



2020 年 7 月 31 日

金信期货研究院

## 经济延续修复趋势，下半年政策边际收敛

——7 月 PMI 数据点评

黄婷莉

· 从业资格编号 F3073548

· 投资咨询编号 Z0015398

### 内容提要

统计局公布 2020 年 7 月 PMI 数据：中国 7 月制造业 PMI 为 51.1，预期 50.5，前值 50.9；中国 7 月非制造业 PMI 为 54.2，比上月回落 0.2 个百分点。

1、制造业保持扩张趋势，中国经济延续修复回升态势，生产端继续保持小幅改善的趋势，基建重大项目落地以及新出口订单继续回升支撑本月新订单的回暖。供求关系的持续改善下，企业生产预期指数继续走高，对终端需求改善预期强烈下企业采购回升明显，主动补库倾向明显。

2、海外经济重启带动出口订单回升，但仍处于荣枯线以下收缩区间。730 政治局会议提出“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”的政策基调和大政方针，在全球不确定性高企的当下，扩内需将成为接下来几年的政策重点。

3、下游行业生产需求旺盛带动上游产品价格上涨，而终端消费偏弱下出厂价格回升放缓，PPI 同比降幅有望延续收窄，环比上涨动能或有所减弱。

4、外需恢复程度有限、服务业恢复仍然偏弱、以及洪涝灾害影响下小企业景气度在荣枯线以下继续回落；制造业和服务业从业人员指数继续收缩，毕业季到来下失业率风险仍然高企，总量向好下结构性问题依然突出。

5、二季度以来，国内经济保持修复趋势，信用条件及货币政策的宽松是支撑经济修复的主要动力。730 政治局会议强调货币政策“更加灵活适度”下的常态化回归，“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”下信用扩张力度边际放缓，下半年财政政策和货币政策边际均有所收敛，但小企业景气度偏低以及就业形势严峻制约政策收紧幅度，下半年政策更加注重结构性精准导向投放，政策定调更多的是边际收敛而不收紧。

### 风险提示

货币政策超预期收紧，海外疫情二次爆发

请务必仔细阅读正文之后的声明



扫码关注获取更多资讯

### 统计局公布 2020 年 7 月 PMI 数据:

- (1) 中国 7 月制造业 PMI 为 51.1，预期 50.5，前值 50.9；
- (2) 中国 7 月非制造业 PMI 为 54.2，比上月回落 0.2 个百分点；
- (3) 综合 PMI 为 54.1%，环比降 0.1 个百分点；

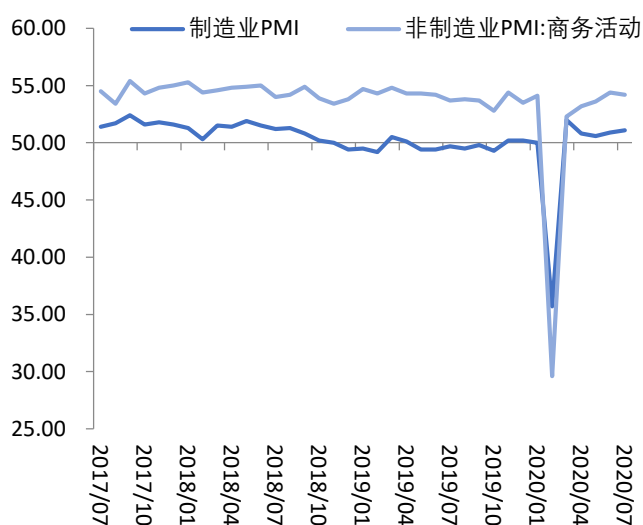
## 一、制造业保持扩张，供求继续回暖

7 月制造业 PMI 为 51.1，较上月回升 0.2 个百分点，连续 5 个月位于荣枯线以上，显示中国经济继续保持修复回升态势。且在调查的 21 个行业中，有 17 个行业 PMI 高于临界点，较上月增加 3 个，景气范围有所扩大。

7 月制造业供求继续改善，生产端继续保持小幅改善的趋势，供给端修复较为显著，除化学纤维及橡胶塑料制品以外，其他行业生产指数均处于扩张区间，纺织服装服饰、木材加工等制造业疫情以来首次回到荣枯线上方。需求端持续 3 个月回升，基建重大项目落地以及新出口订单继续回升支撑本月新订单的回暖，纸印刷、电气机械器材、计算机通信电子设备等制造业新订单指数扩张速度加快，海外尤其是欧洲疫情好转下外需修复支撑新出口订单继续快速回升，但仍处于荣枯线以下收缩区间。

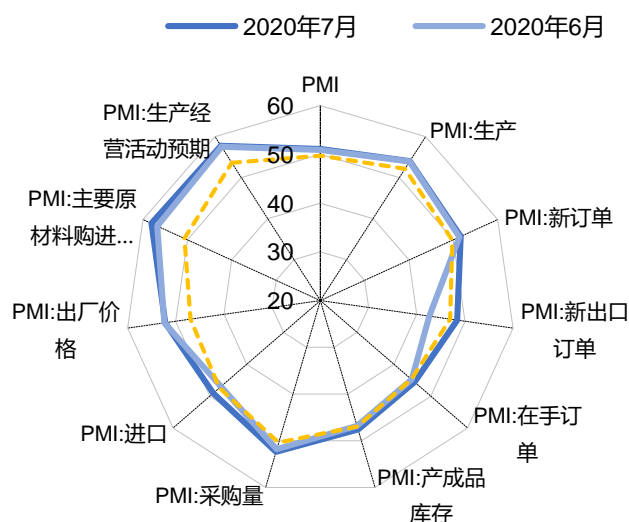
供求关系的持续改善下，企业生产预期指数继续走高，企业采购回升明显，产成品库存指数向上，对终端需求改善预期强烈下主动补库倾向明显。

图 1：7 月官方 PMI 指数



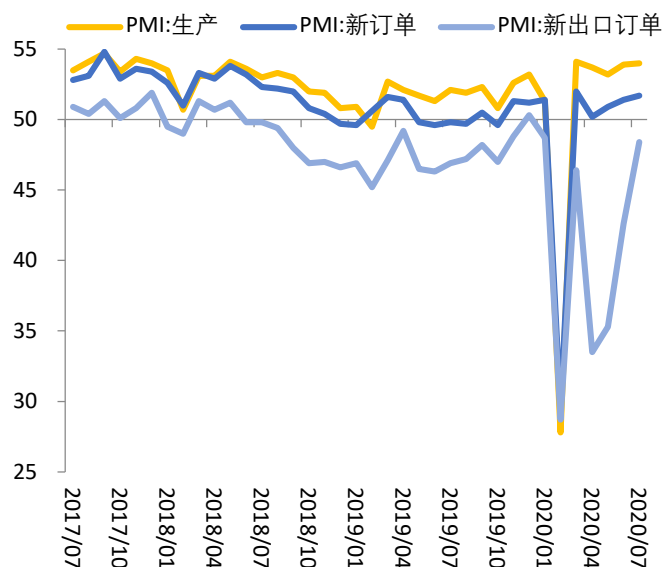
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2：官方制造业 PMI 分项



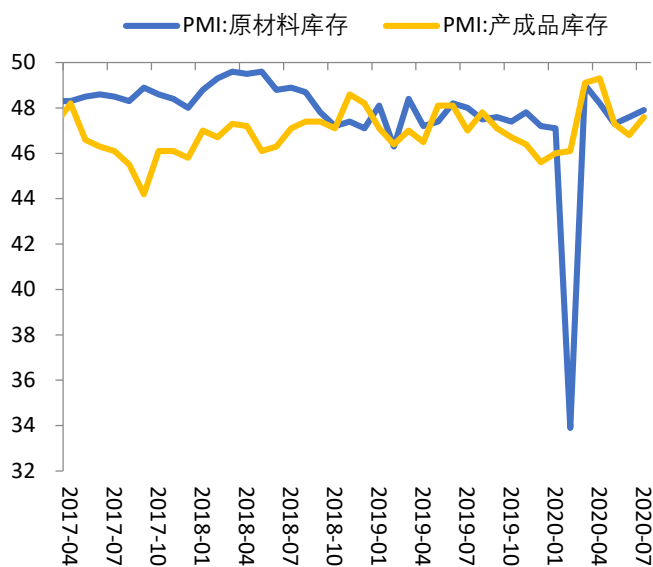
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3：生产和新订单指数



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 4：原材料和产成品库存指数



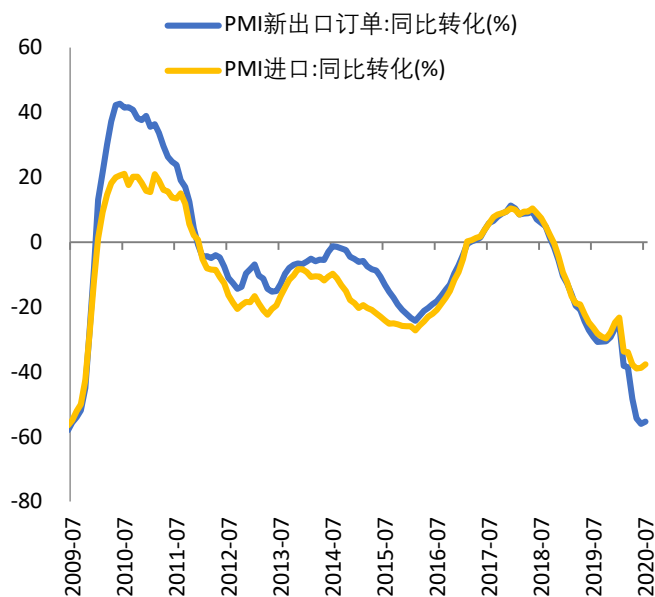
资料来源：Wind，金信期货研究院

## 二、海外经济重启带动出口订单回升，大循环战略下扩内需成为政策重心

7 月新出口订单延续上月的快速回升趋势，但仍处于荣枯线以下收缩区间，海外尤其是欧洲疫情好转下外需继续修复。海外经济渐进重启下，7 月美欧英 PMI 均回到 50 以上的扩张区间，带动国内出口订单加快回升，但海外尤其美国疫情仍处于爆发状态，出口订单仍处于 50 以下的收缩区间。

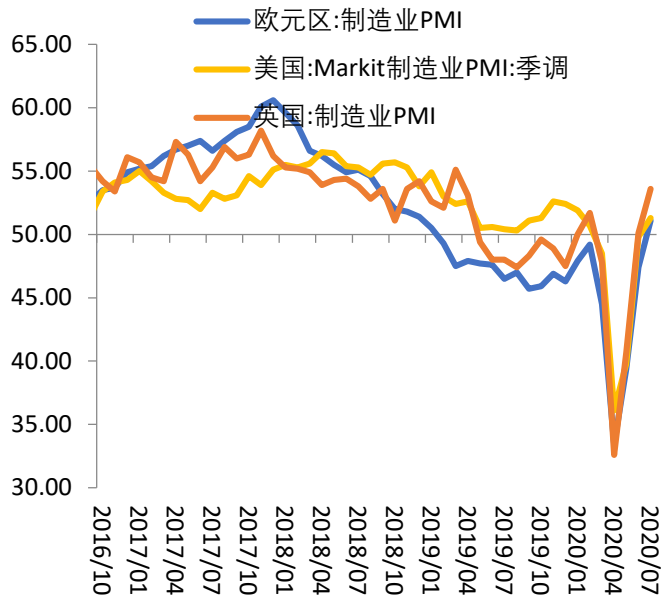
**大循环战略下扩内需成为政策重心。**730 政治局会议提出“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”的政策基调和大政方针，在全球不确定性高企的当下，扩内需将成为接下来几年的政策重点，进一步降低外需依赖度及外部风险对内部发展的负面影响。

图 5：新出口订单和进口指数 PMI 同比转化 (%)



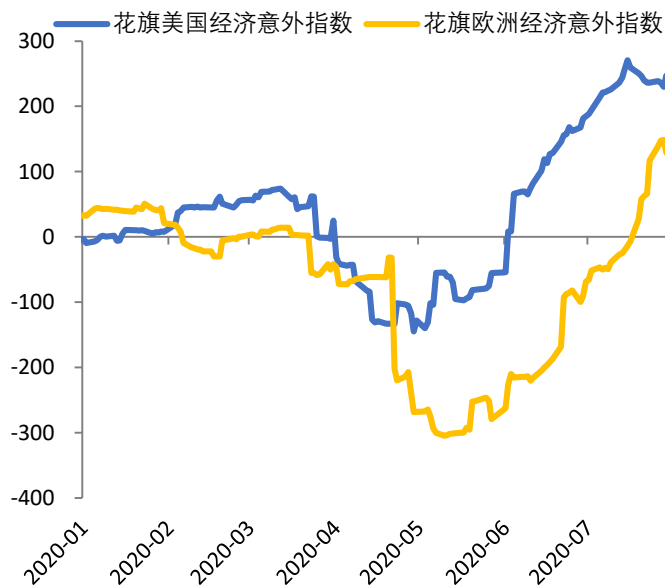
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 6：美欧英制造业 PMI



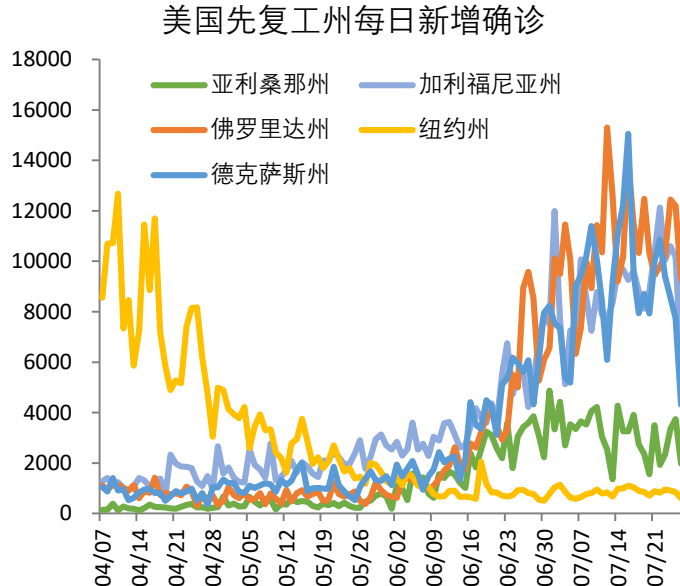
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 7：花旗经济意外指数



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 8：美国先复工州每日新增确诊



资料来源：Wind，金信期货研究院

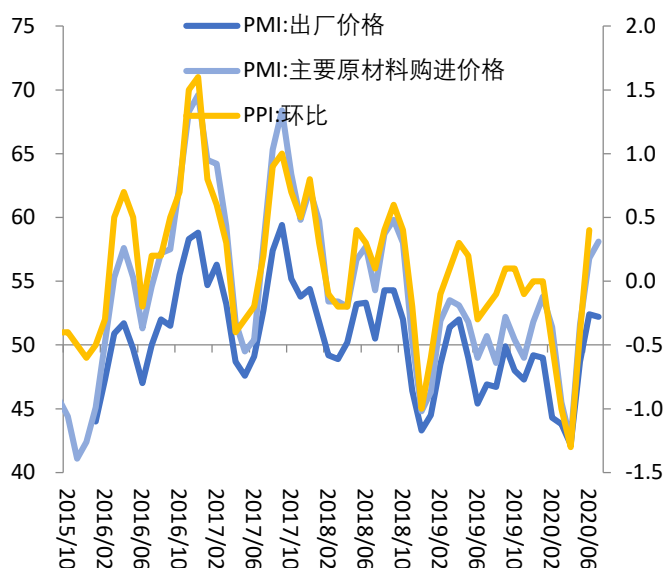
### 三、下游生产带动价格上涨，PPI 同比降幅有望延续收窄

下游行业生产需求旺盛带动上游产品价格上涨，而终端消费偏弱下出厂价格回升放缓，PPI 同比降幅收窄过程中环比上涨动能或有所减弱。

主要原材料购进价格指数升至近期高点，出厂价格小幅回落，受下游行业生产需求回暖影响，企业提前生产备货，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价格景气度较高，上游盈利加速改善。

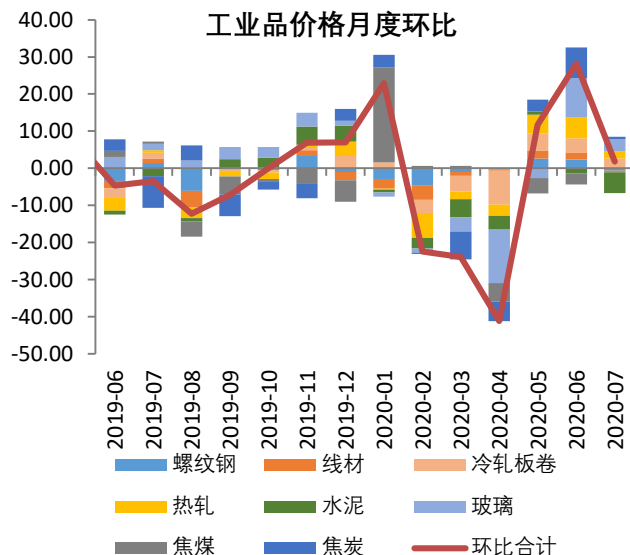
但终端消费偏弱下出厂价格回升放缓，下游企业盈利受到一定挤压。7 月工业品价格上涨有所放缓，PPI 同比降幅收窄过程中环比上涨动能或有所放缓。

图 9：原材料购进和出厂价格指数



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 10：工业品价格月度环比（%）



资料来源：Wind，金信期货研究院

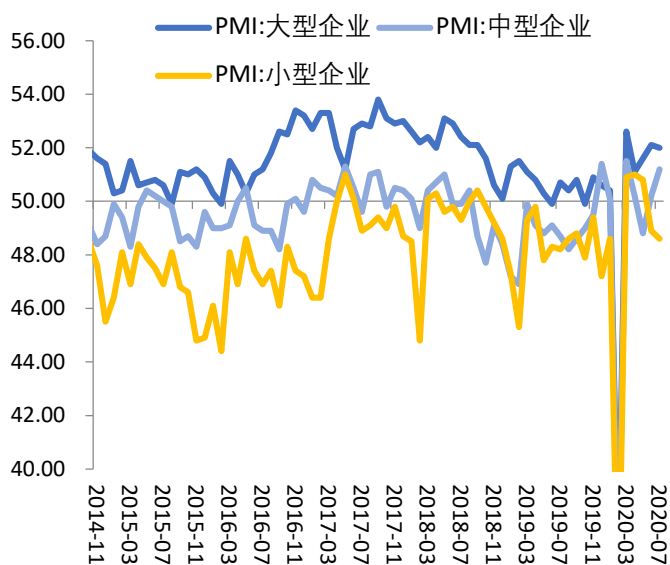
### 四、小企业 PMI 荣枯线以下继续回落，总量向好下结构性问题依然突出

外需恢复程度有限、服务业恢复仍然偏弱、以及洪涝灾害影响下小企业 PMI 连续三月走低，7 月回落至 48.6%，继续处于收缩区间，且供需两端均继续承压。一方面，外需恢复程度有限，仍处于收缩阶段，对处于出口产业链上的小企业产生持续负面影响；

另一方面，服务业恢复仍然偏弱，同样影响下游中小企业生产经营状况。而洪涝灾害也存在一定影响，物流运输不畅以及厂房、设备、存货浸水等问题，企业生产经营受到一定影响。

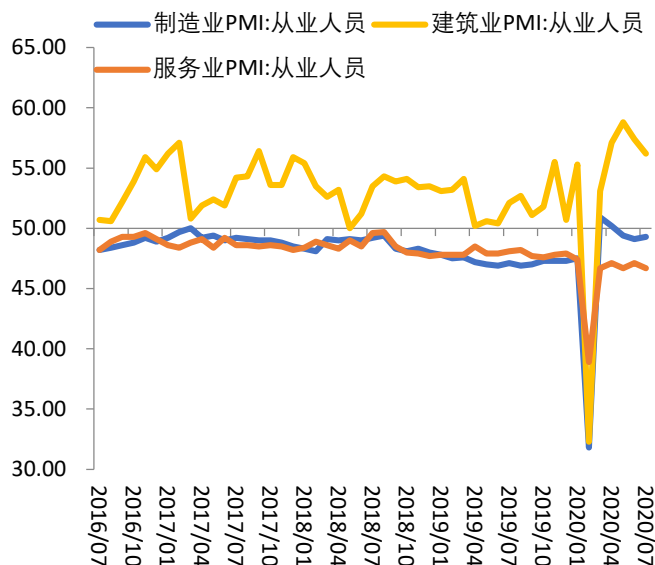
制造业和服务业从业人员指数继续收缩，毕业季到来下失业率风险仍然高企，总量向好下结构性问题依然突出。洪涝灾害下施工进度放缓，7月建筑业从业人员指数高位回落，但基建托底及地产韧性下，建筑业用工需求整体旺盛。服务业从业人员在荣枯线以下继续小幅回落，疫情防控常态化下线下服务业影响仍然较大。毕业季到来下劳动力供给明显增加，失业率仍有攀升风险。

图 11：大中小型企业 PMI



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 12：从业人员指数



资料来源：Wind，金信期货研究院

## 五、下半年政策边际收敛，结构性政策成为主角

二季度以来，国内经济保持修复趋势，信用条件及货币政策的宽松是支撑经济修复的主要动力。730 政治局会议强调货币政策“更加灵活适度”下的常态化回归，“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”下信用扩张力度边际放缓，下半年财政政策和货币政策边际均有所收敛，但小企业景气度偏低以及就业形势严峻制约政策收紧幅度，下半年政策更加注重结构性精准导向投放，政策定调更多的是边际收敛而不收紧。

## 六、风险提示

货币政策超预期收紧，海外疫情二次爆发

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。