

固定收益研究/动态点评

2020年07月31日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究: 行稳后谋志远》2020.07
- 2《固定收益研究: 20200729 信用债日常跟踪》2020.07
- 3《固定收益研究: 供给压力仍待解, 利率下行存约束》2020.07

PMI 持续扩张, 企业生产信心增强

2020年7月官方PMI点评

核心观点

7月官方制造业 PMI 51.1%, 环比上升 0.2 个百分点, 第 5 个月处在荣枯线之上。PMI 指数维持扩张态势, 疫后生产赶工、需求回补、政策刺激的共振推动经济持续修复, 而国内局部疫情与水涝灾害并未对经济景气度带来显著影响。分项看, 外需继续改善、基建灾后加速, 企业对终端需求改善的预期较为强烈, 主动补库存倾向明显, 价格与盈利或正经历产业链自上而下改善。伴随经济逐步好转, 政策重心再平衡, 我们认为下半年货币政策回归中性, 强调精准导向, 房地产政策坚持“房住不炒”, 态度从紧从严, 而宽财政仍在发力阶段, 更注重落地见效。

供求继续回暖, 企业生产预期改善

7月生产指数 54%, 环比上升 0.1 个百分点; 新订单指数 51.7%, 环比上升 0.3 个百分点。除化纤及橡胶塑料制品外, 其余行业生产指数均处在扩张区间, 造纸印刷、电气机械、通信电子等制造业新订单持续高位扩张。当月新订单回升仍受出口订单环比增长拉动, 而连续 3 个月的订单改善, 有助于激发企业主动加库存的意愿。我们认为产成品累库的情况下, 生产指数走高更多体现企业预期层面的改善, 企业或对未来消费、基建、出口等需求增长保持乐观态度。小企业经营状况仍在恶化, 水涝因素存在扰动。

海外重启带动订单回暖, 关注大循环战略下的需求结构演变

7月新出口订单指数 48.4%, 回升 5.8 个百分点。海外经济渐进重启带动国内出口订单回暖, 但也可能削弱供给转移优势。国内大循环为主体的发展战略下, 逐步摆脱外需依赖、降低外部风险对内部发展的干扰, 可能会在未来的需求结构中得到体现。进口指数 49.1%, 回升 2.1 个百分点。基建地产投资扩张或拉动工业初级品进口。海外生产陆续恢复, 满足国内进口需求能力相应增强。我们预计下半年进口好于出口, 贸易顺差可能收窄。

生产需求推动材料涨价, 盈利或自上而下改善

7月原材料购进价格指数 58.1%, 上升 1.3 个百分点; 出厂价格指数 52.2%, 回落 0.2 个百分点。其一, 两者涨跌分化体现的是目前下游行业生产需求旺盛、好于终端消费, 这也说明企业对消费回暖的信心较强, 愿意提前生产备货, 也解释了当期产成品库存数据的攀升。其二, 上游盈利在加速改善, 石油加工、钢铁、有色等制造业价格处在较高景气度, 而下游盈利或暂时性受到挤压。我们认为企业盈利修复可能会是自上而下的过程。

劳动力供给增加, 失业率或短期冲高

7月制造业从业人员指数 49.3%, 上升 0.2 个百分点, 制造业生产扩张带动就业改善。从业人员 PMI 回升不能简单理解为失业压力的缓解。前者是反映企业用工情况的指标, 数据在招聘旺季或淡季存在季节性规律。国内高校集中在 6 月底毕业, 7 月份劳动力大量供给, 企业无法充分吸纳, 因此可能会出现从业人员 PMI 与失业率同步走高现象。

水涝影响削弱, 基建迎来加速期

7月建筑业 PMI 上升 0.7 个百分点至 60.5%, 中旬以来南方水涝开始减退, 水泥价格逐步止跌, 基建项目开始加快推进。据统计局, 7 月土木工程建筑业 PMI 为 62.5%, 走高 3.2 个百分点, 预示基建投资走强。我们认为, 气候因素对建筑业“短空长多”的逻辑已经进入“利多”阶段, 工程机械、建筑建材有望继续迎来需求改善。下半年财政加快资金投放或推动基建多个月份实现两位数同比增速, 地产投资在拿地开工支撑下或保有韧性。

风险提示: 政策超预期收紧、中美冲突升级。

2020 年 7 月官方 PMI 数据点评

7 月官方制造业 PMI 51.1%，上升 0.2 个百分点，第 5 个月处在荣枯线之上。PMI 指数维持扩张态势，疫后生产赶工、需求回补、政策刺激的共振推动经济持续修复，而国内局部疫情与水涝灾害并未对经济景气度带来显著影响。分项看，外需继续改善、基建灾后加速，企业对终端需求改善的预期较为强烈，主动补库存倾向明显，价格与盈利或正经历产业链自上而下改善。

伴随经济逐步好转，套利、房价、宏观杠杆率等政策后遗症开始受到关注，政策重心再平衡。7 月底政治局会议提出坚持结构调整的战略方向，完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。我们认为下半年货币政策回归中性，强调精准导向，同时房地产政策坚持“房住不炒”，态度从紧从严。而财政政策因预算安排周期、投资项目规划等因素，决策流程较长，一旦启动短期不会突然“踩刹车”，并且，外部国际形势依然复杂、内部疫情洪灾等揭示基建短板，宽财政仍在发力阶段，更注重落地见效。

供求继续回暖，企业生产预期改善

供需方面，7 月生产指数 54%，上升 0.1 个百分点；新订单指数 51.7%，上升 0.3 个百分点。据统计局，除化学纤维及橡胶塑料制品以外，其余行业生产均处在扩张区间。造纸印刷、电气机械、通信电子等制造业新订单持续高位扩张。库存方面，7 月原材料库存指数 47.9%，上升 0.3 个百分点；产成品库存指数 47.6%，上升 0.8 个百分点。

当月新订单回升仍受出口订单环比增长拉动，而连续 3 个月的订单改善，有助于激发企业主动加库存的意愿。我们认为产成品累库的情况下，生产指数走高更多体现企业预期层面的改善，当月采购量指数走高 0.6 个百分点至 52.4%、经营活动预期指数走高 0.3 个百分点至 57.8%，企业或对未来消费、基建、出口等需求增长保持乐观态度。

然而小企业经营状况仍在恶化，水涝因素存在扰动。7 月小型企业 PMI 为 48.6%，下降 0.3 个百分点，其中生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 46.8%，供需两端承压。据统计局，安徽、湖北、湖南、江西等地企业反映，洪涝灾害导致物流运输不畅，出现厂房、设备、存货浸水等问题，生产经营受到一定影响。

海外重启带动订单回暖，关注大循环战略下的需求结构演变

7 月新出口订单指数 48.4%，回升 5.8 个百分点。海外经济渐进重启，7 月美欧英 PMI 均回到 50%以上的扩张区间，带动国内出口订单回暖，有望改善企业预期、提振生产积极性。但我们认为伴随海外疫情控制与重启，出口面临的利弊因素此消彼长，上半年韧性主要得益于防疫物资出口拉动、国内疫情防控优势带来的海外订单转移等因素，而疫情控制与海外产能修复将削弱这一优势。从长远角度，国内大循环为主体的发展战略下，逐步摆脱外需依赖、降低外部风险对内部发展的干扰，可能会在未来的需求结构中得到体现。

7 月进口指数 49.1%，回升 2.1 个百分点。进口回升或存在三点理由，一是内需还在持续改善的过程中，并且我国资源能源品进口依赖度较高，基建与地产投资扩张难免会持续拉动工业初级品进口；二是海外生产活动陆续恢复，满足国内进口需求的能力相应增强；三是中方继续落实第一阶段中美经贸协议，由于疫情影响了前期采购进度，后续进口可能会加速。我们预计下半年进口可能好于出口，贸易顺差可能收窄。

生产需求推动材料涨价，盈利或自上而下改善

7 月原材料购进价格指数 58.1%，上升 1.3 个百分点；出厂价格指数 52.2%，回落 0.2 个百分点。其一，原材料价格反映生产需求、出厂价格反映终端消费需求，两者涨跌分化体现的是目前下游行业生产需求旺盛、好于终端消费，这也说明企业对消费回暖的信心较强，愿意提前生产备货，也解释了当期产成品库存数据的攀升。

其二，上游盈利在加速改善，据统计局表述，受下游行业需求回暖影响，上游产品价格涨幅明显，石油加工、钢铁、有色等制造业主要原材料购进价格与出厂价格指数均分别高于 63%、58%，处在较高景气度。而下游盈利或暂时性受到挤压。我们在 7 月 9 日《CPI 回升扰动，PPI 或自上而下改善》中指出，企业盈利修复可能会是产业链自上而下的过程。

部分物价信号值得揣摩：

一是，铜价已高于疫情之前，供给驱动或强于需求改善，经济景气指示作用弱化。铜在下游制造业与建筑业中应用广泛，是传统的经济晴雨表。但当前全球宏观环境明显弱于疫情之前，美日等多国经济重启步伐再因疫情受阻，国际油价也进入震荡盘整阶段，截至 7 月 31 日，布伦特油价同比-32.4%，跌幅仍大。说明目前铜价上涨更多由供给侧因素驱动，主要是智利、秘鲁铜企疫情恶化与工人罢工所致，如果供给恢复可能会抑制铜价表现。金融投机也对铜价起到助推作用，6 月以来 COMEX 铜的非商业净多头持仓规模快速增长。

二是，水泥与玻璃价格走势裂口加大，或反映当期地产投资韧性强于基建。水泥多用于室外、贮存与使用条件均受天气条件影响，基建与地产的需求相对均衡。玻璃用于室内，安装与气候条件基本无关，地产是主要需求来源。这两类建材价格涨跌分化可能意味着 7 月地产投资仍强于基建，尤其是下半年的地产竣工预期较好。

劳动力供给增加，失业率或短期冲高

7 月制造业从业人员指数 49.3%，上升 0.2 个百分点，制造业生产扩张带动就业改善；服务业从业人员指数 46.7%，回落 0.4 个百分点，洪涝、疫情反复等因素对线下接触式服务业影响较大；建筑业从业人员指数 56.2%，回落 1.2 个百分点，南方洪涝仍是主要扰动因素，但还维持在较高景气区间，相较于制造业与服务业，用工需求更为旺盛。

从业人员 PMI 回升不能简单理解为失业压力的缓解。前者是反映企业用工情况的指标，数据在招聘旺季或淡季存在季节性规律，每年 1 月、6 月环比多为负增，3 月、7 月环比多为正增，这与失业率表现恰恰相反，背后是劳动力参与率的问题。国内高校集中在 6 月底毕业，7 月份劳动力大量供给，企业无法充分吸纳，因此可能会出现从业人员 PMI 与失业率同步走高现象。

除了吸纳大学生就业压力之外，南方洪涝、新疆和辽宁等地再次出现本地疫情，都可能影响到当地招聘活动开展。我们认为 7 月失业率走高的压力较大，但尚以短期摩擦性失业为主，8 月会是更为关键的观察窗口，若失业率意外反弹至 6% 以上，可能会诱发财政与货币政策更加积极、稳就业政策多点发力。

水涝影响削弱，基建迎来加速期

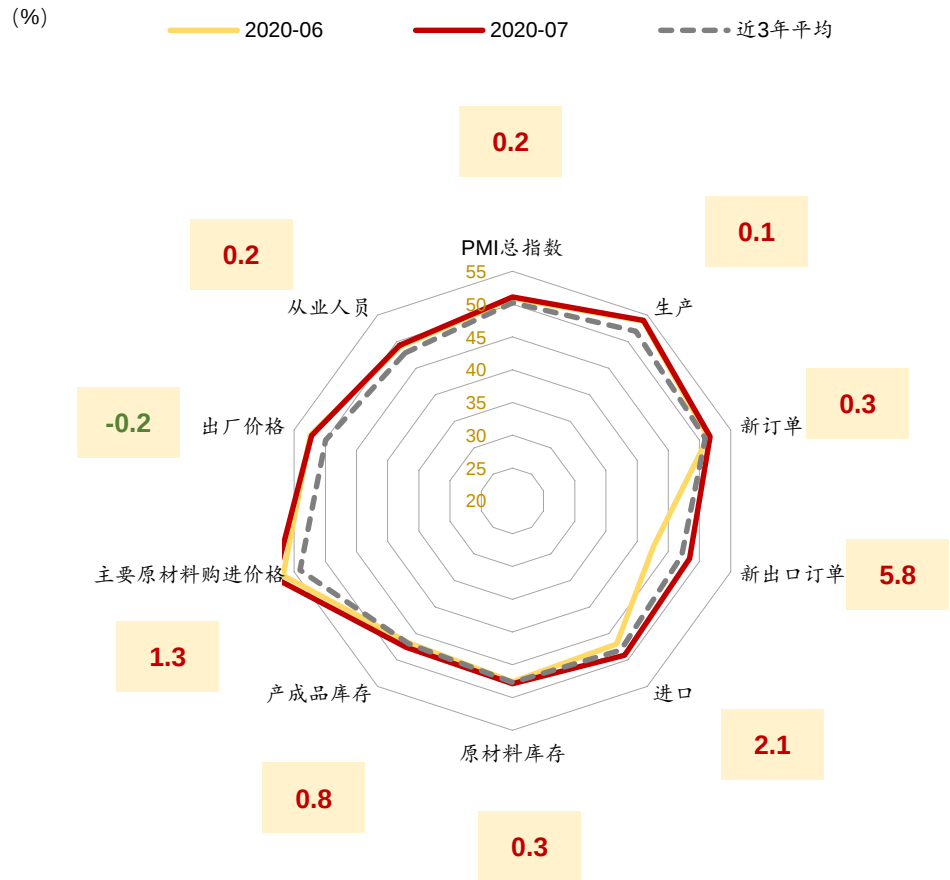
7 月建筑业 PMI 上升 0.7 个百分点至 60.5%，中旬以来南方水涝开始减退，水泥价格逐步止跌，基建项目开始加快推进。据统计局，7 月土木工程建筑业 PMI 为 62.5%，走高 3.2 个百分点，预示基建投资走强。我们认为，气候因素对建筑业“短空长多”的逻辑已经进入“利多”阶段，工程机械、建筑建材有望继续迎来需求改善。

基建方面，7 月国务院相继部署水利基建、新型城镇化、老旧小区改造等工作，给出投资指引。全年特别国债已完成发行，即将投入见效。7 月 30 日政治局会议要求宏观政策落地见效、财政注重实效。我们预计基建投资或进入加速期，下半年多数月份有望实现两位数同比增速。

地产方面，724 房地产工作座谈会释放了从紧从严的信号，多地限购限贷政策升级，央行等金融主管部门关注资金过度流向房地产领域，政治局会议坚持“房住不炒”不动摇。下半年商品房销售可能有所降温，但地产投资在供地加快、且拿地到开工环节压缩的要求下，或保有一定的韧性。

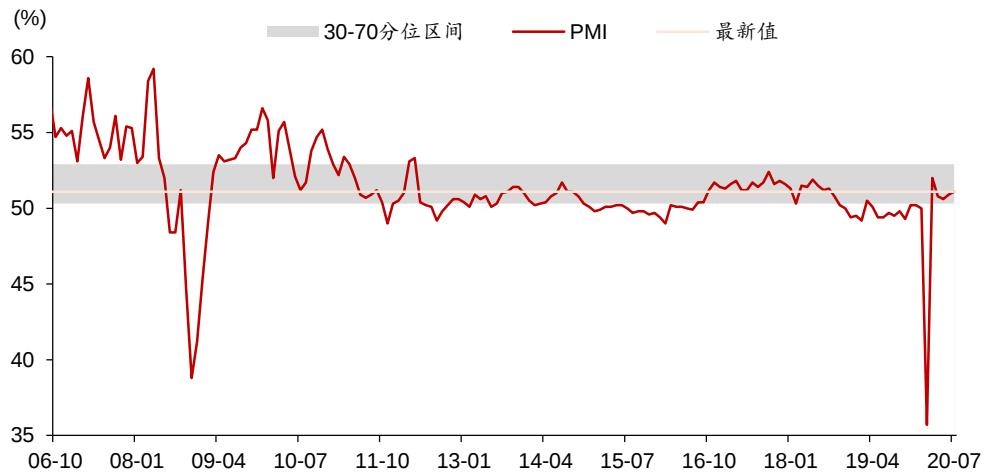
7 月 PMI 数据全览

图表1: PMI 环比变动概览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 制造业 PMI

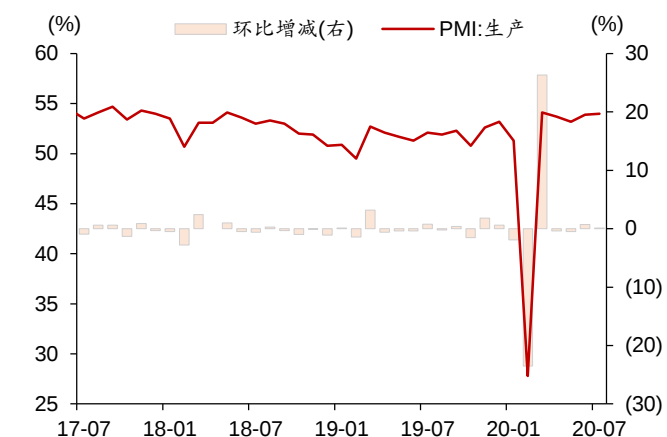


注: 分位区间为 2005 年 PMI 统计以来的数据分位

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

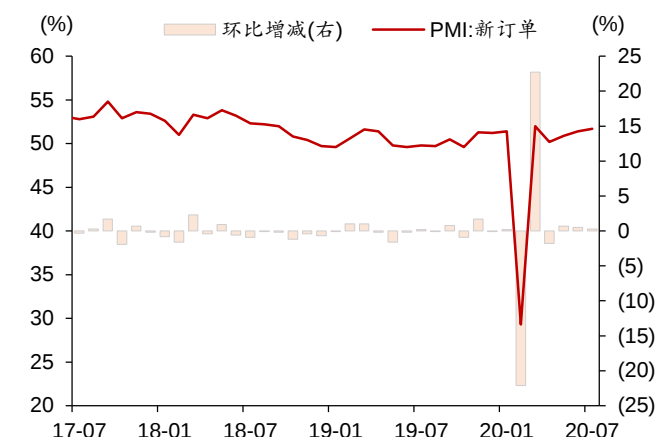
供求继续回暖，企业生产预期改善

图表3: PMI 生产指数回升



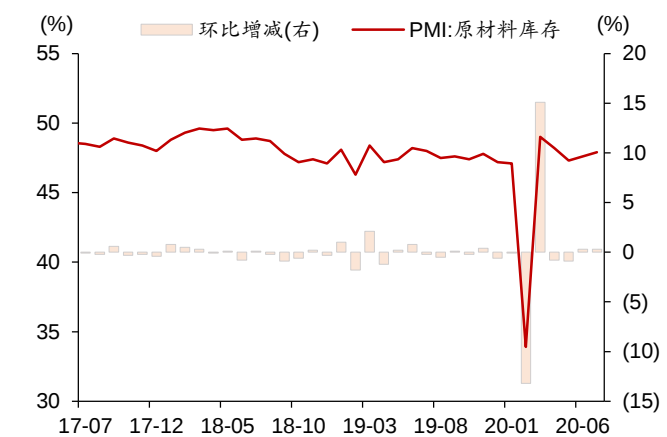
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: PMI 新订单指数回升



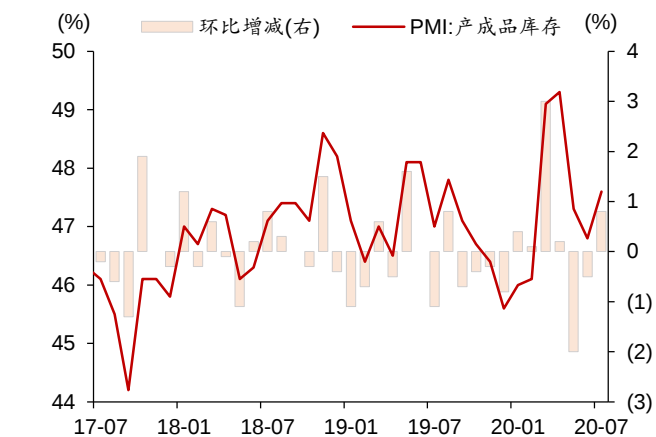
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: PMI 原材料库存回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

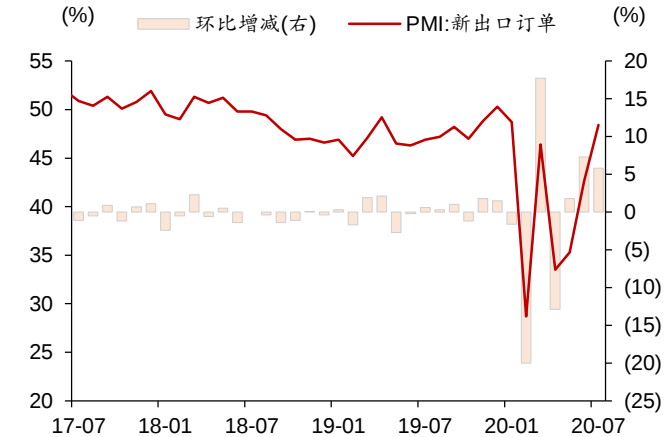
图表6: PMI 产成品库存回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

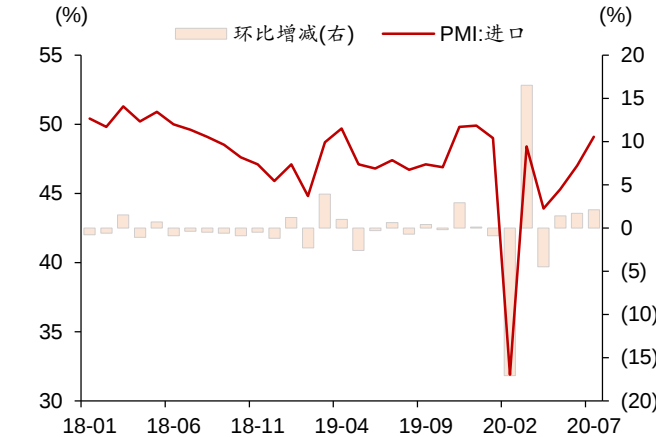
海外重启带动订单回暖，关注大循环战略下的需求结构演变

图表7: PMI 新出口订单指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

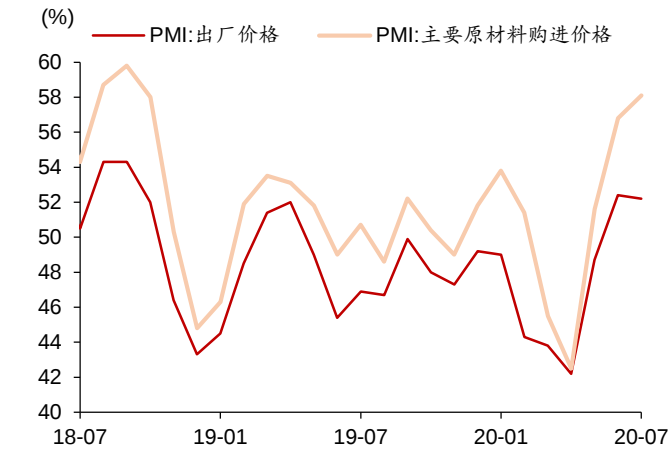
图表8: PMI 进口指数回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

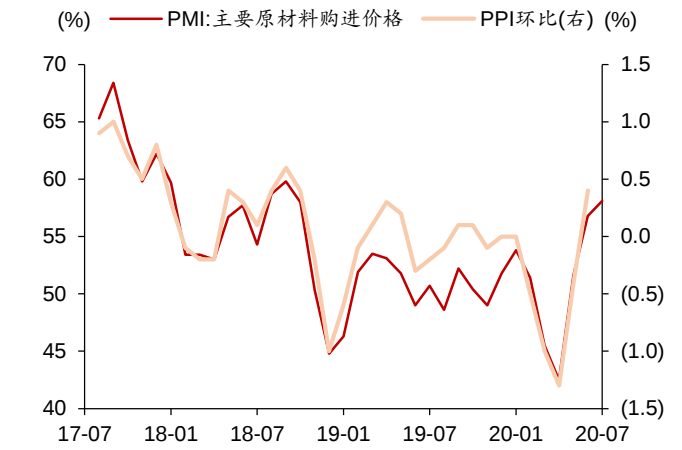
生产需求推动材料涨价，盈利或自上而下改善

图表9：PMI 主要原材料购进价格指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

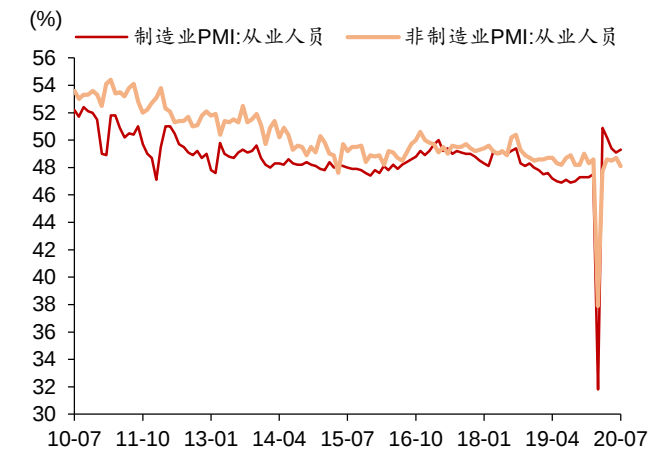
图表10：PMI 原材料价格与 PPI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

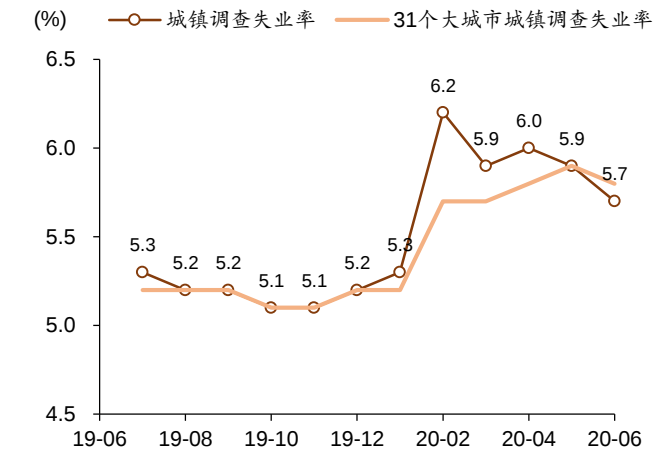
劳动力供给增加，失业率或短期冲高

图表11：PMI 制造业从业人员指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：关注就业指标



资料来源：Wind，华泰证券研究所

水涝影响削弱，基建迎来加速期

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_3562

