

PMI 跌破荣枯线，内外需延续弱势

——7月 PMI 数据点评

上海浦东发展银行金融市场部

高级分析师：李瑞敏

电话：(8621) 61614319

事件：国家统计局8月1日公布数据显示，中国7月官方制造业PMI为49.9，比上月下降0.1个百分点，创五个月新低，预期50.0，前值50.0。

点评分析：

(1) PMI 跌破荣枯线，内外需求均弱。7月份制造业PMI为49.9%，比上月下降0.1个百分点，跌破荣枯线，创五个月新低。从反映需求的指标看，本月新订单指数为50.4%，低于上月0.1个百分点，连续4个月回落。新出口订单指数为49.0%，比上月下降0.6个百分点，连续4个月回落，显示出市场需求增速放缓，扩张动力不足。内需疲弱可能与固定资产投资增速下滑有关，1-6月份固定资产投资同比增长9.0%，比1-5月份回落0.6个百分点，其中民间投资增速继续回落，由1-5月份的3.9%回落到1-6月份的2.8%。外需疲弱主要受全球经济增长疲软、欧美等贸易保护措施等因素影响。从反映供给的指标看，本月生产指数为52.1%，比上月回落0.4个百分点，其中江苏、安徽、湖北、河北等地的生产指数回落幅度较大。受超强厄尔尼诺现象影响，强降雨席卷我国大部分省市，特别是长江中下游部分地区洪涝灾害严重，对这些地区的生产、运输等造成较大影响。传统行业继续化解产能，压缩生产。高耗能行业PMI为47.7%，比上月下降0.5个百分点，连续4个月下行。

(2) “国进民退”现象加剧。继上月大中小企业分化之后，本月分化再度加大。本月大型企业PMI为51.2%，比上月上升0.2个百分点，持续高于临界点；中、小型企业PMI分别为48.9%和46.9%，比上月下降0.2和0.5个百分点，连续两个月回落，这也是本月PMI回落的主要因素。大型仍处于扩张区间，中、小型企业持续位于收缩区间。十三五规划中大型开发建设项目，尤其是“铁公基”等项目主要由国有大型企业承担，而中小企业很难分得一杯羹，从而出现“国进民退”现象。与此对应的是，近民间固定资产投资增速的延续下滑，也印证了“国进民退”的现象。预计后期随着国家对民间投资下滑的重视和各项举措的陆续出台，民间投资回落速度将有所放缓，“国进民退”会有所缓解。近期国务院常务会议多次进行专门部署，从发布《关于深化投融资体制改革的意见》，到下发《国务院办公厅关于进一步做好民间投资有关工作的通知》，一系列改进措施正在陆续出台。

(3) 预计工业继续延续弱势。一是7月26日政治局会议再次强调落实“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大重点任务，要采取正确方略和有效办法推进五大重点任务。总体上去产能背景下，工业弱势难改。同时，首次提出要抑制资产泡沫，未来货币宽松和融资增长亦会受到影响，信贷难以明显反弹。二是固定资产投资增速的下滑加大了工业企业经营压力。从投资的主要门类看，除基建投资增速呈现上升之外，工业投资、房地产开发投资、民间投资均呈现下滑。去产能和供给侧改革背景下，工

业投资持续承压；企业利润改善艰难，民间投资自主增长动力不足；房地产火热阶段已过，中央提出抑制资产泡沫，预计房地产投资将会回落，逐步回归供需基本面。三是企业的担忧情绪仍然较重。本月官方制造业 PMI 生产指数下滑，采购量指数与上月持平，反映出企业对后期增长的担忧。

(4) 从宏观政策来看，7月26日政治局会议要求全面落实“三去一降一补”和首次“抑制资产泡沫”之后，下半年货币政策宽松空间有限，但不应有过多期待，宏观政策的重心转向财政无疑，近期全球宏观政策也有向财政政策倾斜的趋势。从经济层面看，房地产和基建继续支撑二季度总需求，加上相关领域消费、服务的增长，二季度 GDP 增速维持在 6.7%。但是，房地产泡沫程度高，对总需求的拉动难以延续，经济下行压力下半年大于上半年。7月26日政治局会议首次讨论资产泡沫，很可能指向房地产泡沫。从租金回报率和房地产市值/GDP 的指标看，房地产泡沫已十分高。一是住宅市场与 GDP 之比估算超过 200%，已超过 2005 年美国房地产泡沫时最高的 172%。二是资产回报率低。以 6 月份数据计算，70 个大中城市一线城市除广州外，都在 2% 以内，二线城市普遍在 3% 以内，三、四线城市在 3-4.7% 之间。国际上大中城市，租金回报率主要在 4-6%。日本经历了近 30 年房价下跌之后，租金回报率在 8% 左右。美国 31 个大中城市在 3.3-6.7% 之间，中值为 5%。房地产下半年若无法在稳增长中发挥重要作用，那么经济将有进一步下行压力。但总体上，我们认为，下行过程应该是缓慢的，同样不必过分悲观，下半年预计 GDP 增速仍能达到 6.6%。

免责声明

本报告为内部交流使用；本报告基于我们认为可靠的已公开信息，但我们不保证该信息的准确性及完整性，客户也不应以为该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中的信息及表达的意见并不构成任何要约或投资建议，我们也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告的相关研判主要是基于分析本人的知识和倾向而作出的。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与本行业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告使用者独立做出评估，我行和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上加以理解，并不含有任何道德或政治偏见，报告阅读者也不应从道德或政治角度加以解读，我行和分析者本人对任何基于道德或政治角度理解所可能引起的后果不承担责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。本报告的版权仅为本行所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为浦东发展银行金融市场部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。