



报告日期：2022年8月12日

8-12月制造业PMI或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平

——7月PMI数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 7月制造业PMI49.00，预期值50.40，前值50.20；7月非制造业PMI53.80，预期值53.80，前值54.70；7月综合PMI52.50，前值54.10。我们点评如下：

➤ 一、产需两弱使得7月制造业PMI远弱于季节性，7月非制造业PMI总体表现尚可；

➤ 二、7月需求较为疲弱，全球宏观经济的下行具有较强的趋势性；

➤ 三、7月城镇调查失业率大概率较6月上行，“扩内需”力度还将维持在较高水平；

➤ 四、建筑业PMI五个分项表现并不十分强劲，基建投资增速快速上行概率依旧不大；

➤ 五、8-12月制造业PMI面临一定的利空因素，大幅上行概率较低。

风险因素

- 1.美联储货币政策收紧力度超预期；
- 2.大宗商品价格上行幅度超预期；
- 3.国内外新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
- 2.英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
- 3.英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
- 4.英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
- 5.英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
- 6.英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
- 7.英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
- 8.英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
- 9.英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
- 10.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 11.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 12.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 13.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）



目录

一、产需两弱使得 7 月制造业 PMI 远弱于季节性，7 月非制造业 PMI 总体表现尚可	3
二、7 月需求较为疲弱，全球宏观经济的下行具有较强的趋势性	4
三、7 月城镇调查失业率大概率较 6 月上行，“扩内需”力度还将维持在较高水平	7
四、建筑业 PMI 五个分项表现并不十分强劲，基建投资增速快速上行概率依旧不大	8
五、8-12 月制造业 PMI 面临一定的利空因素，大幅上行概率较低	10

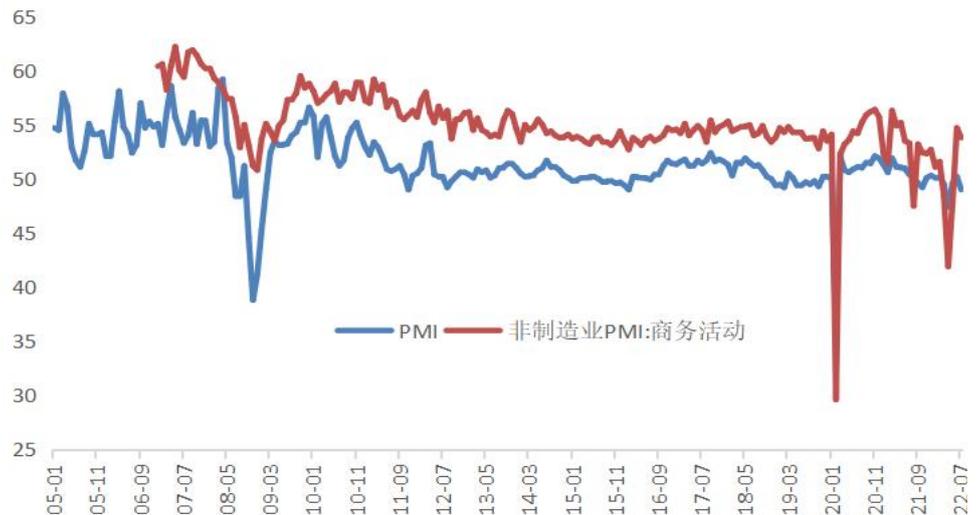
事件：7月制造业 PMI49.00，预期值 50.40，前值 50.20；7月非制造业 PMI53.80，预期值 53.80，前值 54.70；7月综合 PMI52.50，前值 54.10。

点评：

一、产需两弱使得7月制造业 PMI 远弱于季节性，7月非制造业 PMI 总体表现尚可

7月制造业 PMI 录得 49.0，这一读数表现不佳，体现在以下两个方面。**第一**，7月制造业 PMI 录得 49.0，大幅低于预期 1.40 个百分点，较前值大幅下行 1.20 个百分点，时隔 1 个月再次跌至荣枯线之下，且创近 3 个月新低。如果剔除掉 2022 年 4 月的 47.40，以及 2020 年 2 月的 35.70，7 月制造业 PMI49.0 的读数持平于 2016 年 2 月、2011 年 11 月以及 2009 年 2 月，为 2009 年 2 月以来低点。**第二**，在 2005 年以来 18 年的 7 月制造业 PMI 中，2022 年 7 月为历年同期次低值，仅高于 2008 年 7 月的 48.40。2005 年至 2021 年 17 年间 7 月制造业 PMI 均值为 50.95，高于荣枯线，而 2022 年 7 月大幅低于该均值 1.95 个百分点，且位于荣枯线之下，表明 2022 年 7 月制造业 PMI 的表现远弱于季节性。

图 1：7 月制造业 PMI 远弱于季节性，7 月非制造业 PMI 总体表现尚可（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

7月制造业 PMI 表现不佳，从结构的角度看，有以下两个原因。**第一**，从 5 个主要分项看，7 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得 48.50、49.80、48.60、50.10、47.90，分别较前值下行 1.90、3.00、0.10、1.20、0.20 个百分点。以上数据的特征有三点：**一是**五个分项均较前值下行，全线下跌；**二是**产需两弱，生产下行幅度最大，其次是需求，二者均从荣枯线之上跌至荣枯线之下；**三是**五个分项中只有供货商配送时间处于荣枯线之上，其余四个分项均处于荣枯线之下。**第二**，分企业规模看，7 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 49.80、48.50、47.90，分别较前值下行 0.40、2.80、0.70 个百分点。以上数据的特征有四点：**一是**7 月大中小型企业制造业 PMI 均较前值下跌；**二是**7 月大中小型企业制造业 PMI 均位于荣枯线之下，表明 7 月宏观经济整体承压；**三是**大

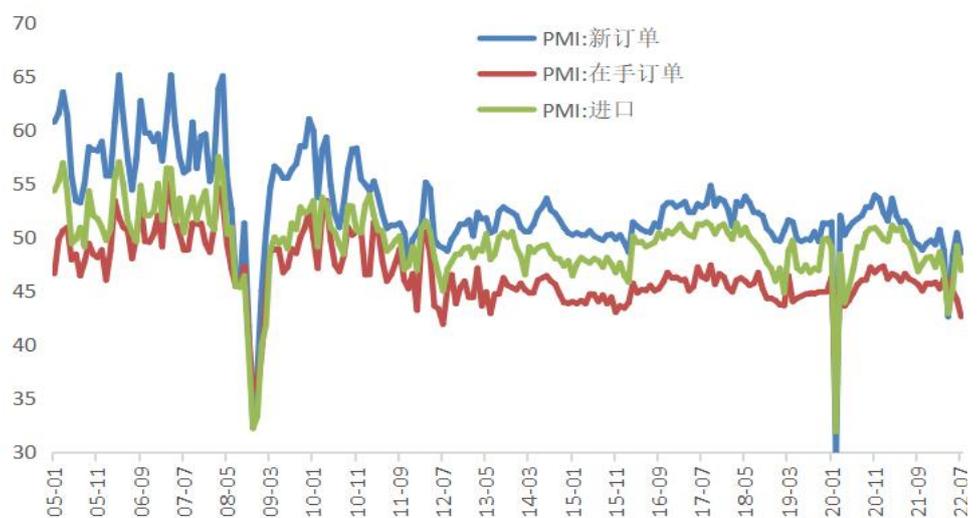
中企业从荣枯线之上跌至荣枯线之下，从扩张状态进入收缩状态，其中，大型企业处于历史低位区间，而中型企业也处于历史低位区间；**四是**虽然小型企业制造业 PMI 在荣枯线之下继续下探，且从绝对读数看低于大中型企业，但是小型企业制造业 PMI 处于历史中位区间。从这个角度看，小型企业制造业 PMI 的表现强于大中型企业。**综上**，供需两弱以及大中型企业疲弱是 7 月制造业 PMI 表现不佳的主因。

非制造业 PMI 方面，7 月非制造业 PMI 为 53.80，持平于预期，虽然较前值下行 0.90 个百分点，并且在 2007 年以来的历史同期中，仅高于 2021 年 7 月的 53.30 与 2019 年 7 月 53.70，但是总体表现尚可：**一是**居于历史中位区间；**二是**连续 2 个月位于荣枯线之上。从结构上看，7 月建筑业 PMI 为 59.20，较前值上行 2.60 个百分点，创 2021 年 9 月以来新高；7 月服务业 PMI 为 52.80，较前值下行 1.50 个百分点，为 2021 年 6 月以来的次高值。非制造业 PMI 其余的 9 个分项，除了存货较前值上行 0.30 个百分点至 47.10 之外，其余 8 个分项均较前值下行。其中，位于荣枯线以下的指标有 7 个，较 6 月增加 3 个，位于 50-60 之间的指标有 2 个，较 6 月减少 2 个，位于 60 以上的指标有 0 个，较 6 月减少 1 个。从这个角度看，7 月非制造业 PMI 较 6 月边际走弱。

二、7 月需求较为疲弱，全球宏观经济的下行具有较强的趋势性

7 月新订单、新出口订单与在手订单分别为 48.50、47.40、42.60，分别较前值下行 1.90、2.10、1.60 个百分点。其中，在 6 月短暂跃至荣枯线之上后，7 月新订单从荣枯线之上跌至荣枯线之下，且处于历史低位区间，与此同时，在手订单从 2022 年 3 月 46.10 的阶段高点单边累计下行 3.50 个百分点，二者均表明 7 月的需求较为疲弱。与之相印证的是，7 月进口指数录得 46.90，较前值大幅下行 2.30 个百分点。

图 2：新订单、在手订单和进口指数表明 7 月的需求较为疲弱（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从央行问卷调查看，2 季度更多消费占比录得 23.80%，虽然较 1 季度小幅上行 0.10 个



百分点，但是并无显著改观，与此同时，2 季度城镇储户更多投资占比为 17.90%，较 1 季度大幅下行 3.70 个百分点，创 2009 年 1 月有数据记录以来新低。与以上数据相对应的是，2 季度城镇储户更多储蓄占比为 58.30%，较 1 季度大幅上行 3.60 个百分点，创 2002 年 3 季度有数据记录以来新高。以上表明，当前我国宏观经济面临有效需求不足的问题。对此，7 月 28 日政治局会议强调，“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”。7 月 29 日国务院常务会议指出，“要综合施策扩大有效需求”，主要举措有两个：“一是发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用”；“二是推动消费继续成为经济主拉动力”。

外需方面，7 月新出口订单录得 47.40，虽然较前值下行 2.10 个百分点，但是这一读数本身不算低，与此同时，7 月出口金额当月同比录得 18.0%，较前值小幅上行 0.10 个百分点，符合我们在《英大证券宏观评论：7 月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平（20220727）》中“7 月出口金额还将维持较高增速”的判断。7 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 51.10，较前值下行 0.10 个百分点。从主要经济体制造业 PMI 来看：美国方面，7 月 ISM 制造业 PMI 录得 52.80，较前值下行 0.20 个百分点，创 2020 年 7 月以来新低，与此同时，7 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 52.20，较前值下行 0.50 个百分点；欧元区方面，7 月欧元区制造业 PMI 录得 49.80，较前值下行 2.30 个百分点，时隔 24 个月首次跌至荣枯线之下，其中，德国的制造业 PMI 录得 49.30，较前值下行 2.70 个百分点，同样时隔 24 个月首次跌至荣枯线之下；日本方面，7 月日本制造业 PMI 录得 52.10，较前值下行 0.60 个百分点，创 2021 年 10 月以来新低；英国方面，7 月英国制造业 PMI 录得 52.10，较前值下行 0.70 个百分点，创 2020 年 7 月以来新低。

7 月全球 PMI 数据的一个“巧合之处”是，摩根大通全球制造业 PMI 新订单指数、美国 Markit 服务业 PMI 以及欧元区制造业 PMI 均时隔 24 个月首次进入负值区间。从这一“巧合之处”出发可做两点推断：一是主要经济体之间具有较强的协同性与共振性；二是全球宏观经济的下行具有较强的趋势性，而扭转这一趋势有一定难度。针对市场关注的全球经济衰退问题，我们认为，按照目前的趋势，全球经济大概率进入衰退的“前夜”。我们主要从美国 Markit 制造业 PMI 的走势做出这一判断：7 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 52.20，较前值下行 0.50 个百分点，按照这个下行幅度，预计 2022 年 12 月美国 Markit 制造业 PMI 大概率进入负值区间。美国 ISM 制造业 PMI 与美国 Markit 制造业 PMI 均是美国宏观经济的领先指标，叠加考虑美国 ISM 制造业 PMI 新订单指数连续 2 个月运行在荣枯线之下，且在荣枯线之下持续下探，预计美国 ISM 制造业 PMI 大概率也在 2022 年 12 月左右跌破荣枯线。一旦出现这种情况，则意味着美国制造业进入收缩状态，也就是说，美国经济就进入衰退阶段。

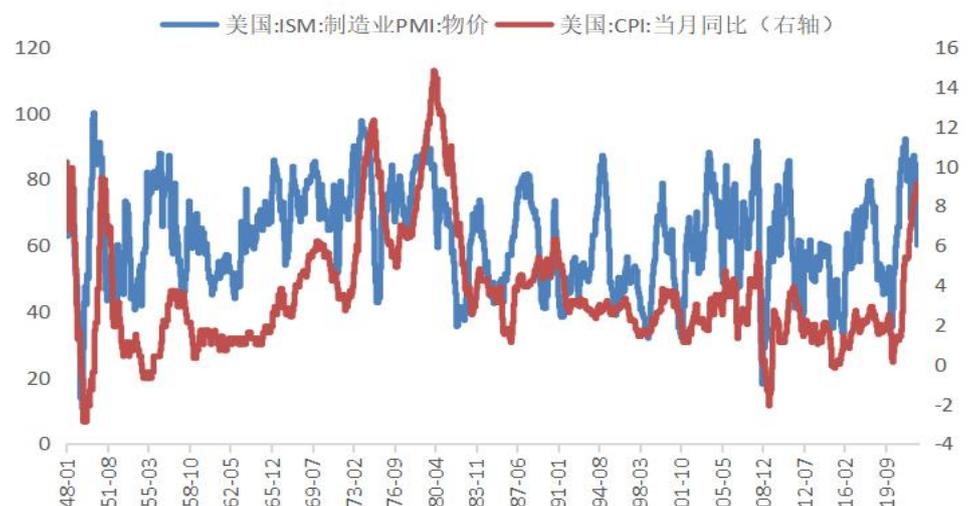
图 3：三大主要 PMI 均时隔 24 个月首次进入负值区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

7月全球PMI数据的一个显著特征是，与价格相关的指标出现较大幅度下行：**一是**美国ISM制造业PMI物价指数录得60.0，较前值大幅下行18.50个百分点，创2020年9月以来新低；**二是**美国ISM非制造业PMI价格指数录得72.30，较前值下行7.80个百分点，创2021年3月以来新低；**三是**摩根大通全球制造业PMI投入价格录得65.60，较前值下行3.10个百分点，创2021年3月以来新低；**四是**摩根大通全球制造业PMI产出价格录得58.30，较前值下行2.10个百分点，创2021年3月以来新低。其中，美国ISM制造业PMI价格指数下行幅度最大。从历史经验看，本轮美国ISM制造业PMI价格指数大概率下行至荣枯线之下。考虑到美国ISM制造业PMI价格指数是美国ISM非制造业PMI价格指数的领先指标，预计后期美国ISM非制造业PMI价格指数大概率继续下行，直至跌破荣枯线。考虑到美国GDP在全球GDP中的占比高达25%左右，以及美国ISM制造业PMI与摩根大通全球制造业PMI的相关系数高达0.80，预计摩根大通全球制造业PMI投入价格与产出价格大概率跟随下行。

图 4：美国 ISM 制造业 PMI 物价指数领先美国 CPI 当月同比（%）



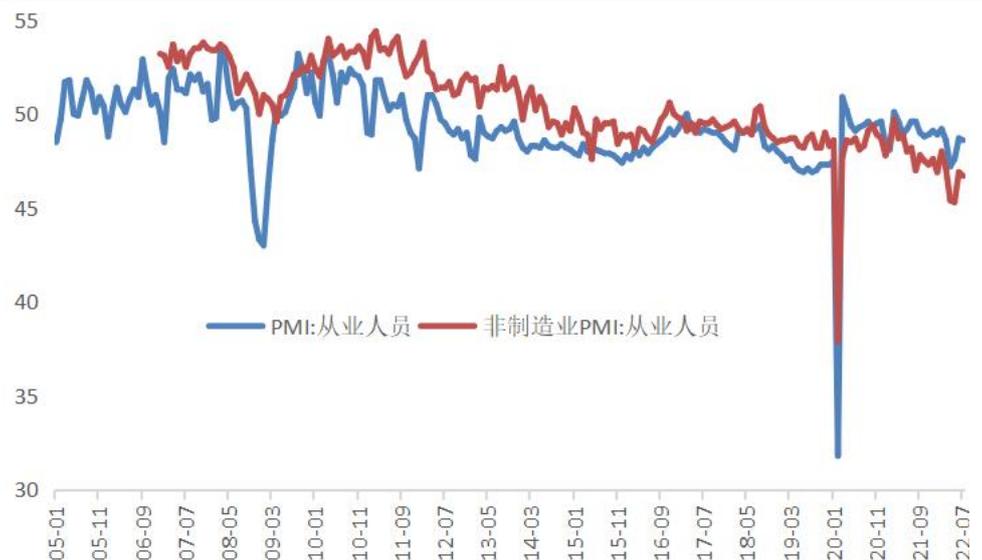
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

与美国 ISM 制造业 PMI 价格指数较前值大幅下行 18.50 个百分点相呼应的是，7 月美国 CPI 当月同比录得 8.50%，较前值下行 0.60 个百分点，创近 3 个月新低，以及 7 月美国 PPI 当月同比录得 9.80%，低于预期 0.60 个百分点，较前值下行 1.50 个百分点。我们认为 6 月的 9.10% 是大概率是本轮美国 CPI 周期的峰值。我们坚持在《英大证券宏观评论：发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度，“灵活适度”主基调或将贯穿 1-3 季度货币政策执行报告（20220214）》中“发达经济体通胀高点大概率位于 2-3 季度”的判断。

至于美联储的货币政策，考虑到 7 月美国失业率录得 3.50%，较前值下行 0.10 个百分点，为 1969 年 6 月以来低点，以及 7 月美国 CPI 当月同比 8.50% 的读数处于历史高位区间，且远高于 2.0% 这一目标点位，预计 2022 年下半年美联储大概率继续加息。但是考虑到 6 月 9.10% 的读数大概率是本轮通胀周期的顶部，预计 2022 年下半年美联储加息的幅度大概率不超 75 个基点，且加息幅度大概率缓步下行。

三、7 月城镇调查失业率大概率较 6 月上行，“扩内需”力度还将维持在较高水平

图 5：7 月制造业 PMI 从业人员指数与非制造业从业人员指数均较前值下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

7 月 PMI 从业人员数据表现不佳，体现在以下两点。**第一，从制造业 PMI 看**，7 月制造业 PMI 从业人员指数录得 48.60，较前值下行 0.10 个百分点，在新冠肺炎疫情爆发后的 29 个月度数据中，位列倒数第六位。具体看，7 月大中小企业的从业人员指数分别为 49.90、46.90、48.10，分别较前值上行 1.10、-1.60、-0.70 个百分点。其中，7 月大型企业从业人员逆势上行，逼近荣枯线，创 2021 年 10 月以来新高；7 月中型企业从业人员较前值大幅下行，且创 2020 年 3 月以来新低；主要受益于中央对小微企业的扶持，以及“稳就业”政策的大力推进，7 月小型企业从业人员虽然较前值下行，但是居于历史中位区间。**第二，从非制造业 PMI 看**，7 月非制造业从业人员指数为 46.70，较前值下行 0.20 个百分点，剔除掉 2022 年 4 月的 45.40 以及 5 月的 45.30，为 2020 年 3 月以来新低，总体呈震荡下行的态

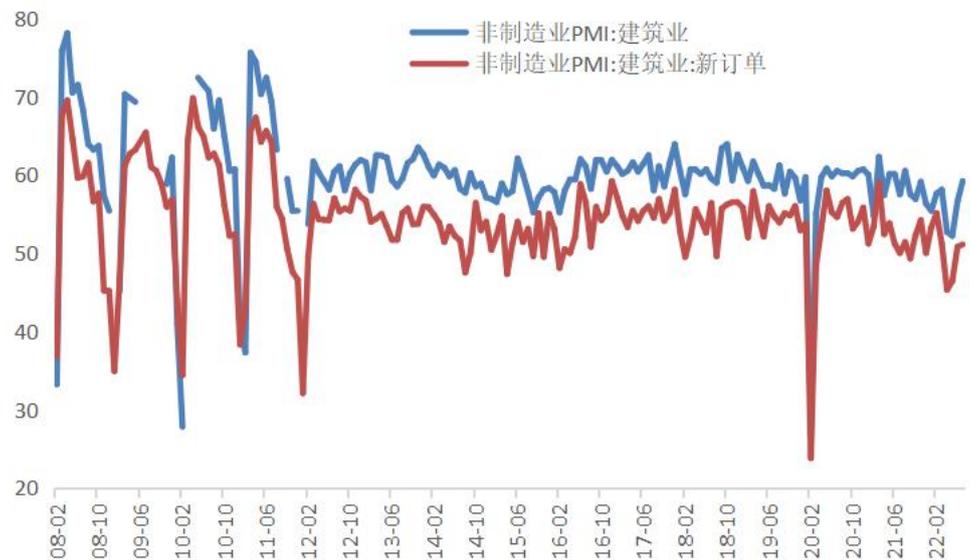
势。其中，7月建筑业从业人员为47.70，较前值下行0.60个百分点，剔除掉2022年4月的43.10以及5月的45.50，为2020年3月以来低点；7月服务业从业人员为46.60，持平于前值。可见，7月非制造业PMI从业人员下行，主要受建筑业从业人员下行的拖累。

我们认为，7月城镇调查失业率大概率在6月的基础上上行。这一判断的主要依据是7月制造业PMI从业人员指数与非制造业从业人员指数均较前值下行。支撑我们这一判断的另外一个依据是，7月是城镇调查失业率的季节性高峰。2018年至2021年，7月城镇调查失业率均不低于6月，具体看：2018年7月录得5.10%，较6月上行0.30个百分点；2019年7月录得5.30%，较6月上行0.20个百分点；2020年7月录得5.70%，持平于6月；2021年7月录得5.10%，较6月上行0.10个百分点。

728政治局会议对就业问题高度重视，提出“着力稳就业稳物价”，以及“做好高校毕业生等重点群体就业工作”。6月16-24岁人口城镇调查失业率为19.30%，创2018年1月有数据记录以来新高，即便如此，我们认为在季节性以及新冠肺炎疫情的冲击下，7月16-24岁人口城镇调查失业率大概率在6月的基础上继续上行。7月29日国务院常务会议提出，“稳经济很重要的是稳就业稳物价”，以及“要综合施策扩大有效需求”，虽然728政治局会议淡化GDP增速预期目标，但是在城镇调查失业率继续攀升的背景下，预计8月我国“扩内需”的力度还将维持在较高水平。

四、建筑业PMI五个分项表现并不十分强劲，基建投资增速快速上行概率依旧不大

图6：7月新订单录虽然连续2个月位于荣枯线之上，但是居于历史低位区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

7月建筑业PMI录得59.20，较前值上行2.60个百分点，创2021年9月以来新高。建筑业PMI的5个分项“1升4降”：一是新订单录得51.10，较前值上行0.30个百分点，虽然连续2个月位于荣枯线之上，但是居于历史低位区间；二是业务活动预期录得61.0，较前值下行2.10个百分点，虽然位于60.0以上的高景气区间，但是居于历史中位偏低区



间；三是从业人员录得 47.70，较前值下行 0.60 个百分点，位于历史低位区间；四是投入品价格录得 45.0，较前值下行 3.70 个百分点，创 2021 年 12 月以来新低，居于历史低位区间；五是销售价格录得 50.20，持平于 2020 年 4 月，为 2019 年 1 月以来低点。

总体而言，7 月建筑业 PMI 表现较佳，但是其五个分项表现并不十分强劲。从实体经济指标看，7 月工程机械行业挖掘机销量当月同比录得 3.40%，时隔 14 个月首次转正，但是 7 月工程机械行业国内挖掘机销量当月同比录得-24.90%，连续 15 个月处于负值区间。综合以上数据，叠加考虑 2021 年同期基数下行 2.96 个百分点，预计 7 月基础设施建设投资完成额累计同比大概率在 6 月的基础上小幅上行。

728 政治局会议强调，“宏观政策要在扩大需求上积极作为”。从随后的表述看，基建投资是扩内需的主要抓手，这一判断的依据有三点。**第一**，财政政策方面，728 政治局会议指出，“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”。考虑到地方政府专项债券主要用于基建投资建设，因此基建投资领域是财政政策重点发力领域。**第二**，货币政策方面，728 政治局会议明确指出，“用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金”。**第三**，产业政策方面，728 政治局会议明确指出，“支持中西部地区改善基础设施和营商环境”。综上，在 728 政治局会议扩内需的财政、货币与产业三方面的举措均指向基建投资，因此基建投资是宏观政策扩大需求的重点领域。7 月 29 日国务院常务会议指出，“要综合施策扩大有效需求”，“发挥有效投资对经济恢复发展的关键性作用”。其中提及“加快中央预算内投资项目实施，督促地方加快专项债使用”，政策性开发性金融工具“主要投向交通、能源、物流、农业农村等基础设施和新型基础设施”，“在确保工程质量前提下在三季度尽快形成更多实物工作量”等，叠加考虑并未提及制造业投资与房地产投资，表明“有效投资”主要指的是基建投资。

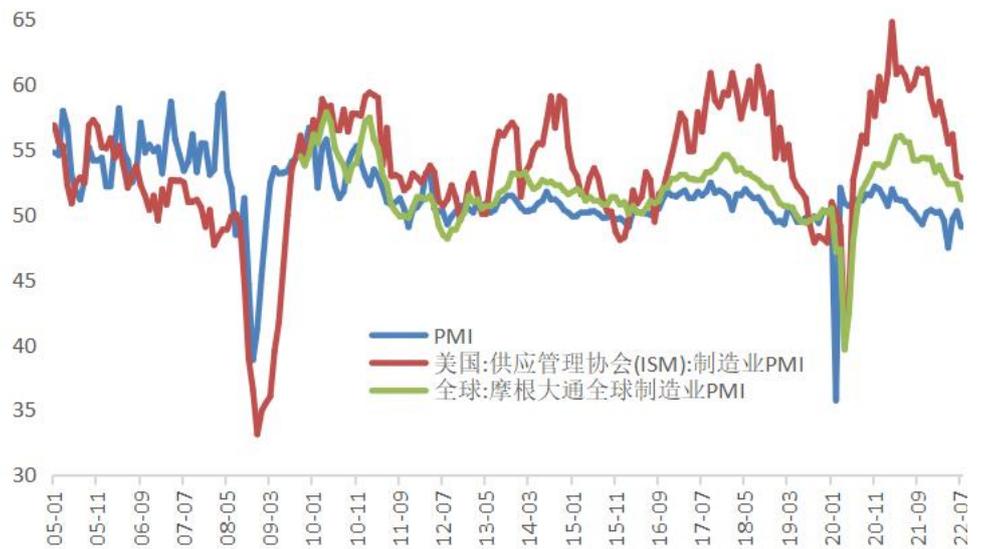
值得指出的是，在《英大证券宏观评论：7-12 月消费增速大概率较 1-6 月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低（20220721）》中，我们提出“受交通运输仓储和邮政业拖累，基础设施建设投资完成额累计同比难以快速拉升”。7 月 31 日交通运输部召开全国交通运输 2022 年半年工作视频会，要求下半年积极扩大交通有效投资，加快建设国家综合立体交通网，主动服务国家重大战略实施。对此，我们的解读有两点。**第一**，从“主动服务国家重大战略实施”看，加大基础设施建设投资力度是当前我国的“重大战略”。**第二**，在我们指出交通运输仓储和邮政业是基建投资的短板，大概率制约 7-12 月基建投资增速拉升的幅度之后，交通运输部明确要求“下半年积极扩大交通有效投资”。对此，我们认为“下半年积极扩大交通有效投资”将在一定程度上助力支撑基建投资增速，但是我们同样认为，交通有效投资对基建投资增速的支撑力度可能有限：**一是**当前财政压力较大，6 月公共财政收入累计同比为-10.20%，公共财政支出累计同比为 5.90%，二者的差值为 16.10 个百分点，较其前值走阔 0.10 个百分点，表明财政收支面临较为严峻的局面；**二是**在新冠肺炎疫情不时局部反弹，尚未完全消除的背景下，全社会的出行需求较低，也就是说，交通

运输基础设施并不能被充分有效使用，从这个角度看，交通方面的投资并不符合“有效投资”的标准，当然，如果考虑到交通投资对产业链上下游的拉动效应，则交通方面的投资符合“有效投资”的标准；三是民间投资在交通运输仓储和邮政业投资中占比达 21.0%左右，在全社会出行需求较低背景下，高度敏感的民间投资大概率不会加大对交通领域的投资力度。综上，我们认为交通运输部明确要求“下半年积极扩大交通有效投资”大概率对下半年基建投资增速形成一定支撑，但是基建投资增速快速上行的概率依旧不大。在此基础上值得指出的有两点：一是对下半年基建投资增速形成较大利多的因素是，2021 年 7-12 月基建投资增速持续下行；二是考虑到 7 月 29 日国务院常务会议指出“在确保工程质量前提下在三季度尽快形成更多实物工作量”，预计 4 季度基建投资增速大概率低于 3 季度。

五、8-12 月制造业 PMI 面临一定的利空因素，大幅上行概率较低

我们认为 8-12 月制造业 PMI 面临一定的利空因素。第一，从总体走势上看，主要经济体制造业 PMI 走势较为相似。虽然中国制造业 PMI 与美国 ISM 制造业 PMI 的相关系数仅为 0.25，但是中国制造业 PMI 与摩根大通全球制造业 PMI 的相关系数为 0.48，而美国 ISM 制造业 PMI 与摩根大通全球制造业 PMI 的相关系数高达 0.80。在美国 ISM 制造业 PMI 新订单指数连续 2 个月位于荣枯线下且持续下探，以及摩根大通全球制造业 PMI 新订单时隔 24 个月跌破荣枯线的背景下，叠加考虑全球主要经济体货币政策进入收紧阶段，预计美国 ISM 制造业 PMI 与摩根大通全球制造业 PMI 大概率继续承压。这就意味着中国制造业 PMI 大幅上行概率较低。

图 7：全球制造业 PMI 具有较强的联动性与趋势性（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，从我国的库存周期看，6 月工业企业产成品存货同比录得 18.90%，较前值下行 0.80 个百分点。如果 7-12 月工业企业产成品存货同比上行，则我国工业企业处于被动补库存阶段，而如果 7-12 月工业企业产成品存货同比下行，则我国工业企业处于主动去库存阶



段。这两个阶段分别对应宏观经济的衰退与萧条阶段。从历史经验看，在这两个阶段，制造业 PMI 大概率均较为低迷。**第三**，2020 年 2 月制造业 PMI 录得史无前例的 35.70，以及 2022 年 4 月制造业 PMI 录得 47.40，其主要原因均是新冠肺炎疫情冲击。7 月海外新冠肺炎新增确诊病例数为 2,868.23 万例，较 6 月多增 1277.11 万例，且创近 4 个月新高。在“海外输入不停，境内反弹不止”的背景下，8 月 1-11 日我国新冠肺炎新增确诊病例数为 3919 例，较 7 月同期多增 2783 例，涨幅高达 244.98%。此外，为有效控制疫情，728 政治局会议指出“对疫情防控和经济社会发展的关系，要综合看、系统看、长远看，特别是要从政治上看、算政治账”，要“坚持动态清零”，这就意味着在疫情防控的背景下，宏观经济效率会遭受一些损失，进而对制造业 PMI 形成压制。**第四**，在 GDP 增速方面，728 政治局会议指出，“巩固经济回升向好趋势，着力稳就业稳物价，保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”。反观 429 政治局会议的提法是，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。在宏观政策力度上，728 政治局会议提出“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，而 429 政治局会议的主基调是，“要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间”。728 政治局会议淡化 5.50% 左右的 GDP 增速预期目标，相应地，728 政治局会议通稿中表述的宏观政策“主基调”的力度低于 429 政治局会议，这就意味着下半年制造业 PMI 拉升的动能大概率较 2 季度减弱。综上，预计 8-12 月制造业 PMI 大幅上行概率较低。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
