

宏观对冲供需压力 工业品或仍有利好

核心观点及内容摘要

肖利娜

宏观经济分析师

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

宏观战略研究中心

一德期货研究院

邮箱：xiaolina132@163.com

电话：（022）59182509

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

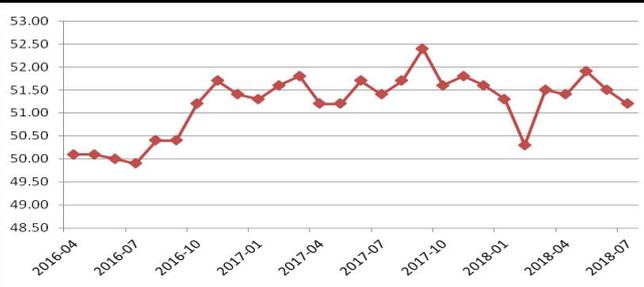
邮编：300042

- 7 月，中国官方制造业 PMI 较 6 月环比下降 0.3%至 51.2%，不及 51.3%的市场预期，对中采 PMI 进行同比转化计算，7 月 PMI 同比较二季度呈现放缓，制造业景气扩张或开始拐头。
- 7 月，国内制造业扩张再度放缓，分项指标环比普遍回落，显示三季度国内经济增长压力增大。生产指数和新订单指数的回落幅度均较上月加大，是 7 月制造业 PMI 环比再度下降的主要影响因素。
- 需求方面，目前外需压力相对缓和，美国对中国的 7 月关税制裁影响还未体现，但内需压力依旧较大，积极财政政策，支持扩内需，效果还有待观察。
- 在业集中度提升的背景下，中小企业受内需下滑影响较大，目前制造业景气尚可则主要是受大型企业的支撑，但受贸易环境趋严影响，后续保持持续扩张也面临较大压力。
- 价格方面，在 7 月制造业供求扩张双双放缓的情况下，价格指数的全面回落表明制造业需求端压力进一步上升，预计 7 月 PPI 环比增速将明显收窄，同时 7 月 PPI 同比增长亦将放缓。
- 库存方面，2018 年以来，受到工业品价格高位及政策性限产的结束，原材料库存整体回升，与此同时，产成品库存随之同步上涨，表明终端需求增长并不强劲。尽管 6 月制造业企业原材料库存出现明显下降，但 7 月又有所回升，或显示出制造业企业在需求疲弱的环境下仍处于被动补库。
- 7 月制造业 PMI 回落，三季度开始国内制造业扩张开始放缓，在供给收缩主导经济景气承压的背景下，7 月外需相对缓和而内需压力较大，后期在中美贸易关税制裁实施影响下，三季度外围环境不容乐观，出口压力加大，而下半年国务院要求积极财政政策，扩内需调结构，推进基建项目，这是通过宏观政策对冲外部冲击和国内压力，或将提振内需预期，减缓经济下行压力。若需求预期能逐步兑现，供给收缩主导下，基建拉动相关工业品价格仍会延续强势。
- 对于金融资产来说，经济景气承压，供需压力较大，外围环境严峻，而资金面政策性宽松，效果仍需后续验证，股指方面要寻求结构性机会，而债市仍在调整阶段。

1. 制造业 PMI 全面回落 景气扩张或将拐头

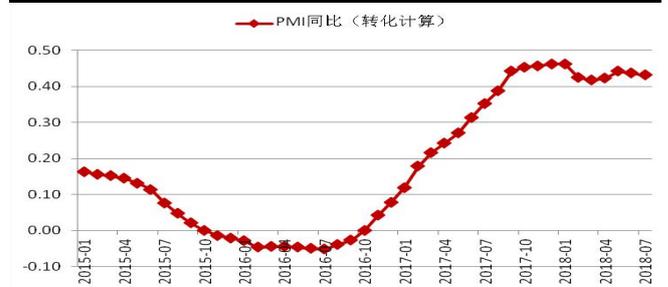
7 月，中国官方制造业 PMI（中采制造业 PMI）较 6 月环比下降 0.3% 至 51.2%，不及 51.3% 的市场预期（见图 1），对中采 PMI 进行同比转化计算，7 月 PMI 同比测算 0.43，较二季度呈现放缓，制造业景气扩张或开始拐头（见图 2）。

图 1：中采制造业 PMI



资料来源：wind

图 2：中采制造业 PMI 同比转化



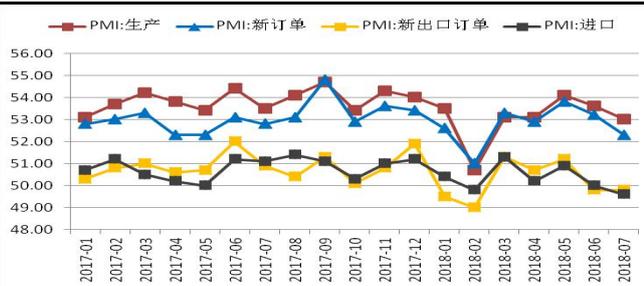
资料来源：wind

2. 供给收缩压力持续 需求疲弱拖累价格

7 月，国内制造业扩张再度放缓，分项指标环比普遍回落，显示三季度国内经济增长压力增大。主要扩散指数中，生产指数和新订单指数的回落幅度均较上月加大，是 7 月制造业 PMI 环比再度下降的主要影响因素。7 月制造业生产指数环比下降 0.6% 至 53%，新订单指数环比下降 0.9% 至 52.3%（见图 3），显示在供给收缩主导的背景下需求压力增大。需求方面，新出口订单指数与上月持平在 49.8%，而进口指数回落 0.4% 至 49.6% 的年内低点，跌破枯荣分界线（见图 3），显示目前外需压力相对缓和，美国对中国的 7 月关税制裁影响还未体现，但内需压力依旧较大，在去杠杆影响内需放缓前提下，7 月 23 日国务院常务会要求积极财政政策更加积极，支持扩内需，效果还有待观察。

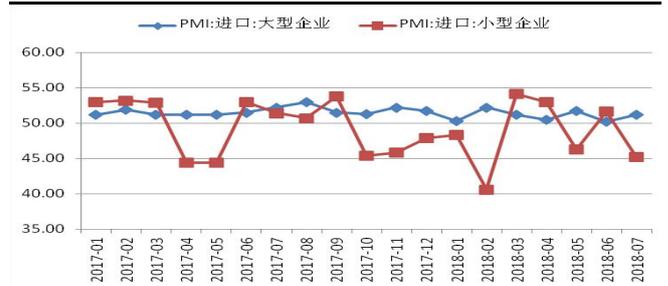
从制造业不同规模企业看，7 月，大型企业 PMI 环比下降 0.5 个百分点至 52.4%，但仍处于扩张区间；而中、小型企业 PMI 持续处于枯荣分界线之下，分别为 49.9% 和 49.3%，企业分化仍然比较明显，尤其小型企业进口指数大幅回落 6.4% 至 45.2%，而大型企业回升 1.0% 至 51.2%（见图 4），显示在业集中度提升的背景下，中小企业受内需下滑影响较大，目前制造业景气尚可则主要是受大型企业的支撑，但受贸易环境趋严影响，后续保持持续扩张也面临较大压力。

图 3：中采制造业 PMI 生产及订单指数



资料来源：wind

图 4：大、小型企业制造业 PMI 进口指数

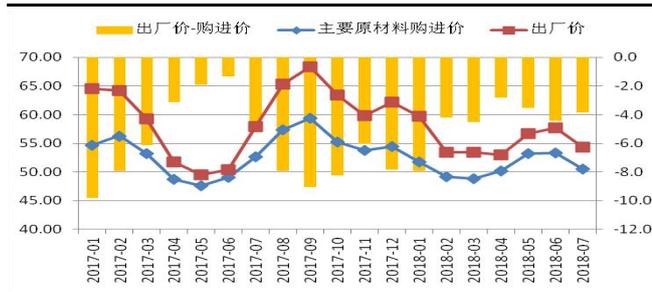


资料来源：wind

价格方面，7 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别回落 3.4 和 2.8 个百分点至 54.3% 和 50.5%

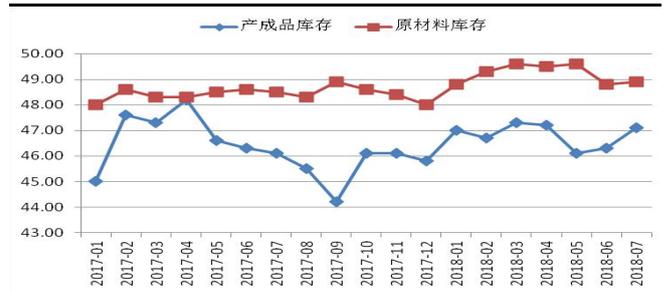
(见图 5)，在 7 月制造业供求扩张双双放缓的情况下，价格指数的全面回落表明制造业需求端压力进一步上升，预计 7 月 PPI 环比增速将明显收窄，同时 7 月 PPI 同比增长亦将放缓。7 月制造业出厂价格指数与原材料购进价格指数剪刀差有所收窄（见图 5），显示出 7 月伴随原材料价格的回落，制造业企业成本压力略有缓解，但在需求增长乏力的背景下，企业利润持续扩张的可能性不大，7 月供需均弱使得企业采购量大幅回落打压企业生产积极性，从而供给端对经济增长的压力仍大。

图 5：中采制造业 PMI 价格指数



资料来源：wind

图 6：中采制造业 PMI 库存指数



资料来源：wind

库存方面，7 月制造业原材料库存环比上升 0.1% 至 48.9%，产成品库存环比上涨 0.8% 至 47.1%（见图 6）。2018 年以来，受到工业品价格高位及政策性限产的结束，企业生产加快，原材料采购量持续扩张，原材料库存整体回升，但与此同时，产成品库存随之同步上涨，表明终端需求增长并不强劲。尽管 6 月制造业企业原材料库存出现明显下降，但 7 月又有所回升，或显示出制造业企业在需求疲弱的环境下仍处于被动补库。

3. 宏观对冲供需压力 工业品或仍有利好

7 月制造业 PMI 回落，三季度开始国内制造业扩张开始放缓，在供给收缩主导经济景气承压的背景下，7 月外需相对缓和而内需压力较大，后期在中美贸易关税制裁实施影响下，三季度外围环境不容乐观，出口压力加大，而下半年国务院要求积极财政政策，扩内需调结构，推进基建项目，这是通过宏观政策对冲外部冲击和国内压力，或将提振内需预期，减缓经济下行压力。若需求预期能逐步兑现，供给收缩主导下，基建拉动相关工业品价格仍会延续强势。

对于金融资产来说，经济景气承压，供需压力较大，外围环境严峻，而资金面政策性宽松，效果仍需后续验证，股指方面要寻求结构性机会，而债市仍在调整阶段。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室
Tel：021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、
807房间
Tel：0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-5785 511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel：0535-2163353/2169678