

中国宏观策略研究

PMI 小幅回落，总体平稳

2017年7月31日

● **PMI 指数小幅回落：**今天统计局公布的7月份制造业采购经理人指数，相比上个月出现小幅回落，下降0.3个百分点至51.4%。在构成PMI指数的五项指数中，除了从业人员指数出现小幅反弹之外，其他都出现了不同程度的下降（供应商配送时间指为逆指数，在合成PMI综合指数时进行反向运算）。其中，生产指数下降幅度最为明显，幅度达0.9个百分点。除了需求段有所走软之外，7月份全国大范围持续晴热高温、部分地区遭受暴雨洪涝灾害，一些企业例行设备检修，这些天气原因也是导致制造业生产活动有所放缓的重要原因。鉴于生产经营活动预期指数连续第三个月小幅改善，预计未来工业生产维持平稳增长态势是大概率事件。

● **需求有走软的迹象：**反映未来国内需求和海外需求的“新订单指数”和“新出口订单指数”双双回落，幅度分别为0.3和1.1个百分点。反映内需相对平稳，但支撑中国经济在上半年超预期的重要因素——外需——短期内出现走软的迹象，这已经提前反映在6月份的出口经理人指数高位回落。全球经济复苏在下半年对中国出口拉动效应的可持续性有待观察。“产成品库存指数”连续第三个月下降，反映需求面依然平稳，维持去库存态势。7月以来上游煤价、钢价再次出现明显上涨，导致“购进价格指数”出现大幅跳升，从上个月的50.4%升至57.9%，预计7月份PPI环比增速可能会由负转正。由于中下游行业对上游原材料价格上涨的消化能力有限，因此在原材料采购方面相对谨慎，反映在7月份“采购量指数”小幅上升0.2个百分点至52.7%，导致原材料库存微降0.1个百分点至48.5%。最近两个月大型企业PMI指数持续反弹，但中小型企业持续回落，特别是7月份中型和小型企业的PMI指数再次跌至50以下。供给侧改革导致目前受益于上游原材料价格上涨的大部分为大型企业，而承受成本上升压力的中下游企业里中小型企业依然占比较高，因此出现大型和中小型企业景气度此消彼长的现象。

章俊

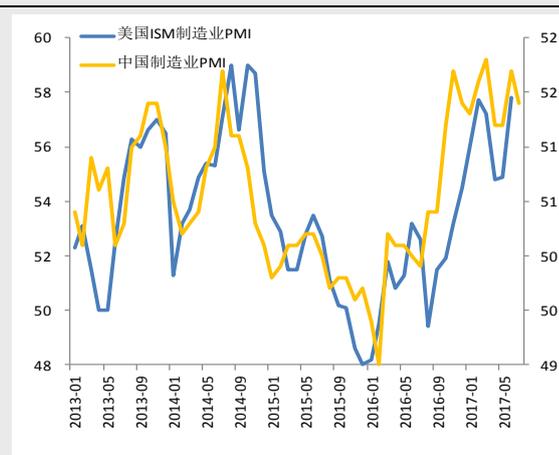
首席经济学家

联系方式：

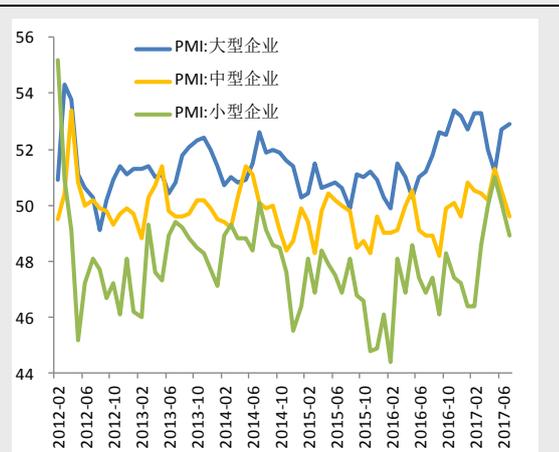
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：中美 PMI 同步性较高



图表 2：大型企业反弹



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

- 上半年经济超预期受益于内需平稳和外需拉动，但增长动能下半年是否可持续称为市场争论的焦点。从7月PMI指数来看，虽然制造业大体平稳，但终端需求已经有走软迹象。考虑到7月数据，特别是生产数据受天气因素影响较大，工业生产是否拐点已现有待进一步观察。虽然海外需求复苏在短时间内不会出现趋势性逆转，但在全国金融工作会议上定下的防控金融风险的政策基调下，金融去杠杆和房地产调控的滞后效应会在下半年逐步显现，因此房地产投资增速会进一步回落，同时基建投资增速超预期的概率不大。终端需求走软会推动本轮补库存需求进入尾声，工业生产活动也会随之放缓。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。