

PMI 触底企稳，增量稳增长政策密集出台

2023年7月31日-8月6日周报

报告摘要

◆ 就业增长不及预期，美联储降息时点预期再提前

当地时间8月4日，美国商务部公布数据显示，美国7月季调后非农就业人口增18.7万人，预期增20万人，前值自增20.9万人修正至增18.5万人；失业率为3.5%，预期3.6%，前值3.6%；平均每小时工资同比升4.4%，预期升4.2%，前值升4.4%。

上周美联储7月议息会议之后，美联储指引给出的年内5.25%-5.5%的目标区间，即当前联邦基金目标利率区间，已与市场预期相一致。本周美国7月新增非农就业数据不及预期之下，市场对美联储9月继续加息的预期在低位继续下降，由上周五的20%降为13%，同时对美联储联邦基金目标利率由当前值开始下降的主流时点预期也由上周的明年5月提前到了明年3月。

上周鲍威尔宣布美联储年内不会降息之后，市场关注点已经集中于美联储明年开启降息的时点。当前时点来看，在美国经济相对强的韧性之下，美联储政策选择空间相对充足。虽然上周会议上鲍威尔反复强调需要继续借助后续的数据来持续评估是否需要继续加息，但在当前美国经济韧性和通胀逐步走弱的趋势继续持续之下，7月是美联储本轮最后一次加息将逐步在美联储自身操作和市场预期层面形成共识。总的来看，当前市场博弈重点已经转向美联储开启降息的时点。

◆ 我国7月制造业PMI触底反弹，静待稳增长政策进一步显效

2023年7月官方制造业PMI录得49.3%，较上月+0.3PCTS，虽有所回升，但继续低于50%，今年4月以来连续第4个月位于荣枯线之下。季节性上看，今年7月制造业PMI值录得历年（2005年以来，下同）同月倒数第3位，7月PMI较上月变化值（+0.3PCTS）在19年中排在第3位。其中，7月制造业PMI新订单指数较6月回升0.9PCTS，是7月制造业PMI较6月回升的最主要支撑。结合7月PMI新出口订单指数较6月-0.1PCTS，表明7月制造业需求改善中，内需的改善起到核心作用。

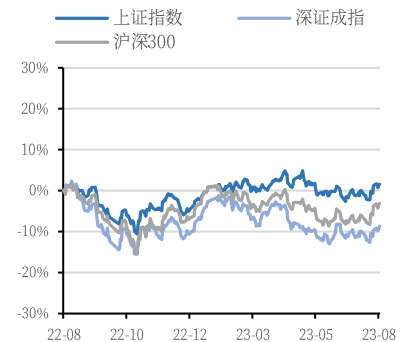
7月制造业景气度并不算高，总体上延续了4月以来我国经济复苏趋缓的趋势，核心原因仍然在于内外需的走弱对制造业生产经营活动的拖累。但另一方面，7月制造业PMI数据已经在6月低位的基础上呈现出改善趋势，对后续制造业景气度走势无需过度悲观。7月制造业PMI新订单指数虽然仍然低于50%，但已经较6月出现超季节性改善。7月PMI生产经营活动预期指数录得55.1%，较上月+1.7%，为今年3月以来首次回升，同时，7月PMI采购量指数、PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别较上月+0.6PCTS、+0.2PCTS和+0.8PCTS，显示在需求低位改善之后，制造业企业预期有所好转，已经呈现出一定的主动补库存倾向。

2023年7月，非制造业商务活动指数录得51.5%，较上月-1.7PCTS，其中，建筑

主要数据

上证指数	3288.0842
沪深300	4020.5792
深证成指	11238.0613

主要指数走势图



作者

符旸 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicesec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-08-03

制造业PMI触底反弹，静待稳增长政策进一步显效 —2023-08-01

政治局会议指明方向，对下半年经济应给予更多信心 —2023-07-30

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

业 PMI 为 51.2%，较上月-4.5PCTS，服务业 PMI 为 51.5%，较上月-1.3PCTS。季节性上看，建筑业 PMI 和服务业 PMI 均排在 2012 年以来 12 年间历年 7 月的最后一位。

7 月服务业景气度扩张速度放缓。从高频数据看，目前居民出行仍然较去年和前年同期明显活跃，后续服务业景气程度仍有支撑。7 月高德交通大数据显示，100 个监测城市中，拥堵指数高于去年和前年同期的城市数分别达到 67 个和 85 个，6 月分别为 58 个和 85 个。

7 月建筑业景气度较 6 月下滑，从季节性上看已经位于 2012 年以来历年 7 月的最后一位，房地产景气度恢复缓慢和相比去年更加均衡的专项债发行节奏下，基建对建筑业的支撑并未集中释放是建筑业景气度下滑的主因。去年专项债发行节奏较今年明显靠前，今年下半年新增专项债尚余 1.6 万亿元的限额，7 月已发行新增专项债近 2000 亿元，则 8 月到 12 月尚有 1.4 万亿元的限额。从预期来看，7 月建筑业业务活动预期指数为 60.5%，较 6 月上行 0.2PCTS，仍然位于高于 60% 的高景气区间，显示建筑行业对后续业务仍保持较强信心。总体来看，预计后续建筑业仍将维持一定景气度，但对经济的支撑或较前期有所减弱。

7 月制造业景气度连续第 4 个月位于荣枯线之下，建筑业和服务业景气度扩张速度也较 6 月有所放缓，综合影响之下，7 月综合 PMI 排在有数据以来近 7 年的末位。另一方面，7 月官方 PMI 数据虽然不算理想，但仍然不乏亮点。7 月制造业需求较 6 月的改善程度明显超过季节性，制造业预期也有所好转，呈现出一定的主动补库存倾向。

◆ 稳增长政策密集出台，进一步增强市场信心

本周增量稳增长政策密集出台，受到市场广泛关注。

7 月 31 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，学习贯彻习近平总书记关于当前经济形势和经济工作的重要讲话精神，研究有关到期阶段性政策的后续安排。会议强调要着力固本培元，推动经济持续回升向好，加强逆周期调节和政策储备研究。会议指出对今明两年到期的阶段性政策作出后续安排，对于企业稳定预期、提振信心、安排好投资经营具有重要意义。

7 月 31 日，国家发改委多次预告的综合性恢复和扩大消费政策文件《关于恢复和扩大消费的措施》出炉，着力解决二季度以来我国内需不足的问题。《措施》从稳定大宗消费、扩大服务消费、促进农村消费、扩展新型消费、完善消费设施、优化消费环境等几个方面提出 20 条针对性举措。

8 月 1 日，国家发改委等八部门联合印发《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》，在促进公平准入、强化要素支持、加强法治保障、优化涉企服务和营造良好氛围全面推进，释放民营经济活力。

8 月 4 日，国家发改委、财政部、人民银行、国家税务总局联合召开新闻发布会，介绍“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”有关情况。财政政策方面进一步强调了落实各类税收优惠政策、减轻市场主体财税负担、激发市场主体活力。在货币政策上，央行有关领导强调了继续综合运用多种货币政策工具，共同保持银行体系流动性合理充裕。其中，央行特别提到后需要指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，与此前住建部强调的推进全国范围内实行“认房不认贷”的政策共同构成房地产新一轮的利好。

近期增量稳增长政策的持续推出进一步增强了市场信心，这些政策总体上预计会对

我国下半年经济形成支撑。综合来看，我们预计随着增量稳增长政策效力的逐步显现，对下半年经济无需悲观，二季度 GDP 环比 0.8% 有望为全年低点，3 季度的经济表现有望好于 2 季度。

◆ 跨月结束，货币市场流动性边际转松，三季度降准可期

本周（7月31日-8月4日），逆回购方面，跨月结束货币市场流动性边际转松，央行公开市场操作规模逐步降至地量，周内累计投放 7D 逆回购 530 亿元，到期 3410 亿元，净回收流动性 2880 亿元，利率维持 1.90%。货币市场方面，截止 8 月 4 日，DR007 报收 1.64%，较上周五下行 18BP；SHIBOR1W 报收 1.64%，较上周五下行 19BP，银行体系流动性较为充裕。

国家发展改革委、财政部、中国人民银行、国家税务总局 8 月 4 日联合召开新闻发布会，介绍“打好宏观政策组合拳，推动经济高质量发展”有关情况。会上民银行货币政策司司长邹澜回应了市场关切的降息降准问题，他表示降准、公开市场操作、中期借贷便利，以及各类结构性货币政策工具都具有投放流动性的总量效应，需要统筹搭配、灵活运用，共同保持银行体系流动性合理充裕。另一方面，要科学合理把握利率水平。既根据经济金融形势和宏观调控需要，适时适度做好逆周期调节，又要兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，防止资金套利和空转，提升政策效率，增强银行经营稳健性。此外，邹澜表示，近年来企业贷款利率下降成效明显，未来还将继续发挥好贷款市场报价利率改革效能和指导作用，指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。同时，要持续发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，维护市场竞争秩序，支持银行合理管控负债成本，增强金融持续支持实体经济的能力。

下半年 MLF 到期量高企，央行或通过降准补充中长期流动性，三季度降准可期。对于降息，邹澜没有给出明确的信号。在兼顾内外部平衡的前提下，美联储降息可能最早在明年 3 月，在此之前，人民币汇率依然承受美元高利率的压力，降息的政策空间受限。此外，邹澜提出指导银行依法有序调整存量个人住房贷款利率，该举措对商业银行利润影响较大，银行需通过存款利率调整管控负债成本，给降息或者个人住房贷款利率调整打开息差空间。综合来看，降息方面的操作或更加谨慎，需要外部环境和内部需求双向推动。

◆ 惠誉下调美国政府信用评级催化 10 年期美债收益率大幅上升，中美利差扩大，人民币汇率压力边际升高

截至 7 月 28 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.65%，较上周五持平；美国 10 年期国债收益率录得 4.05%，较上周五上行 9BP，中美利差扩大，人民币汇率压力边际上升，美元兑人民币即期汇率由上周五的 7.16 上升到 7.18。

受到惠誉下调美国政府信用评级的影响，恐慌情绪下债券遭到抛售，美国国债收益率周内大幅上升。惠誉称，一再出现的债务上限僵局和直到最后一刻才达成解决方案的事实，削弱了人们对美国财政管理能力的信心。在联邦收入周期性减少，新的支出计划以及高利率对实体经济和金融体系的影响逐渐积累，经济体面临更高的利息负担等多种因素影响下，惠誉预计 2023 年美国财政赤字占 GDP 的比例将从去年的 3.7% 上升到 6.3%。虽然拜登政府官员表示美国不存在无力偿债的风险，但是该消息仍对资本市场形成了冲击，8 月 2 日美股走出半年内单日最差走势，纳斯达克指数跌超 2%；美债收益率大幅上升。中美利差扩大，美元指数上升到 102 上方，人民币汇率压力边际上升。往

后看，美国经济基本面韧性超预期，对美债基本面构成利空，叠加美联储紧缩政策还将持续较长时间，美债收益率或将维持高位，人民币汇率承压的态势短期内或难扭转。在央行政策引导和多重工具作用下，人民币汇率或将维持震荡格局。

◆ 10年期国债收益率窄幅波动，稳增长政策加码债市交易情绪转弱

截至8月4日，我国10年期国债收益率报收2.65%，较上周五持平。7月末政治局会议稳增长政策超过市场预期，各大城市密集发声，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施，促进房地产市场“平稳健康”发展，市场对基本面提振的信心增强，叠加财联社、证券时报和央广网从降低印花税、完善制度等多方面，为活跃资本市场出谋划策，市场风险偏好回升，股市交易活跃度上升，股债跷跷板效应下，债券市场情绪受到压制，周内国债收益率小幅震荡。

信用债交易方面，截止8月4日，三年期中短期票据、城投债以及企业债收益率上行，信用利差有所回升，交易情绪边际转弱。AAA级3年期中短期票据的收益率较一周前上行2.77BP，录得2.76%；信用利差上行至38.89BP，较一周前上涨3.36BP。AAA级3年期城投债收益率录得2.78%，较一周前上行5.25BP；信用利差录得41.68BP，较一周前上行5.84BP。虽然当前债市交易情绪受到压制，我们认为利率中枢下移是长期趋势，10年期国债收益率下半年或震荡下行。基本上，以居民和企业为主的私人部门杠杆率到达历史高位，加杠杆空间有限；内需不足仍是我国经济运行的主要矛盾，要扭转居民储蓄倾向，刺激消费最关键还是落脚于居民收入的提升以及收入预期的改善，这需要我国经济产业升级和结构性优化，非一朝一夕之功。资金面上，通胀低迷使得经济体实际利率升高，进一步降息的必要性上升。在宽松的货币政策前景下，央行统筹搭配、灵活运用降准、公开市场操作、中期借贷便利，以及各类结构性货币政策工具，共同保持银行体系流动性合理充裕，资金面对债市交易形成支撑。

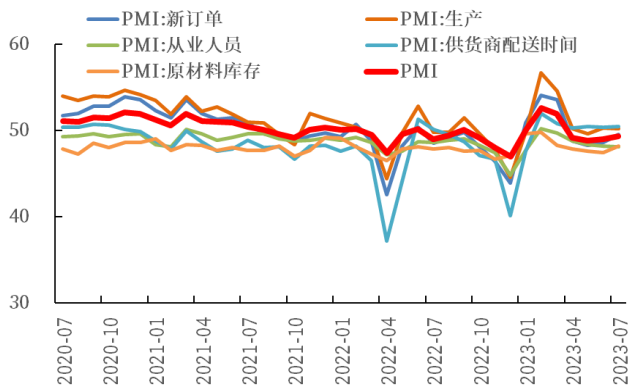
风险提示：海外宏观经济下行超预期，国内稳增长政策效果不及预期，国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 市场主流预期美联储明年3月开启降息

MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	87.0%	13.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	71.8%	25.9%	2.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.8%	66.2%	23.1%	2.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	31.3%	49.2%	14.8%	1.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	19.6%	41.7%	29.3%	6.9%	0.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	18.8%	40.8%	29.8%	7.9%	0.8%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	9.7%	28.9%	35.7%	19.7%	4.6%	0.4%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.6%	24.4%	34.1%	23.5%	8.2%	1.4%	0.1%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.6%	6.5%	21.7%	32.6%	25.2%	10.6%	2.5%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.4%	4.6%	16.9%	29.1%	27.5%	15.2%	5.1%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	3.2%	12.7%	24.9%	28.1%	19.5%	8.6%	2.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

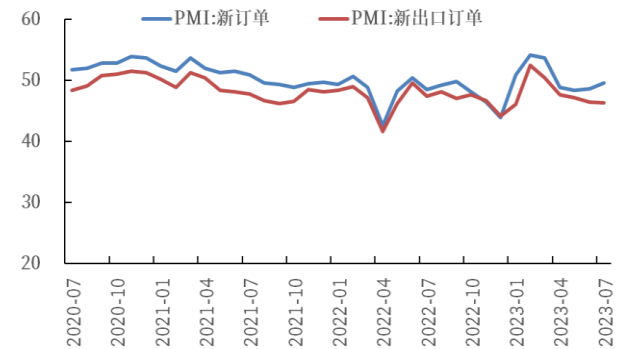
资料来源: wind, 中航证券研究所 (数据截止 7 月 29 日)

图2 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



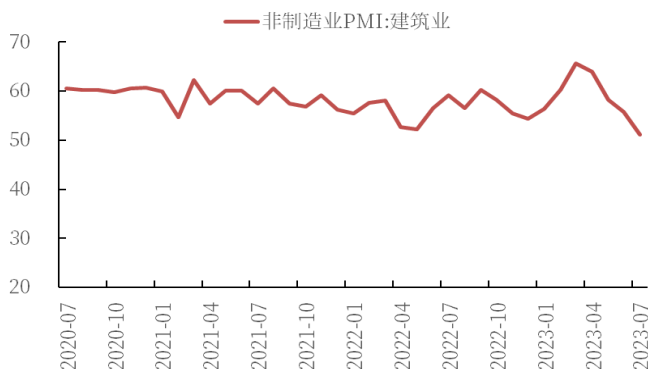
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 7月制造业内需改善 (%)



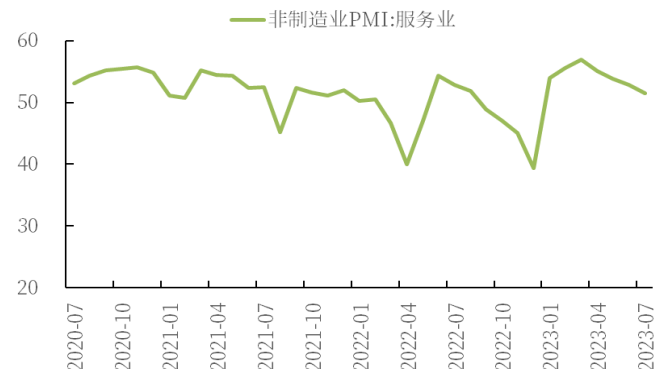
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 建筑业景气度高位回落 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 服务业景气度高位回落 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637