

责任编辑：

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

要闻

美联储鸽派票委称尚未决定是否支持9月会议暂停加息

赤字加剧发债潮将至，美财政部将本季借款预期大幅上调至1万亿美元

国家发改委发布恢复和扩大消费二十条措施，包括支持刚性住房需求、智能家居消费、带薪休假、发行REITs等

国常会：调整优化房地产政策，活跃资本市场，提振投资者信心

中国7月官方制造业PMI 49.3，非制造业PMI 51.5

银河观点集萃：

- **宏观：**不可低估出口对稳就业的重要性。要理解今年下半年的宏观政策走向，也要从就业出发。我们认为未来在宏观政策天平更多向内需倾斜，但出口依然是稳增长特别是稳就业的重要抓手。目前全球经济特别是美国经济下行风险低于预期，但结构重心上会从消费转向投资，外溢效应会有所减弱，因此我们依然需要对出口下滑风险保持警惕。预计下半年会加快前期已经出台的稳外贸政策的落地，并进一步做好相关政策储备来应对未来潜在出口下滑的风险。
- **金工：**存量可转债增多，转股溢价率略有回升。本周“固收+”组合净值出现1.15%的涨幅，组合仓位调整至35.61%，平均价格为125.72元。此外，本周转债市场的活跃表现出现明显的放缓，高平价转债回落幅度相对较小，这也表明市场的整体表现相对乐观。
- **非银：**高层会议强化下半年政策预期，证券板块有望持续受益。政治局及证监会会议明确从投资端、融资端、交易端发力，进一步推动资本市场高质量发展。券商作为资本市场的核心参与者，有望显著受益于资本市场活跃和投资者信心增强，以及资本市场改革深化带来的发展契机。截至7月28日，券商板块估值1.43xPB，处于历史15.7%分位，当前估值较低，布局正当时。建议关注行业龙头中信证券、中金公司，以及泛财富管理具有比较优势的东方证券。

银河观点集锦

宏观：不可低估出口对稳就业的重要性

1、核心观点

上周召开的7月政治局会议上，市场高度关注中央在加强逆周期调节和提振内需方面的新动向，但近两次会议内容上对外贸的提法变化不大，并没有看到在提振出口方面有新的政策。投资者有疑问是否未来外需在宏观政策层面的重要性有所降低？

在GDP测算中，因为出口贡献是体现在减去进口后的“净出口”中，贡献度显著低于内需层面的消费和投资，因此在一定程度上会造成出口的重要性下降的“幻觉”。净出口的贡献为负使得市场低估了货物出口对经济的贡献，应该单纯考虑出口对经济的贡献。

出口对稳定就业至关重要，在综合学界和商务部的各种测算出口对就业影响方法的基础上，我们用两种方法大致测算出目前出口对中国制造业和相关服务业的就业整体拉动在1.2亿左右，出口增速提升一个百分点，可以拉动就业27万人。

这次在政治局会议上，我们认为最重要的政策变化是提出“稳就业提高到战略高度通盘考虑”。我们认为这个表述的变化是正式从顶层战略层面确认了中国宏观政策调控的“锚”从此前单纯的关注经济增速转向了就业，而GDP目标未来更多发挥预期管理的作用。

要理解今年下半年的宏观政策走向，也要从就业出发。我们认为未来在宏观政策天平更多向内需倾斜，但出口依然是稳增长特别是稳就业的重要抓。目前全球经济特别是美国经济下行风险低于预期，但结构重心上会从消费转向投资，外溢效应会有所减弱，因此我们依然需要对出口下滑风险保持警惕。预计下半年会加快前期已经出台的稳外贸政策的落地，并进一步做好相关政策储备来应对未来潜在出口下滑的风险。

风险提示：政策落实速度偏缓的风险；出口大幅下滑的风险。

(分析师：章俊,许冬石)

宏观：供需缺口收窄——2023年7月PMI分析

1、核心观点

事件：7月31日，国家统计局发布：7月中国制造业PMI为49.3%，前值49%。

点评：7月PMI呈现了供需缺口收窄的趋势。PMI虽然依旧在荣枯线下，但环比开始上

升，生产指数已经两个月在 50%以上的扩张区间，需求上新订单指数也从二季度开始的大幅下跌转换为向上抬升，本月更是上升了接近 1 个百分点达到 49.5%。叠加原材料价格大幅回暖，预示企业已开始扩大生产，出厂价格也回升了约 5 个百分点达到 48.6%，托底 PPI，预示整体企业盈利将开始复苏。下半年在扩大消费复苏和企业生产的政策出台后，经济的韧性会进一步加强。

一、制造业 PMI 指数及其分项指数：

1. 生产与需求缺口收窄，进出口小幅回落：6 月生产指数 50.2%（前值 50.3%），新订单恢复至 49.5%（48.6%）。新出口订单和进口均小幅下行，分别为 46.3%和 46.8%（46.4%，47%）。

2. 分行业来看：生产端，专用设备、农副食品、纺织服装生在生产量上有较大提升，分别为 54.7%，59.5%和 55%（前值 51.1%，50%，52.5%）；金属制品有色、黑色和金属制品从荣枯线下大幅提升至扩张区间，分别为 54.9%，52.5%和 58.7%（43.8%，49.9%和 40.6%）；汽车和医药分别从 60%和 61.5%大幅下滑至 46.7%和 52.5%。需求端，订单量上看走势类似，值得注意的是医药制造虽然有大幅下滑 56.8%（67.3%）但依旧在扩张区间；有色金属和金属制品涨幅最为显著，分别为 62.3%和 62%（45.8%，43%）

3. 价格指数大幅回暖：主要原材料购进价格和出厂价格均回暖，其中原材料价格录得 52.4%（前值 45%），大幅回暖并重回荣枯线以上；出厂价格 48.6%（43.9%），边际上行。

4. 库存回升，供货商配送时间持续放慢：采购提升至 49.5%（前值 48.9%）；库存回升，产成品和原材料库存分别在 46.3%和 48.2%（46.1%和 47.4%）；供应商配送时间小幅放慢，在 50.5%（50.4%）。尽管需求指数提速，供应链有部分环节影响到了企业采购和原材料生产去化。

5. 中小企业回升，但尚未传导至从业人员：中型企业连续两个月上行，为 49%（前值 48.9%）；景气度也开始传导至小企业，录得 47.4%（46.4%）；大企业与上期一致，50.3%维持荣枯线以上。但复苏尚未促使就业端上行，但趋势已经收窄，从业人员本期 48.1%（48.2%）。

二、非制造业 PMI 指数

1. 建筑业 PMI 回落，投入价格放缓，销售价格提升：建筑业 PMI 在 51.2%（前值 55.7%），投入品价格和销售价格分化，分别在 50.7%和 52.0%（51.8%，51.6%）。

2. 服务业 PMI 放缓：服务业 PMI 在 51.5%（前值 52.8%）；新订单降至 48.4%（49.6%）；从业人员小幅上升至 46.8%（46.7%）。投入品和销售价格指数提升明显分别在 50.8%和 49.3%（48.6%和 47.2%）。

风险提示：政策时滞的风险；持续通缩的风险。

（分析师：高明）

策略：结构性政策梳理，持续提振市场预期

1、核心观点

消费板块：7月中央政治局会议提出，要积极扩大国内需求。针对重点板块，中央政治局会议提出提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费，与此前《关于促进家居消费若干措施的通知》等文件一脉相承。国家金融监督管理总局也将优化对消费重点领域的金融支持，支持扩大消费，增强发展动能。重点关注国新办将于7月31日举行的恢复和扩大消费的措施新闻发布会。

地产行业：7月中央政治局会议删除“房住不炒”的表述，改为“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，推动城中村改造和“平急两用”，与《关于在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造的指导意见》相互印证。住建部重磅发声，涉及首套房降首付和利率、换房减税费、“认房不认贷”等，有力提振市场预期。本周地产链涨势突出，随着政策力度持续加大，有望迎来新一轮机遇。

民营经济：《中共中央 国务院关于促进民营经济发展壮大的意见》重磅发布，对民营经济定位作出重要表述，首次提出“生力军”。发改委将会同有关方面，于近期推出相关配套政策举措。国务院“互联网+督查”平台面向社会征集十个方面的问题线索和意见建议。同时，中央政治局会议提及“切实优化民营企业发展环境”。在相关政策的支持下，民营企业将更好地解决发展问题，民营经济有望持续壮大。

其他行业：(1) TMT 板块：中央政治局会议强调“要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进人工智能安全发展。要推动平台企业规范健康持续发展”，明晰了国产科技替代创新的投资主线。此前工信部表示，计划出台推动算力基础设施发展政策，加强 GPU 等重点产品研发。(2) 国企改革：中央政治局会议表示“切实提高国有企业核心竞争力”。此前张国清强调，围绕国之所需，聚焦重点攻坚，扎实推进国有企业改革深化提升行动。在政策催化下，“中特估”概念有望持续受益。(3) 资本市场与券商板块：中央政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，此后证监会召集头部券商开会征求意见。A 股市场受此提振，券商板块或将迎来新一轮发展机遇。(4) 地方债与中小银行：在防范化解地方债务风险的导向下，“要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险”的提出，有助于中小银行的长期健康发展。(5) 农业板块和环保板块相关政策及讲话，有力提振市场预期。同时，中央政治局会议提到“一带一路”概念。

风险提示：国内经济复苏不及预期风险，国内政策落实不及预期风险，海外加息及经济衰退风险。

(分析师：杨超)

金工：存量可转债增多，转股溢价率略有回升

1、核心观点

转债市场概况

本周(2023年7月24日至7月28日),中证转债涨幅为1.35%,表现弱于中证全指(2.78%)。上证转债指数上涨0.11%,深证转债指数上涨0.50%。我们计算的转债平价指数全周上涨0.21%,100以上平价区间转债的转股溢价率均有所抬升。平价[90,100)、[100,110)、[110,120)的转债算数平均转股溢价率分别变动+0.17%、+0.22%、+1.02%,目前处于历史81%、82%、8%分位数。截至2023年7月28日,存量可转债共507只,余额为8431.92亿元。转债市场总成交额为2582.21亿元,日均成交额为458.76亿元,较上周有所回暖。本周发行9只转债,1只新上市转债。

行业变化与因子表现

转债市场本周表现较好的行业中有色金属、轻工制造和建筑材料行业居市场涨幅前三,涨幅分别为0.94%、0.77%、0.68%;通信、计算机和社会服务等行业领跌。防御性因子和低估值因子在因子表现方面显示出明显的防御性优势。本周市场整体呈现震荡上行趋势,转债市场的防御性优势得到了充分的体现,投资者更倾向于选择防御性较强、低估值的转债。由于复合因子具有较强的防御性,在市场的波动下,其收益依旧保持小幅上涨。

转债策略表现与持仓分析

本周"固收+"组合净值出现1.15%的涨幅,组合仓位调整至35.61%,平均价格为125.72元。此外,本周转债市场的活跃表现出现明显的放缓,高平价转债回落幅度相对较小,这也表明市场的整体表现相对乐观。

风险提示:历史数据不能外推,本文仅以统计数据及模拟测算提供判断依据,不代表投资建议。

(分析师:马普凡)

非银：资本市场迎来政策利好，证券板块有望持续受益

1、核心观点

政治局定调背景下,资本市场利好政策有望陆续推出。本次政治局会议重点指出,要“用好政策空间、找准发力方向,扎实推动经济高质量发展”,“大力支持科技创新、实体经济和中

小微企业发展”，“大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业”。资本市场是服务实体经济发展，支持科技创新的前沿阵地，预计今年下半年将陆续有进一步促进资本市场改革的政策推出，对券商财富管理、投资银行等主流业务形成多重利好效应。

下半年流动性充裕环境有望保持，存在降准、降息空间。政治局会议提出，“要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备”，“继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，发挥总量和结构性货币政策工具作用”。本次会议释放了明确的稳增长信号，预计下半年宏观政策还会进一步向扩大内需、提振市场信心方向发力，存在降准、降息空间。

证监会布局六方面工作重点，提升资本市场功能。针对投资端、融资端和交易端现存的问题，证监会提出“四个进一步”，“两个坚守”以激发资本市场活力：一是进一步突出稳字当头、稳中求进，维护市场平稳运行；二是进一步提升服务国家重大战略的质效，强化实体经济支持能力；三是进一步深化资本市场改革开放，服务创新型中小企业；四是进一步加大资本市场防假打假力度，营造敬畏法治的良好市场生态；五是坚守监管主责主业，依法保护投资者合法权益；六是坚决守牢风险底线，加大对非法证券活动打击力度。

重磅会议提振投资者信心，市场反应积极。政治局会议以及证监会座谈会带来的政策预期利好，叠加行业基本面向好因素，引发市场积极反应，证券板块呈现较大幅度拉升。7月24-28日，证券板块上涨12.12%，涨幅位列A股所有板块榜首，跑赢大盘指数7.19个百分点，多只券商股周内涨停；板块市值占比达到3.13%，周内提升0.24个百分点。

2、投资建议

高层会议强化下半年政策预期，证券板块有望持续受益。政治局及证监会会议明确从投资端、融资端、交易端发力，进一步推动资本市场高质量发展。券商作为资本市场的核心参与者，有望显著受益于资本市场活跃和投资者信心增强，以及资本市场改革深化带来的发展契机。截至7月28日，券商板块估值1.43xPB，处于历史15.7%分位，当前估值较低，布局正当时。建议关注行业龙头中信证券、中金公司，以及泛财富管理具有比较优势的东方证券。

风险提示：经济增长不及预期风险，行业竞争加剧的风险。

(分析师：张一纬)

汽车：促汽车消费已成政策关注重点，淡季过后销量有望环比再向上

1、核心观点

上半年乘用车市场销量逐月提升，插混热销支撑新能源渗透率再增长。2023年6月乘用车产销数据：当月零售销量为189.4万辆，同比-2.6%，环比+8.7%；批发销量为223.6万辆，

同比+2.1%，环比+11.7%。新能源乘用车零售销量 66.5 万辆，同比+25.2%，环比+14.7%，渗透率 35.1%；批发销量 76.1 万辆，同比+33.4%，环比+12.1%，其中插电混动销量 23.3 万辆，同比+95.7%，环比+20.1%。

发改委发布促汽车消费政策，全面推动市场可持续发展。7月20日，发改委会同工信部、财政部、商务部等部门印发《关于促进汽车消费的若干措施》，从各角度提出政策建议以推动新能源汽车市场的可持续健康发展。其中，从购买侧来看，政策提出优化汽车限购政策、加快推动二手车市场等建议，激发消费潜力，并鼓励车企开发适用于汽车下乡的经济型车型，扩大消费市场，从使用侧来看，政策提出通过充电优惠等方式降低新能源车使用成本，进一步发挥新能源车的经济性优势，并重点推进充电桩、电网、停车位等基础设施建设，以此支撑新能源汽车保有量增长，适配新能源汽车的高发展速度。

7月车市表现强劲，政治局会议强调提振汽车消费。据乘联会预估，狭义乘用车零售销量预计 173.0 万辆，环比-8.6%，同比-4.8%，其中新能源零售 62.0 万辆左右，环比-6.8%，同比+27.5%，渗透率约 35.8%。本月为车市传统淡季，考虑到去年同期因疫后复苏与政策激励带来的高基数效用，7月整体表现仍较为强劲。7月24日，中共中央政治局召开会议，特别提出“要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费”，汽车消费对货币乘数效应的发挥具有重要的支撑作用，基于政策端对汽车产业发展的高度重视，我们预计下半年车市将继续保持韧性，销量有望维持环比增长态势，带动产业链上下游向好发展。

2、投资建议

整车端推荐广汽集团（601238.SH）、比亚迪（002594.SZ）、长安汽车（000625.SZ）、长城汽车等（601633.SH）；智能化零部件推荐华域汽车（600741.SH）、伯特利（603596.SH）、德赛西威（002920.SZ）、经纬恒润（688326.SH）、中科创达（300496.SZ）、科博达（603786.SH）、均胜电子（600699.SH）、星宇股份（601799.SH）等；新能源零部件推荐法拉电子（600563.SH）、菱电电控（688667.SH）、中熔电气（301031.SZ）、拓普集团（601689.SH）、旭升集团（603305.SH）等。

风险提示：1、新能源汽车行业销量不及预期的风险；2、芯片短缺带来产能瓶颈的风险；3、原材料价格维持高位导致成本高企的风险。

（分析师：石金漫）

通信：算力标准不断完善促发展，交换机集采带来行业边际向好

1、核心观点

一周通信板块指数回调，线缆、运营商等板块相关标的表现较好。

本周上证指数涨幅为 3.42%；深证成指涨幅为 2.68%；创业板指涨幅为 2.61%；通信板块跌幅为 0.68%。通信板块个股中，上涨、维持、下跌的个股占比分别为 45.04%、3.05%、51.91%。根据我们对于通信行业公司划分子板块数据，一周线缆、运营商子板块相关标的表现较好，板块涨幅为 1.62%、1.53%。

标准持续完善，数据中心交换机集采规模不断提升，行业有望边际向好。

近日，中国通信标准化协会联合主办 23 年可信云大会在北京召开。大会以“云领创新，算启新篇”为主题，发布《云计算白皮书》、《中国算力服务研究报告》等专题白皮书和行业标准。大会启动可信算力服务平台、央国企高质量用云创新赋能计划、一云多芯应用创新生态社区等，并公布可信云最新评估结果。云计算不断催生新兴产业，助力企业上云，有望激发传统产业的发展活力。中国联通牵头的算力网络服务部署信令要求（Q.4140）标准，开启了 Q.4140-Q.4159（算力网络协议与信令）新序列。此标准基于联通联合牵头的首个算力网络国际标准（Y.2501）的架构，规范算力网络服务部署信令要求。工信部及相关各方修订形成了《国家车联网产业标准体系建设指南(智能网联汽车)》，充分发挥标准的引领和规范作用，不断提升我国智能网联汽车发展新阶段的新需求。进一步巩固良好智能网联车发展势头,抢抓战略发展机遇夯实车联网新基建。中国移动公示 23-24 年数据中心交换机集采结果，新建部分集采中标金额约 23.42 亿元，华为、中兴、新华三、锐捷网络、烽火通信五家企业中标，交换机行业集中度不断提升。总体来说，通信行业在“新基建”、数据要素、AI 应用等推动下稳步发展，算力网络基础能力持续增强，数字经济需求不断增长，相关通信公司业绩有望逐步向好。

2、投资建议

优选子行业景气边际改善优质标的。

数字中国等政策不断加码、AI 新应用持续推新的背景下，数字经济新基建有望夯实助力算力网络升级，通信+新基建板块有望率先预期上修。ICT 基石光网络产业链的复苏，催化光模块、温控节能等需求进一步增长；5G 应用工业互联网亦是未来政策及需求关注重点，高景气度结合低估值是选股重点方向。

数字经济新基建：ICT 相关标的的天孚通信(300394)，中际旭创(300308)，新易盛(300502)，华工科技(000988)，锐捷网络(301165)等；

看好算力网络基建+数据要素新空间的通信运营商：中国移动(A+H)，中国电信(A+H)，中国联通(A+H)。

风险提示：原料价格上升风险；国内外政策环境不确定性；5G 规模化商用推进不及预期。

(分析师：赵良毕)

分析师简介及承诺

分析师：周颖，食品饮料行业分析师，清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券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，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn