



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:魏冉  
SAC 登记编号:S1340123020012  
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《鲍威尔表态整体中性，并不代表9月没有加息可能》 - 2023.07.28

宏观研究

## 装备制造业盈利占优，消费需求温和复苏

### ● 核心观点

上半年工业企业盈利受工业品价格下跌影响降幅偏大，但6月份销售、成本改善推动企业盈利降幅收敛。同时，中游制造业在全部工业盈利占比持续上升，尤其是装备制造业盈利领先。此时可适当关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产，同时配置促民企带动的消费回升，以及前期调整过的人工智能、数字经济、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

### ● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 目录

1 大类资产表现.....	4
2 国内外宏观热点.....	4
2.1 海外宏观热点及一句话点评.....	11
2.2 国内宏观热点及一句话点评.....	17
3 风险提示.....	20

## 图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2: 工业企业盈利.....	5
图表 3: 工业生产量价.....	5
图表 4: 工业企业盈利分化.....	6
图表 5: 装备制造业相关行业盈利领先.....	6
图表 6: PPI 同比&工业企业盈利.....	7
图表 7: 上中下游盈利分布.....	7
图表 8: 水泥价格.....	8
图表 9: 水泥库容比.....	8
图表 10: 螺纹钢价格.....	8
图表 11: 原油价格.....	8
图表 12: 石油沥青装置开工率.....	8
图表 13: PTA 开工率.....	8
图表 14: 乘用车厂家日均零售数量.....	10
图表 15: 八大城市地铁客运量.....	10
图表 16: 国内执行航班数.....	10
图表 17: 国际执行航班数.....	10
图表 18: 同业存单发行利率.....	10
图表 19: 不同类型银行同业存单发行利率.....	10

## 1 大类资产表现

7月第四周，大宗商品价格涨多跌少。美债收益率上行，美股上涨；美元指数走强，人民币汇率走强；中债收益率上行，A股上涨。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2022/12/30	2023/7/21	2023/7/28	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	82.32	81.07	84.99	3.2%	4.8%
WTI原油	美元/桶	80.26	77.07	80.58	0.4%	4.6%
COMEX黄金	美元/盎司	1,819.70	1,964.30	1,960.40	7.7%	-0.2%
LME铜	美元/吨	8,387.00	8,422.00	8,592.00	2.4%	2.0%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,153.50	2,161.50	-8.4%	0.4%
动力煤	元/吨	921.00	801.40	801.40	-13.0%	0.0%
螺纹钢	元/吨	4,085.00	3,823.00	3,851.00	-5.7%	0.7%
美国股债					基点数变动	
美债2Y		4.41	4.82	4.87	46	5
美债10Y		3.88	3.84	3.96	8	12
标普500		3839.5	4536.34	4582.23	19.3%	1.0%
外汇						
美元指数		103.4942	101.094	101.7038	-1.7%	0.6%
美元兑离岸人民币		6.9211	7.1895	7.1534	3.4%	-0.5%
中债						
1年中债		2.1316	1.7472	1.8175	-31.41	7.03
10年中债		2.8312	2.6109	2.6491	-18.21	3.82
A股						
上证综指		3089.26	3167.75	3275.93	6.0%	3.4%
沪深300		3871.63	3821.91	3992.74	3.1%	4.5%
创业板指		2346.77	2163.12	2219.54	-5.4%	2.6%

资料来源：iFind，中邮证券研究所

## 2 国内外宏观热点

**销量、成本改善推动企业盈利降幅收敛，库存压力缓和。**6月份，规模以上工业企业实现利润总额7197.6亿元，同比下降8.3%，降幅较7月收窄4.3个百分点。年内降幅首次回到-10%以内，盈利降幅的收敛主要源于两个原因：第一，6月工业增加值同比提升0.9个百分点至4.4%，PPI同比降幅则扩大0.8个百分点至-5.4%，6月份工业领域呈现量升价降的格局，销量改善是企业盈利降幅收窄的重要原因。第二，企业单位成本边际改善，利润率环比回升。6月份，规上工业企业每百元营业收入中的成本较5月份减少0.83元；营业收入利润率为6.44%，较5月份提高0.27个百分点。上游矿产品价格持续下行，工业企业原料成本压力有所缓解，助推企业单位成本边际改善。另外，企业库存压力持续缓和，6月

规模以上工业企业产成品存货同比 2.2%，在 5 月低位继续下降，同时上半年规模以上工业企业营收同比 -0.2%，较 5 月 0.1% 增速放缓，企业主动去库存。企业现金流仍然承压，产成品存货周转天数为 20.3 天，同比增加 1.1 天；应收账款平均回收期为 63.2 天，同比增加 6.4 天。整体来看，今年以来 PPI 持续负增对工业企业总体盈利形成了明显的拖累，上半年工业企业盈利同比下降 16.8%，降幅仅次于 2009 年上半年 -22.9%（2020 年上半年同比降幅为 -12.8%）；但是大宗商品价格的下跌主要体现在上游原材料行业的盈利承压，而中下游行业在原材料价格上涨时期承担的成本压力则边际缓和。

图表2：工业企业盈利



图表3：工业生产量价



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

中游装备制造业盈利占优。从盈利结构看，上半年采矿业、制造业、公用事业利润总额同比分别为-19.9%、-20%、34.1%（1-5月累计同比为-16.2%、-23.7%、34.8%），上游采矿业盈利降幅扩大的同时，制造业盈利降幅收窄。从季度数据看，制造业盈利改善同样明显。二季度规上工业企业利润下降 12.7%，降幅较一季度收窄 8.7 个百分点。上半年 41 个工业大类行业中，有 30 个行业利润同比增速较一季度加快，或降幅收窄、由降转增，占比超七成。制造业带动工业企业利润改善作用较强。上半年，制造业利润降幅较一季度收窄 9.4 个百分点，带动规上工业利润降幅较一季度收窄 7.4 个百分点。

——具体分行业看，中游行业实现盈利正增长的行业数量领先，同时 6 月盈利继续改善。上半年，橡胶和塑料制品业、通用设备制造业、专用设备制造业、铁路船舶航空设备制造业、电气机械制造业、仪器仪表制造业利润总额实现同比增长，同比增速分别为 11%、17.9%、3.9%、35.3%、29.1%、10.8%，除仪器仪表

表制造业以外上述行业盈利增速较 1-5 月累计增速普遍提高。其中装备制造业盈利占优，上半年，装备制造业利润同比增长 3.1%，实现由降转增，增速较一季度大幅回升 20.8 个百分点。装备制造业利润占规上工业的比重为 34.3%，较一季度和上年同期分别提高 6.8 和 6.7 个百分点。分行业看，光伏设备、锂离子电池、新能源汽车、高铁车组等新产品生产快速增长，带动电气机械、汽车、铁路船舶航空航天运输设备行业利润分别增长 29.1%、10.1%、35.3%。

——下游行业相对偏弱，上半年除烟草制品业、汽车制造业以外盈利普遍负增，但多数行业盈利降幅收窄，并在 6 月份当月利润同比实现正增长。具体的，上半年，在 13 个主要消费品制造行业中，有 10 个行业利润同比降幅较一季度收窄或由降转增，占 76.9%。6 月份，消费品行业利润加快回升，有 10 个行业当月利润同比增长，较 5 月份增加 5 个，其中皮革制鞋行业利润同比增长 1.07 倍，化纤行业利润增长 21.2%，家具、纺织服装、文教工美、医药行业利润分别增长 7%—14%。

**图表4：工业企业盈利分化**

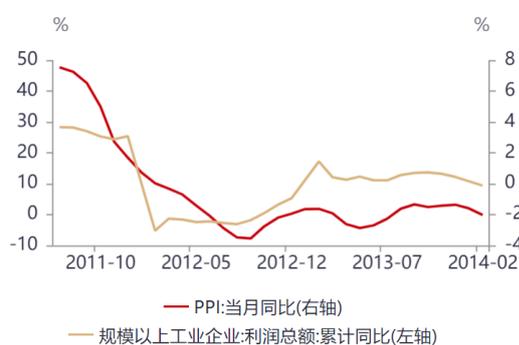

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表5：装备制造业相关行业盈利领先**

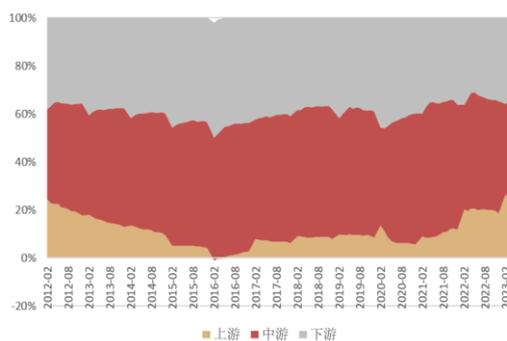

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

在大宗商品价格快速下行期，盈利结构可能比整体盈利更加重要。与上半年工业企业盈利分化相似，2012 年也存在明显分化。2012 年 PPI 同比由 2011 年底 1.69% 持续下行至负区间，年内低至 -3.55%，而大宗商品价格的负增对整体工业企业盈利形成明显拖累。2012 年前 8 个月，规模以上工业企业利润总额同比下降 3.1%，较 2011 年全年 25.4% 的增速明显恶化。上游盈利放缓更加显著，2012 年煤炭开采和洗选业利润总额同比下降 15.6%，相对 2011 年全年 33.4% 的增速放缓明显。但是盈利结构明显改善，估算 2012 年上游盈利占比由 2012 年初的 25%

下降至年末的 17.6%，中游盈利占比则由年初的 38.3% 升至年末的 46.8%。中游盈利的改善一定程度上稳定了次年的投资，2013 年制造业固定资产投资完成额同比增速维持在 18% 左右，中断了 2012 年制造投资持续减速的趋势。对比当前，2023 年上半年估算上、中、下游工业企业盈利分别占比 20.1%、46.5%、33.4%，对比年初 26.4%、37.9%、35.7%，同样呈现中游制造业盈利领先的结构。从 7 月份中观行业数据观察，大宗商品价格有所反弹，但 PPI 同比延续负增，中游制造业可能依然占优。

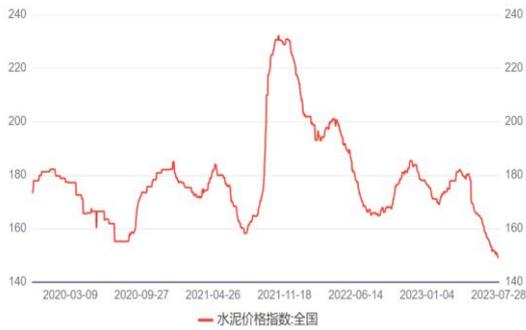
**图表6: PPI 同比&工业企业盈利**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

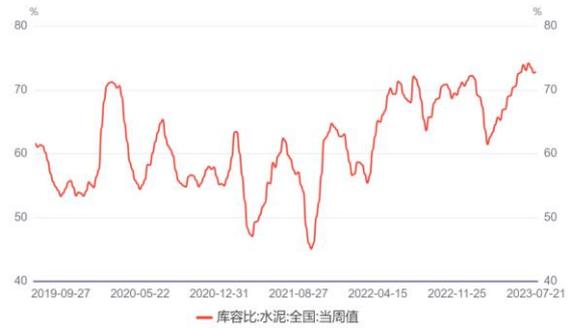
**图表7: 上中下游盈利分布**


资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

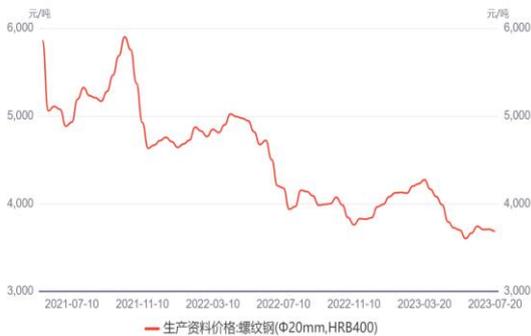
7 月工业品价格反弹，下旬工业生产走强。7 月以来，原油价格连续反弹，布伦特原油期货结算价升至 84.99 美元/桶，同时 LME 铜、LME 铝价波动上涨，螺纹钢价格亦偏强。7 月因高温多雨属于钢材需求淡季，需求基本见底，同时钢企高炉开工率小幅降低，粗钢产量基本稳定。国内期货市场偏强与较强的政策预期有关，在需求基本触底、钢材库存处于相对低位、钢材成本上升、唐山等重点钢铁产区环保限产的背景中，价格偏强运行。水泥价格持续下跌，因高温、强降雨影响，下游工地及搅拌站施工放缓，需求偏弱。7 月中旬，部分地区受限电和错峰影响价格有所上调，但实际效果一般，水泥价格整体下跌。石油化工产业链偏强，PTA 开工率在 7 月上旬季节性回落后，7 月下旬逆势反弹。样本企业沥青开工率亦在 7 月下旬反弹，由此前明显低于历史同期向历史均值靠拢。

**图表8：水泥价格**


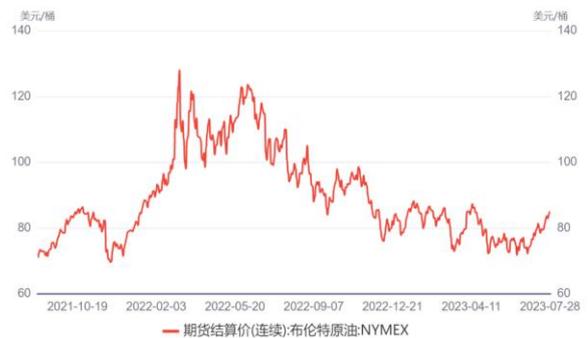
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表9：水泥库容比**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表10：螺纹钢价格**


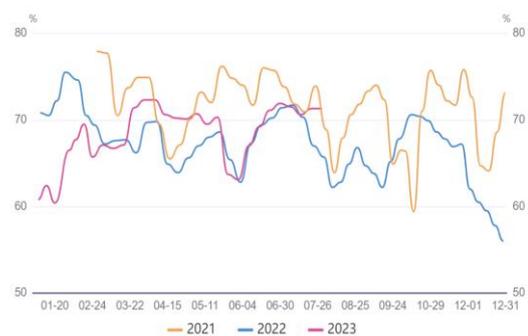
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表11：原油价格**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表12：石油沥青装置开工率**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表13：PTA 开工率**


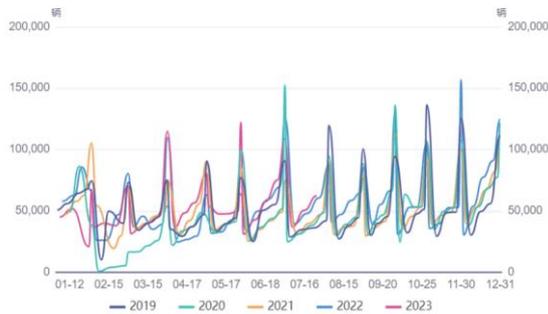
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

7月需求温和复苏。报告《国内政策更兼顾长远，短期警惕美联储偏鹰表态》提到，商品房销售在6月寻底后，7月延续底部震荡。在房地产市场之外，7月

汽车销售总体较强。7月1-23日全国乘用车厂家批发120.8万辆，同比去年增长2%，较上月同期下降4%；7月1-23日市场零售112.2万辆，同比去年增长2%，较上月同期下降7%。在上半年车市持续拉升，6月创出批发新高的背景下，7月的厂家销量总体较强。随着车市增长的结构分化，部分企业传统车产能充裕，休高温假的时间较长，7月车市产销逐步进入休整期。7月车市进入国六B的延展实施期，上月老库存零售的虹吸效应或将引导本月车市产销相对稳定阶段，产销走势较平稳。7月下旬进入集中休假期，厂家在上半月也是集中出货。

——居民出行方面，暑运带动城市内部、城市间居民出行热度抬升。伴随暑期来临，7月样本城市地铁客运明显上升，同时国内执行航班数在五一假期的基础上再上台阶，国际执行航班数则持续恢复。航旅纵横最新数据显示，暑运以来（7.1-7.26），国内航线旅客运输量超4600万人次；国内航线实际执行客运航班量超33万班，恢复至2019年同期的102%左右。根据中国旅游研究院的预测，这个暑期是过去五年来最热的暑期。预计今年6、7、8三个月国内旅游人数将达18.54亿人次，占全年国内旅游出游人数的28.11%；实现国内旅游收入1.2万亿元，约占全年国内旅游收入的27.46%。其中，大中小学生放假最为集中的7-8月，国内旅游人数预计为13.31亿人次，占全年国内旅游出游人数的20.18%；实现国内旅游收入0.86万亿元，约占全年国内旅游收入的19.71%。

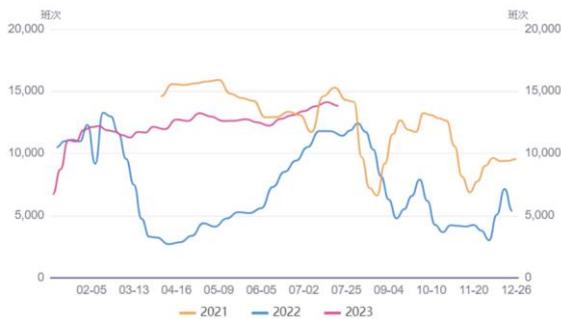
——信贷供给可能再加速。7月下旬，6个月同业存单发行利率出现跳升，从不同类型银行同业存单发行利率看，国有银行在7月下旬发行利率的大幅上行是主要贡献。7月中共中央政治局会议提到，“做好下半年经济工作，……加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险”。政策明确调加大政策调控力度，货币政策发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展，商业银行可能相应加大了信贷投放。但是，7月末票据利率再次跳水，可能反映融资需求并未跟随信贷供给的增加而扩张，7月份实体经济融资增量可能仍较为一般。

**图表14：乘用车厂家日均零售数量**


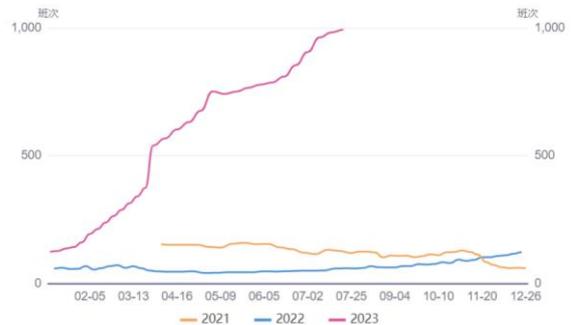
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表15：八大城市地铁客运量**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表16：国内执行航班数**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表17：国际执行航班数**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表18：同业存单发行利率**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

**图表19：不同类型银行同业存单发行利率**


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

综上，上半年工业企业盈利受工业品价格下跌影响降幅偏大，但6月份销售、成本改善推动企业盈利降幅收敛。同时，中游制造业在全部工业盈利占比持续上

升，尤其是装备制造业盈利领先。此时可适当关注顺周期行业政策预期，适当参与与房地产，同时配置促民企带动的消费回升，以及前期调整过的人工智能、数字经济、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

## 2.1 海外宏观热点及一句话点评

**美国二季度 GDP 增速超预期。**在强于预期的消费者支出和强劲的商业投资的推动下，美国经济增长在第二季度出人意料地加速，增长 2.4%，而前三个月的增幅为 2%。消费者支出在年初飙升之后，以 1.6% 的速度增长。消费者表现出韧性。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2508879>

**美国 6 月核心 PCE 同比上涨 4.1% 低于预期，**为 2021 年 9 月以来最小涨幅。7 月 28 日，美国商务部最新数据显示，美国 6 月 PCE（个人消费支出）物价指数同比较 5 月的 3.8% 降至 3%，符合预期 3%；环比增长 0.2%，预期值和前值分别为 0.2%、0.1%。油气价格的降温，继续推动 6 月整体 PCE 增速放缓。自 2021 年 9 月以来，整体 PCE 增速首次放缓至 3%。美联储最爱通胀指标——剔除食物和能源后的核心 PCE 物价指数同比增速从 5 月的 4.6% 降至 4.1%，略低于预期 4.2%；环比增长 0.2%，预期和前值分别为 0.2%、0.3%。核心通胀放缓主要是由于住房成本下降、二手车价格下降以及机票价格低于预期。经通胀调整后，6 月份消费者支出增长了 0.4%，增幅为 1 月份以来最大，前值小幅上修至 0.2%。同时，备受美联储关注的第二季度劳工成本指数同比上涨 1%，同样低于预期 1.10%，及前值 1.20%，为两年来最慢的速度。美国通胀放缓的同时，消费者支出保持强劲，且工资增长也正放缓，使市场押注美联储可以在不导致经济衰退的情况下抑制通胀。

<https://wallstreetcn.com/articles/3694333>

**美国 7 月制造业 PMI 意外回暖，服务业则下滑。**美国 7 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 52.4，创 2023 年 2 月份以来新低，分析师预期会从 6 月终值 54.4 略微回落至 54.0，但仍然实现连续六个月扩张。输入价格分项指数初值降至 58.8，创 2020 年 10 月份以来新低；商业预期分项指数终值降至 2022 年 12 月份以来新低。美国 7 月 Markit 制造业 PMI 初值上升至 49，预期会从上月终值 46.3 回落至 46.2。输入价格分项指数初值升至 50.6，创 4 月份以来新高、并逆转之前的萎缩趋势；新出口订单分项指数初值升至 2022 年 5 月份以来新高。美国 7 月

Markit 综合 PMI 初值回落至 52，创 2023 年 2 月份以来新低，预期会从上月终值 53.2 降至 53。输入价格分项指数初值降至 57.5，创 2020 年 10 月份以来新低；就业分项指数初值降至 2023 年 1 月份以来新低。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2506357>

**6 月美国成屋价格中位数为历史第二高。**美国 6 月新屋销售环比降 2.5%，为 2 月以来首次下降；同比增长 23.8%，表明仍处于相对强劲态势。6 月新屋售价的中位值 41.54 万美元，同比降 4%；对比来看，6 月成屋价格中位数 41.02 万美元，为有记录以来的历史第二高。<https://wallstreetcn.com/articles/3694154>

**机构调查：经济学家认为未来 12 个月美国陷入衰退的可能性不超过 50%。**

根据美国全国商业经济学协会 (NABE) 的调查，现在绝大多数商业经济学家表示，美国未来 12 个月陷入衰退的可能性不超过 50%。超过四分之一的人认为未来一年发生经济衰退的可能性不超过 25%。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2506332>

**美国热浪持续，高温范围将继续扩展。**连日来，美国西部和南部多地遭受高温持续炙烤。而根据预报，热浪范围还将逐渐蔓延至美国中西部。当地时间 23 日发布的高温警报覆盖了 10 多个州、超过 7700 万人。美国政府高温健康综合信息系统 23 日的数据显示，美国当天有超过 7700 万人处于高温警报之下。23 日，美国最热的区域仍然集中在西南部。当天，内华达州拉斯维加斯、犹他州首府盐湖城、加州弗雷斯诺和亚利桑那州图森等城市都发布了高温警报。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2505974>

**美国银行中型企业客户预计美国经济将实现软着陆，但多数企业主担心通胀问题仍存。**在美国银行 5 月份调查的中型企业中，约 75% 预计收入将增长，71% 计划招聘员工。根据逾 300 位企业主的调查，几乎所有人都计划在未来 12 个月内获得融资。该公司商业银行业务总裁 Raul Anaya 表示，“我们所服务的公司持续感到乐观。”美国银行与近 25,000 家年收入在 500 万美元至 5,000 万美元的中型企业合作。“随着软着陆成为现实，美国经济和未来增长变得更加明朗，这将使得企业能够在更安全的背景下做出更多投资决策。”在令人鼓舞的迹象表明价格上涨可能得到控制之后，对软着陆的希望正在升温。不过，美国银行的调查结果显示，多数企业主认为包括通胀在内的问题仍然存在，这促使他们提高价格或

重新评估现金流和支出。约 75% 的中型企业主认为通胀是令人担忧的因素。预计美国经济可以避免严重衰退的并非只有美国银行，其他金融机构报告称消费者正在继续花掉多余的现金，并令债务维持在可控水平。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2508256>

**美联储货币政策委员会 FOMC 会后宣布，将联邦基金利率的目标区间上调至 5.25% 到 5.50%，升至二十二年来高位，加息幅度 25 个基点，幅度符合市场普遍预期。和去年 7 月以来的前八次会议一样，FOMC 投票委员全票赞成本次的利率决策。这是美联储在 6 月暂停加息后继续加息脚步，也是本轮加息周期内第十一次行动。在 6 月按兵不动以前，联储自去年 3 月以来已连续十次会议决定加息，截至今年 5 月，已连续三次会后宣布加息 25 个基点，保持着本轮周期内最慢的加息步伐。**

**鲍威尔说，美国的通胀已经在一定程度上得到缓解，不过将通胀回落到 2% 的过程还有很长的路要走。劳动力市场依然非常紧张。美联储工作人员不再预测美国经济会陷入衰退。他强调，当前政策已有限制性，利率水平应维持在限制性水平相当长时间，未来的利率会在逐次会议上做出决定，今年不会降息，多位官员支持明年多次降息。对于 9 月的会议，他认为需要看到更多数据后再做出决定，如果数据有支撑，9 月可能再加息。利率调整和缩表是独立的，美联储可能在缩表的同时降息。**  
<https://wallstreetcn.com/articles/3694160>

**“新美联储通讯社”：若工资、通胀持续放缓，美联储年内有望不再加息。**  
Nick Timiraos 撰文认为，美国的工资和通胀增速持续放缓，但这两项数据增速仍然维持较高水平，且超出美联储的预期。尽管如此，这两项数据增速的放缓依然意味着市场期待已久的价格压力放缓正在成真。如果这种情况在未来几个月持续下去，美联储有望在 9 月按兵不动，并且至少维持当前的利率至年底。  
<https://wallstreetcn.com/livenews/2509966>

**美国经济软着陆预期升温，同时市场预期美联储可能在 9 月按兵不动。但是房地产市场回暖，经济超预期增长施压劳动力市场供需失衡，可能导致通胀粘性偏大，关注 9 月议息会议前美国非农就业数据及通胀数据，一旦数据强于市场预期，那么市场预期将向美联储货币政策指引靠拢，而资产价格也将相应做出调整。**

欧元区 7 月制造业 PMI 初值为 42.7，续刷 2020 年 6 月以来新低。欧元区 7 月服务业 PMI 初值 51.1，为 6 个月以来新低。欧元区 7 月综合 PMI 初值 48.9，为 8 个月以来新低。<https://wallstreetcn.com/livenews/2506109>

欧洲央行开启加息一年，推动企业贷款需求创下纪录最大降幅。欧洲央行周二发布的银行贷款调查显示，降幅“大幅超过”银行预期，同时抵押贷款和其他消费者借贷需求进一步下降。官员们寻求通过借贷这一关键渠道在不破坏已经陷入困境的经济的情况下促使通胀回落至目标 2%。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2506981>

德国企业预期指数保持低迷，信心指数下降。IFO Institute 德国全国企业预期指数 7 月降至 83.5，6 月为 83.8。“德国经济形势正在变得更加黯淡，”IFO 总裁 Clemens Fuest 周二在一份声明中表示。“企业对自身当前业务的满意度明显下降。”<https://wallstreetcn.com/livenews/2507026>

莱茵河干旱拖累德国经济。莱茵河水位下降日趋频繁，让一些德国企业河运受阻，进而拖累德国经济。莱茵河全长 1230 千米，是德国商业运输大动脉。德国 80% 的内陆货物运输依赖莱茵河，包括原油和天然气。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2507939>

法国计划放慢减税步伐，财长称沉重的债务对法国构成危险。法国财政部长勒梅尔表示，由于政府试图削减财政赤字，先前承诺的数十亿欧元的减税措施将分摊到数年逐步实施。勒梅尔周二表示，政府已决定放慢减税步伐，将在马克龙第二个五年任期结束时的 2027 年前完成。“我们希望以渐进的方式启动新减税措施，以考虑到公共财政的情况，”勒梅尔说。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2506875>

英国 7 月综合 PMI 从上月的 52.8 降至 50.7。而经济学家此前预期几乎持稳。这些数据表明在英国央行展开了 30 年来最快的加息行动后，英国经济在今年晚些时候放缓。英国央行力图令经济和通胀压力降温，而英国面临的通胀压力依然是七国集团中最为严重的。<https://wallstreetcn.com/livenews/2506222>

欧洲央行再次加息 25 个基点，同时对 9 月份会议的选项保持开放。对 9 月份的政策决定缺乏指引意味着欧洲央行可能再次加息或维持利率不变，取决于其认为通胀率在回落至目标水平 2% 的信念强度。“管委会未来的决定将确保欧洲央

行的关键利率在必要长的时间内设定在足够限制性的水平，以实现通胀及时回落至 2% 的中期目标，”欧洲央行在声明中表示。“管委会将继续采用依赖数据的方法来确定适当的限制水平和持续时间。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2508854>

**欧央行对未来是否进一步加息的表述出现了关键变化**，从“将确保利率达到足够限制性的水平”改为“将确保利率在必要的时间内保持在足够限制性的水平”，这一修改被市场解读为鸽派，认为欧央行为自己在进一步加息问题上留下了更大的回旋余地。<https://wallstreetcn.com/articles/3694237>

**欧洲央行行长拉加德：短期经济前景已恶化**。制造业产出受到外部需求疲软的拖累。服务业更具韧性。劳动力市场依然强劲。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2508889>

**欧洲央行管委 Stournaras 表示，9 月一旦加息则将是本轮紧缩周期的最后一次**。“我们似乎非常接近结束加息，”他表示。“无论如何，我认为如果 9 月再有一次加息——我几乎看不到这样做的理由，我认为我们将就此止步。”<https://wallstreetcn.com/livenews/2509459>

**欧洲央行管委 Kazimir：央行应当朝利率峰值“再迈出坚定的一步”**。欧洲央行管委 Peter Kazimir 表示，抗击通胀的使命尚未完成，此前央行再次将利率提高了 25 个基点。“即使我们在 9 月停下脚步，认为这就自然而然地是周期的结束为时过早，”Kazimir 称，但他补充道“峰值触手可及”。“我仍然清楚地看到通胀面临上行风险，”他说，并承认“全力加息对经济的累积影响尚未显现。”<https://wallstreetcn.com/livenews/2509630>

**欧元区经济走弱，制造业受外需疲软拖累，服务业更具韧性，推动欧央行在本次议息会议表态偏鸽派**。但是劳动力市场依然强劲，叠加冬季能源价格不确定性再度上升，欧元区通胀压力不确定性较大。同美联储相似，欧央行 9 月份存在加息可能。

**日本央行调整 YCC 政策**。日本央行 28 日宣布，将继续实行超宽松货币政策，将短期利率维持在负 0.1% 的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。日本央行同时表示，维持 10 年期国债收益率控制目标在正负 0.5% 不变，但

央行将更加灵活地实施收益率曲线控制政策，在一定情形下允许该收益率波动幅度超过上述范围。日本央行行长植田和男当天在货币政策会议结束后举行的新闻发布会上表示，当前离实现2%的通胀目标仍有距离，因此有必要继续实施超宽松货币政策，灵活运用收益率曲线控制政策的目的是“增强宽松货币政策的可持续性，加快实现通胀目标”。日本央行当天还发布经济与物价展望报告，将2023财年（2023年4月至2024年3月）去除生鲜食品的核心消费价格指数（CPI）同比涨幅预期从4月的1.8%上调至2.5%。[http://www.news.cn/world/2023-07/28/c\\_1129773834.htm](http://www.news.cn/world/2023-07/28/c_1129773834.htm)

**日本央行下调2023财年GDP预期，上调核心CPI预期。**日本央行：预计2023财年GDP预期为1.3%，此前为1.4%。2024财年GDP预期为1.2%，与此前一致。2025财年GDP预期为1.0%，与此前一致。预计2023财年核心CPI为2.5%，此前为1.8%。2023财年核心除能源外CPI预期为3.2%，此前为2.5%。预计2024财年核心CPI为1.9%，此前预期为2.0%。预计2025财年核心CPI为1.6%，与此前一致。<https://wallstreetcn.com/livenews/2509344>

**日本央行：看到通胀预期再次上升的迹象。**2%的可持续通胀目标尚未达成。CPI同比增幅可能放缓。<https://wallstreetcn.com/livenews/2509341>

**日本央行行长植田和男：尚未看到通胀稳定和工资增长。**加强宽松政策的可持续性是合适的。经济和物价的不确定性非常高。日本经济正在逐渐复苏。春季薪资谈判推动工资增长。严格控制收益率可能会影响市场波动。  
<https://wallstreetcn.com/livenews/2509463>

**日本通胀上升、工资增长改善，为日本央行调整极度宽松的货币政策垫底基础。**由于日本极度宽松的货币政策，吸引了大量套利资金，收益率曲线控制（YCC）转变可能引发投机交易。去年末日本央行将10年期国债收益率控制目标由政府0.25%扩展到正负0.5%，一度引发市场剧烈波动。关注本次日本央行政策调整引发市场持续调整的可能性。

**俄总统新闻秘书：不太可能恢复黑海港口农产品外运协议。**当地时间7月25日，俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫表示，恢复黑海港口农产品外运协议不太可能，

因为很多关于俄罗斯的条款都没有得到遵守。俄罗斯将打击企图利用任何途径来运输乌克兰粮食用于军事目的及针对俄罗斯的恐怖袭击。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2507139>

**印度出口限制加剧全球粮食市场压力。**印度颁布禁止部分大米出口的禁令后，大米价格势必飙升，泰国大米出口商协会名誉主席 Chookiat Ophaswongse 表示，短期内，大米价格肯定会上涨，问题只是价格会涨到多高。大米价格飙升，再加上小麦、玉米和其他农产品在本月以来上涨，这似乎将推动全球粮食价格在经历长时间下跌之后再度反弹。<https://wallstreetcn.com/livenews/2506827>

**上半年海外通胀压力持续缓和，下半年能源价格、粮食价格不确定性上升，可能在核心通胀之外引发整体通胀读数压力再次反弹。**相应的，海外主要央行货币政策路径仍存不确定性。

## 2.2 国内宏观热点及一句话点评

**中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。**会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要活跃资本市场，提振投资者信心。<https://wallstreetcn.com/livenews/2506182> 会议强调，要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、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。要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。要制定出台促进民间投资的政策措施。要多措并举，稳住外贸外资基本盘。要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通。<https://wallstreetcn.com/livenews/2506180>

**国家发改委发布关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知。**通知中表示，发改委将在交通、水利、清洁能源、新型基础设施、先进制造业、现代设施农业等领域中，选择一批市场空间大、发展潜力强、符合

国家重大战略和产业政策要求、有利于推动高质量发展的细分行业，鼓励民间资本积极参与；组织梳理相关细分行业的发展规划、产业政策、投资管理要求、财政金融支持政策等，向社会公开发布，帮助民营企业更好进行投资决策。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2505715>

**税务总局：将从六个方面支持民营经济发展。**国家税务总局新闻发言人、办公厅主任黄运 28 日在新闻发布会上表示，下一步，税务部门将持续为民营企业营造稳定公平透明可预期的税收营商环境，重点将做好六个方面工作。具体来看，一是深化调研广泛问需。二是优化措施提升服务。三是研究政策支持发展。四是强化督导推进落地。五是抓实分析跟踪问效。六是宣传辅导营造氛围。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2>

**2023 年全国工业和信息化主管部门负责同志座谈会在京召开。**会议总结今年以来工作，分析当前形势，部署下一阶段重点任务，扎实推进新型工业化，加快建设制造强国和网络强国，确保全面完成全年目标任务。会议强调，要全力推进工业稳增长，抓好重点行业稳增长工作方案的宣贯落实，抓紧研究推进技术改造的政策措施，健全与企业的常态化沟通交流机制，更好发挥各项政策合力，稳定企业预期、提振行业信心。切实保障重点产业链自主可控，加强统筹协调和督促督导，压实各方责任，完善产业政策，强化人才队伍建设，提升产业发展质量和全产业链优势。狠抓传统产业改造升级，深入实施增品种、提品质、创品牌“三品”行动，推进制造业卓越质量工程，加快数字化转型，构建废弃物循环利用体系，促进绿色低碳发展，着力提升高端化、智能化、绿色化水平，做好产业转移这篇大文章。着力培育壮大新兴产业，抓好国家制造业创新中心建设，提升产业科技创新能力，加强通用人工智能、6G、量子科技等未来产业前瞻布局，打造竞争新优势。促进中小企业专精特新发展，深入贯彻《关于促进民营经济发展壮大的意见》，坚持“两个毫不动摇”，坚持管理和服务并重、帮扶和发展并举，深入推进清理拖欠中小企业账款专项行动，加快中小企业数字化转型步伐，加强中小企业公共服务体系建设，增强企业获得感。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2506837>

**国家发改委：入夏以来全国日调度发电量三创历史新高。**国新办举行政策例行吹风会，介绍迎峰度夏能源电力安全保供有关情况。国家发展改革委副秘书长

欧鸿表示，入夏以来全国日调度发电量三创历史新高，最高达到 301.71 亿千瓦时，较去年峰值高出 15.11 亿千瓦时；全国最高用电负荷两创历史新高，最高达到 13.39 亿千瓦，较去年峰值高出 4950 万千瓦。在需求较快增长、水电大幅减发交织叠加的复杂情况下，通过采取综合措施，保障了全国电力安全稳定供应。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2507796>

中共中央政治局会议在部署加大宏观政策调控力度的同时，强调用好政策空间，做好政策储备，预计下半年逆周期调节的政策将视宏观经济形势的动态演变进行相机出台，其中，降准的概率大于其他。对于支持民营企业发展壮大政策，预计将从减税降负、降低融资成本等方面改善民企经营环境、提振预期。

国家税务总局发布最新税费优惠政策指引，多项涉房产交易或出租近期，国家税务总局发布了《支持协调发展税费优惠政策指引》，文中提及：个人销售住房减免增值税、个人购买家庭唯一住房或第二套改善性住房减征契税、居民换购住房退还个人所得税、个人出租住房减按 10%征收个人所得税、个人出租住房减征增值税等多项政策。<https://wallstreetcn.com/livenews/2507558>

住房和城乡建设部部长倪虹近日表示，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；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付，切实保障人民群众的合法权益。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2509965>

关于房地产政策，需要在房地产市场供求关系“新形势”下考虑。我国房地产市场供求关系的“新形势”包括房地产市场供需下台阶的组合，面对近两年商品房销售面积的供需低位平衡，可能不需要政策进行较大力度的刺激。此次国税总局发布个人销售住房减免增值税相关内容，不属于最新发布政策，属于过去几年已经持续落实的政策。而住建部长倪虹提及的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”等政策措施也早已出台、落实，尤其是个人住房贷款“认房不用认贷”自 2022 年以来已有多个二三线城市放松。

**中国央行：拟规范数据分类分级要求。**中国人民银行发布关于《中国人民银行业务领域数据安全管理办法（征求意见稿）》公开征求意见的通知。强调数据处理者应当建立数据分类分级制度规程，梳理数据资源目录标识分类信息，在国家数据安全工作协调机制统筹协调下，根据中国人民银行制定的重要数据识别标准，统一对数据实施分级，严格落实网络安全等级保护和风险评估等义务，并在此基础上推动各数据处理者进一步做好数据敏感性、可用性层级划分，以便在全流程数据安全管理中更好采取精细化、差异化的安全保护管理和技术措施。

<https://wallstreetcn.com/livenews/2505795>

**中国航天先进氢氧末级系统取得阶段性成果。**近日，由航天科技集团一院703所抓总研制的3.35米直径通用火箭氢氧末级完成了10吨级氢氧发动机综合性试车，标志着中国航天先进氢氧末级系统取得阶段性成果。3.35米直径通用火箭氢氧末级是在现有3米直径氢氧末级基础上打造的一款高性能火箭模块，能够满足未来新一代中型运载火箭能力提升需要，具有广阔的市场需求，其所采用的贮箱共底技术简化了发射工序，极大缩减了发射流程，更适用于火箭的批量化快速发射。<https://wallstreetcn.com/livenews/2509762>

### 3 风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048