

# 经济复苏道阻且长，债市或将迎战前低

## ——7月 PMI 数据点评 20220731

报告日期：2022-07-31

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：张伟

执业证书号：S0010522030003

电话：18811507660

邮箱：zhangwei@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件：

7月31日，统计局公布2022年7月PMI数据。7月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，比上月回落1.2个百分点；非制造业商务活动指数为53.8%，比上月回落0.9个百分点。

#### ● 经济复苏道阻且长，债市短期或仍震荡偏强运行

整体来看，7月PMI数据表明经济恢复速度有所放缓，本月经济运行特征包括：供需双弱、库存去化、价格回落、预期回落。具体来看，本月制造业新订单及出口订单均环比回落且不及历史同期，生产指数明显回落，经济生产动能降低，企业经营预期略回归谨慎，用工及备料放缓；非制造业方面，服务业景气度小幅回落但仍位于景气区间，建筑业继续发挥经济托底作用，需求侧呈现持续回暖，需关注下半年基建投资对经济的拉动作用。整体来看，经济恢复速度有所放缓，仍有较大回暖空间。

债市观点方面，本月经济运行遭遇季节性、疫情反复等短期波动，债市短期内或仍保持震荡偏强运行态势。后续来看，我们认为在经济持续恢复的背景下，中长期维度观测利率中枢的上行虽然是确定性事件，但从短端维度来看，在没有观察到其他增量政策出台的条件下，基本面与资金面的利好或使得利率继续维持低位震荡，短期内迅速回调的风险较低，建议把握短期内收益率下行的资本利得，以及中长期维度下收益增厚策略的操作空间。

#### ◆ 供需两端环比转弱，短期因素阻碍恢复进程。

7月制造业新订单指数录得48.5%，环比回落1.9pct，较过去5年同期均值低出3.0pct，继6月站回景气区间后，再度落入临界值以下，反映市场需求的不足，是制约经济恢复发展的主要因素。外需方面，本月新出口订单指数录得47.4%，较前值回落2.1pct，跌幅高于新订单指数，从原因来看，地缘冲突事件引发全球通胀高企，欧美等主要贸易国采取的紧缩等政策导致生产活动受阻，表现为需求的不足。

7月生产指数录得49.8%，较前值回落3.0pct，再度落入收缩区间，较过去5年同期均值低出2.9pct。在手订单与产成品库存分别较前月回落1.6pct与0.6pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数较前月小幅回落，当月录得0.5%，较上月回落1.3pct，表明当前企业生产意愿有所回落。整体来看，7月生产活动有所放缓，在手订单持续走低，表明当前企业仍以消化存量订单为主，新增需求相对不足，叠加国内局部地区疫情出现反复，均对生产恢复形成制约。

◆ 价格指数大幅回落，预计7月PPI或在4.8%左右。

7月出厂价格指数与原材料购进价格指数录得40.1%与40.4%，分别较前值回落6.2pct与11.6pct，均显著低于历史正常水平。

具体来看，本月国内商品价格普跌，猪肉、蔬菜等食品价格呈上涨势头，石油及动力煤价格月内震荡明显，其中原油价格回落拖累化工品价格下跌，钢铁、水泥及有色金属价格继续维持弱势。根据两大价格指数与PPI环比的相关性，我们对7月PPI进行测算，预计7月PPI环比或落入负区间，PPI同比或在4.8%左右。

◆ 企业预期回落，用工及备料放缓。

7月制造业企业经营预期较前值回落3.2pct至52.0%，较去年同期下降5.8pct，较过去5年同期均值下降5.0pct，表明在供需两侧均有所转弱的情况下，企业未来的经营预期更加偏向于谨慎，当前距离合理水平仍存在较大恢复空间。

企业用工及备料均有放缓。7月制造业采购与进口指数分别录得48.9%与46.9%，分别较前月回落2.2pct与2.3pct，其中采购指数继前月回归景气区间后再度落入临界值以下，原材料库存指数小幅回落0.2pct至47.9%，从业人员指数同样小幅回落0.1pct至48.6%。整体来看，受谨慎预期影响，企业放缓用工及备料需求。

◆ 大型企业PMI落入收缩区间，中小企业景气度回落。

7月大中型制造业企业PMI分别录得49.8%、48.5%与47.9%，分别较前值回落0.4pct、2.8pct与0.7pct。具体来看，大型企业景气度连续两个月小幅回落，当前已低于临界值，中型企业景气度出现大幅回落，降幅显著高于其他规模企业，小型企业继续低位运行，景气度小幅回落，整体来看，各类型企业景气度均有所回落，且均处于收缩区间。

需要注意的是，当前小型企业景气度仍显著低于其他规模企业，考虑到

前期高昂的原材料成本压力得到缓解，因此需求侧成为当前限制小微企业发展的主要因素，因此后续仍需关注普惠小微企业政策的推进落实情况，以及关注是否会有新的促进需求政策出台。

◆ **非制造业全面回暖，业务活动预期大幅回升。**

非制造业方面，7月非制造业商务活动指数录得**53.8%**，较上月小幅回落**0.9pct**。其他主要分类指标全面下行回升，除预期指数外，均处于收缩区间，其中新订单指数下行**3.5pct**至**49.7%**，降至临界值以下，投入品价格指数与销售价格指数分别回落**4.0**与**2.2pct**至**48.6%**与**47.4%**，从业人员指数小幅回落**0.2pct**至**46.7%**，业务活动预期指数下行**2.2pct**至**59.1%**。

分行业来看，服务业商务活动指数下行**1.5pct**至**52.8%**，整体仍保持相对景气，但服务业新订单指数大幅回落**4.2pct**至**49.5%**，表明服务业的复苏仍受到短期疫情反复影响。建筑业商务活动指数再度回升**2.6pct**至**59.2%**，其中新订单指数录得**50.8%**，较前月小幅上行**0.3pct**，需求侧延续回暖态势，投入品价格指数则继续回落**3.7pct**至**45.0%**。整体来看，服务业景气度小幅回落但仍处于景气区间，恢复势头受疫情短期影响相对可控，建筑业需求呈现持续回暖态势趋势。

● **投资策略：把握利率下行及收益增厚策略空间**

从PMI及高频数据反馈来看，7月经济恢复速度或将放缓，预计社融、信贷数据可能也会有所回落，这可能是7月以来利率持续下行的根本原因。但数据只是后视镜，投资需要往前看，复苏的方向基本确定，只不过幅度在周期错位的情况下会处于比较弱的状态。因此，长端利率三季度仍然无法摆脱区间震荡的风格，并且震荡的中枢在复苏推进的过程中或将抬升，但短期内在基本面与资金面双重作用下，利率或将迎战前低。

后续来看，7月28日政治局会议对下半年经济工作做出部署，整体上，本次会议对稳增长的要求仍在，新的表述似较4月底有所弱化，但强于6月底“较好水平”的表述，我们认为随着督促落实要求的进一步提升，三季度经济复苏的速度会在基建的带动下边际加快。

本次政治局会议涉及的增量政策有限，主要在于财政政策，明确提出“支持地方政府用足用好专项债务限额”。我们认为，有可能在下半年利用未使用专项债限额来发现新增专项债来支持基建投资，建议关注专项债用途改变、跨区调配等实现的可能，以及相关预算调整会议的推进。

债市观点方面，本月经济运行遭遇季节性、疫情反复等短期波动，债市短期内或仍保持震荡偏强运行态势。后续来看，我们认为在经济持续恢

复的背景下，中长期维度观测利率中枢的上行虽然是确定性事件，但从  
中短端维度来看，在没有观察到其他增量政策出台的条件下，基本面与  
资金面的利好或使得利率继续维持低位震荡，短期内迅速回调的风险较  
低，建议把握短期内收益率下行的资本利得，以及中长期维度下收益增  
厚策略的操作空间。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**分析师：**张伟，华安固收分析师，对外经济贸易大学本硕，3年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**研究助理：**杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。