.2个百分点，说明7月PMI没有太强的季节性特点（6月也有类似特点），本次0.5个百分点的下降，超出了季节变动的范围。

图表 1：7月制造业 PMI 较 6月回落 0.5 个百分点，下降幅度超过季节性范围

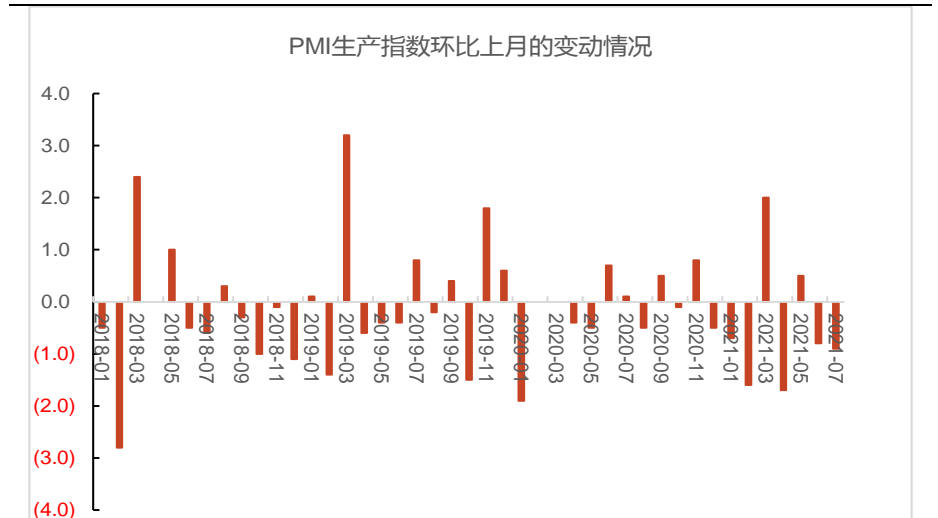


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

从分项的表现来看，7月制造业PMI整体呈现生产回落、需求走弱、价格偏高、库存走高等特点。

**生产指数持续回落。**7月PMI生产指数为51%，比6月回落0.9个百分点，加上6月回落0.8个百分点，PMI生产指数连续两个月出现明显下降。从历史数据来看，生产指数的频繁上下波动是常态，这其实是经济整体总需求不足、供给相对过剩，因此生产更易上下波动的反映。但连续两个月出现大幅下降，却非偶然。一方面，部分企业集中进入设备检修期，加之局部地区高温洪涝灾害等极端天气确实影响了企业生产，另一反面，价格指数偏高，需求整体走弱同样是不容忽略的因素（后文将具体阐释）。

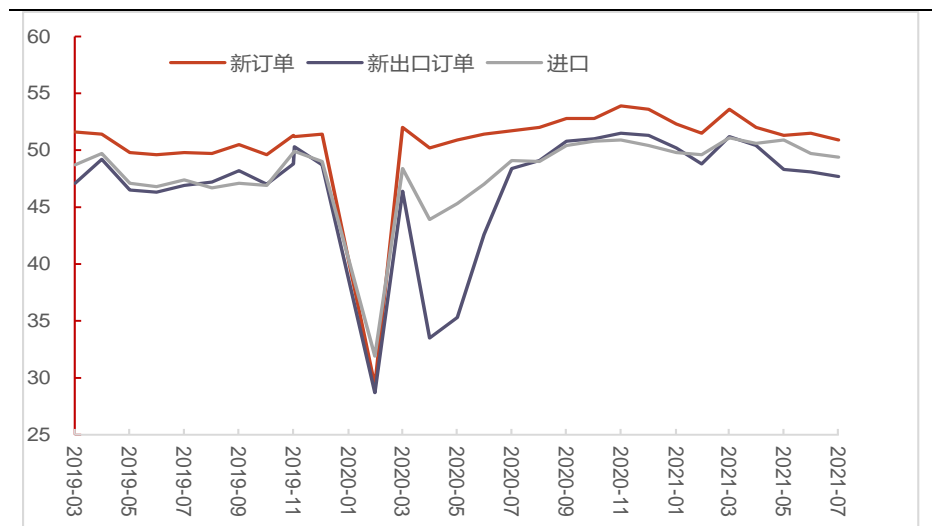
图表 2：6、7 月制造业生产指数均出现快速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：1) 纵轴单位为百分点；2) 剔除了2020年2、3月，当时由于疫情冲击，指数出现了剧烈波动。

**需求指数均有所走弱，内需并不稳健，外需指数持续回落。**7月新订单指数为50.9%，比6月下降0.6个百分点。4、5月新订单指数连续2个月回落，6月稍有上升，但7月再次下降，反映需求整体并不稳健。7月新出口订单指数为47.7%，比6月回落0.4个百分点，连续4个月下降，且是连续3个月处于荣枯线以下。出口新订单指数是出口的先行指标（一般领先一个季度左右），而7月进口指数仍然较高（为49.4%，高于2019、2020年全年48%、47.2%的均值）。结合进出口两项指数表现来看，一方面，我国进口走势跟随全球经济的恢复维持在较高水平，但是出口则在其他国家供给恢复、疫情再次扩散等因素影响下，我国供给优势持续减弱，后续出口走势并不乐观，经济需要更多从国内需求方面寻找动力。

图表 3：7 月需求指数内外有别，进口景气仍维持较高水平

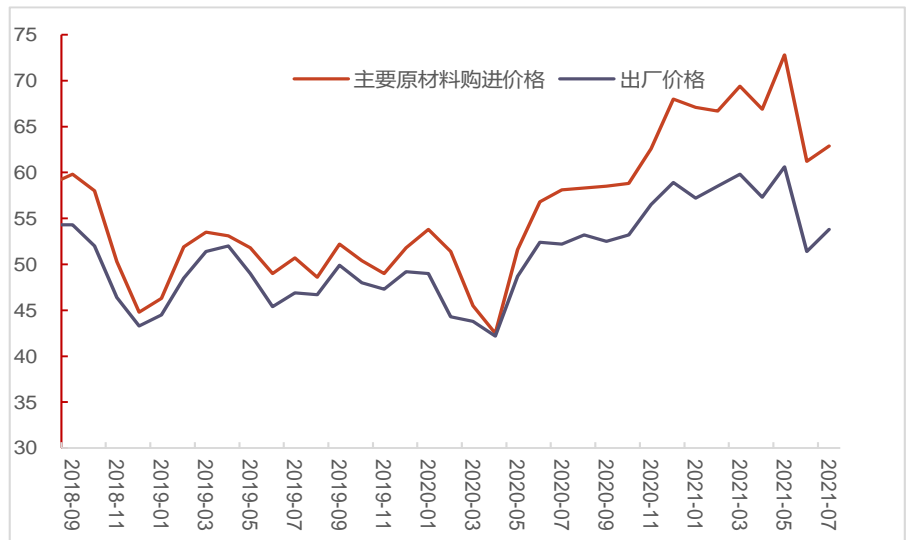


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

**两项价格指数再次出现上升，企业所处的价格环境仍不友好，“保供稳价”尚处于半途。**回顾前几个月价格指数走势，5月原材料购进价格和出厂价格指数均创近年高点，中下游企业的利润被挤占明显，因此决策层出台了一系列“保供稳价”政策。6月原材料购进价格和出厂价格指数分别为61.2%和51.4%，分别比5月下降了11.6和9.2个百分点，两项价格指数的差值仍维持在9.8个百分点的

高位。7月原材料购进价格和出厂价格指数分别为62.9%和53.8%，分别比6月上升了1.7和2.4个百分点，再次出现上升情况，说明价格整体仍处于高点。较高的成本是压制企业生产和市场需求的重要因素。7月出厂价格指数增幅超过原材料端，反映企业利润情况后续应有所改善。但整体来看，企业目前面对的价格环境仍不友好，“保供稳价”尚处于半途。

图表 4：7月两项价格指数再次回升

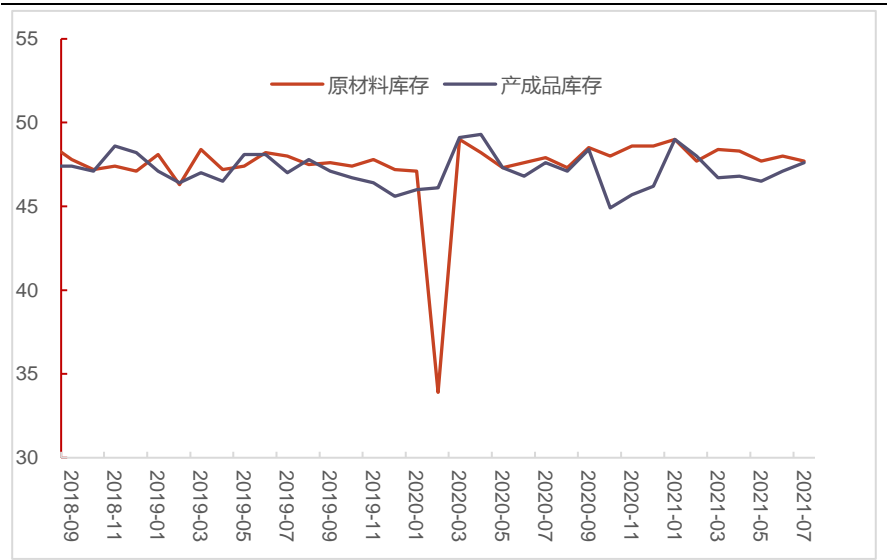


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

**两项库存指数现“一降一升”组合，企业进入到被动补库存阶段的论据越来越多。**6月原材料库存指数、产成品库存指数分别较5月上升0.3、0.6个百分点，7月较6月则分别变动了-0.3、0.5个百分点，两项库存指数现“一降一升”组合。在此前对6月规模以上工业企业利润数据点评中，我们指出，6月工业企业营收、产成品存货同比增速分别为18.1%、11.3%（5月分别为21%、10.2%），延续了“一降一升”的组合，强化了我们对于企业可能进入被动补库存阶段的判断。7月制造业PMI两项库存指数，原材料库存出现下降，我们认为高价格环境使得企业消耗原材料的速度超过补充速度，而成品端库存的上升，则反映需求的下降。整体来看，企业被动补库存的支撑越来越多。

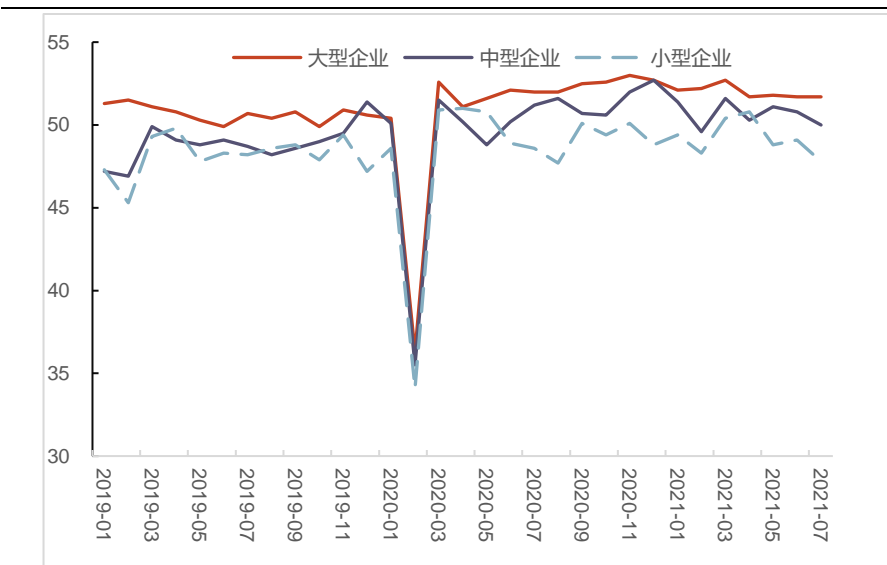
**不同规模企业分化更为明显，大宗商品带来的高成本以及需求走弱的影响已经开始扩散至中型企业。**回顾过去几个月不同规模企业的走势，大致可以认为，大中型企业走势同步性较好，也整体维持在高景气区间，而小企业景气相对较弱。从企业规模看，7月大型企业PMI为51.7%，与6月持平，继续高于荣枯线；中型企业PMI为50.0%，比6月回落0.8个百分点，位于荣枯线；小型企业PMI为47.8%，比6月下降1.3个百分点，持续处于荣枯线以下。一直以来，我们强调，小企业、个体户等经营情况是经济能够恢复到何种水平的关键，小企业PMI与整个PMI走势同步问题一直为市场所关心。而从7月数据来看，中型企业的经济景气也出现了明显的走弱，反映大宗商品带来的高成本以及需求走弱的影响已经开始扩散至中型企业。对照7月数据，我们也更容易理解7月30日政治局会议为何要重点强调“**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复**”。

图表 5：7 月原材料库存和产成品库存指数现“一降一升”组合



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

图表 6：7 月中小型企业 PMI 均出现一定走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

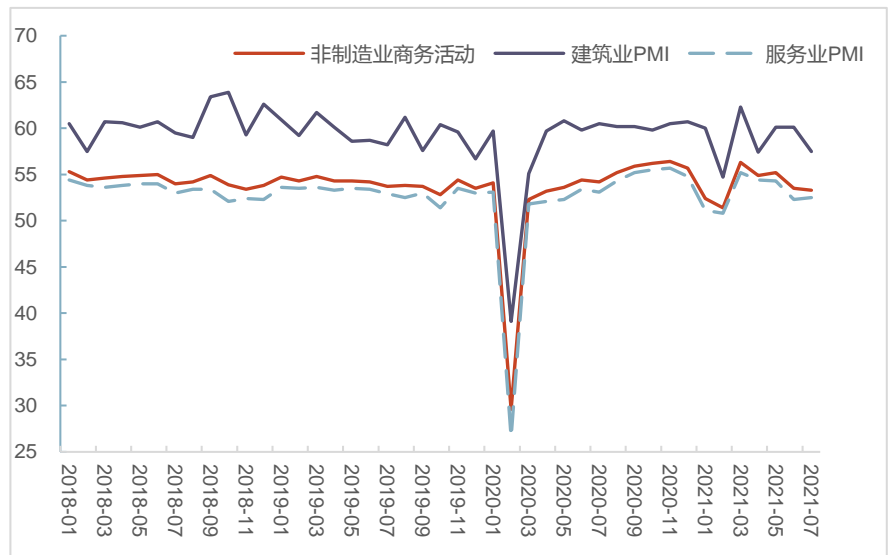
## 非制造业用工情况整体稍有改善；服务业向上，走出连续 3 个月回落态势

7 月非制造业商务活动指数为 53.3%，较 6 月回落 0.2 个百分点，连续两个月下降，但回落速度明显减慢（6 月比 5 月下降 1.7 个百分点）。梳理今年以来非制造业景气情况，今年 1、2 月非制造业商务活动指数出现连续下降，3 月因春节后产需加快释放，重新转升，4 月有所下降，5 月则重新出现回升，6 月则是加速下降，非制造业商务活动指数一直维持在高景气区间，但波动明显；7 月略低于 6 月 0.2 个百分点，但高于临界点，表明非制造业总体保持平稳扩张。

我们在 5 月 PMI 数据点评中指出，建筑业指数的波动是 1-5 月非制造业商务活动指数波动的主因，6 月建筑业商务活动相对平稳，但 7 月则再次驱动非制造业

商务活动下降。7月建筑业商务活动指数为57.5%，比6月下降2.6个百分点，下降明显。而7月服务业商务活动指数为52.3%，比6月上升0.2个百分点，则走出连续3个月回落态势。**从细项来看，需求变化仍是主导。**7月，建筑业新订单指数为50.0%，比6月回落1.2个百分点；服务业新订单指数为49.7%，比上月回升0.3个百分点。**用工情况则整体稍有改善。**7月非制造业从业人员指数为48.2%，比6月回升0.2个百分点，表明非制造业企业用工景气度略有改善；分行业看，建筑业从业人员指数为52.1%，比6月上升1.8个百分点；服务业从业人员指数为47.5%，比6月下降0.1个百分点。

图表 7: 7月建筑业和服务业 PMI 呈“一降一升”组合



资料来源: Wind, 光大证券研究所 纵轴单位为%

### 3、债市观点

7月以来，在资金面和情绪的推动下，10Y国债收益率下降明显，当前也处于低位运行。**对于后续债券投资，我们仍建议继续保持均值回复的思维，对基本面、宏观政策要有理性的预期，10Y国债收益率重回3%以上是大概率事件。**

**基本面方面**，二季度GDP 7.9%的同比增速比市场预期稍低，但可能并不差，两年平均增速比一季度提高了0.5个百分点，环比增速比一季度提升0.7个百分点；名义GDP两年平均增速为8%，从近3年表现来看也属于较高水平。需要注意的是，二季度GDP平减指数达到了5.7%，为2017年以来最高水平，说明通胀

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\\_24726](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24726)

