

### 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号: S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152692

杨亚仙  
分析师  
SAC 执证编号: S0110522080001  
yangyaxian@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152627

#### 相关研究

- 宏观经济周报：短期可以更积极一些
- 7月政治局会议点评：谨慎乐观
- 6月经济数据：6月经济的积极特征

- 7月PMI显示经济下行压力继续缓解，但有喜有忧，喜的是制造业PMI连续回升，生产经营活动预期大幅上行；忧的是尽管非制造业PMI仍处于景气扩张区间，但出现大幅下行。经济低位企稳，但明显好转可能仍需等待。7月24日政治局会议通稿比较正面，明显超出之前市场的悲观预期。建议持续关注后续政策落地情况。
- **PMI一喜一忧。**7月制造业PMI继续回升，建筑业和服务业PMI仍然处于扩张区间，但7月读数出现大幅回落，经济低位企稳但仍有隐忧，需持续观察。建筑业PMI大幅走低可能因为7月高温和雨水天气较多，建筑业工作受到一定影响，房地产的持续低迷也是一个可能的影响因素，7月建筑业业务活动预期持续走弱。暑期出行和观影的火爆对服务业仍是重要支撑，但服务业PMI或由于前期需求逐渐释放完毕，后续增长可能将逐步放缓，服务业业务活动预期可能也将低位企稳。
- **制造业PMI释放积极信号。**一是经济边际改善。7月制造业PMI分项多数好转，生产基本持平，新订单大幅回升，需求明显好转。二是内需好于外需。倒算的国内订单指数站上荣枯线，内需改善明显。三是企业景气度分化缩窄，小企业景气度回升明显。四是生产经营活动预期止跌回升。
- **值得关注的是，7月库存去化放缓，价格大幅反弹。**7月原材料库存和产成品库存均回升但仍位于荣枯线以下，企业仍在主动去库阶段，去化速度有所放缓。7月原材料价格、出厂价格指数分别大幅回升7.4、4.7个百分点，企业盈利预期未明显改善。预计后续随着需求的逐步改善，价格对企业盈利的压制将逐步缓解。
- **PMI与股票市场走势具有较强的相关性，制造业PMI目前仍处于荣枯线以下，仍有一定的上升空间，预计股票这一波超跌反弹行情在短期仍有一定的持续性，但往上空间可能受到一定的压制，经济在10月之前可能仍处于短期见底回升的阶段，在此期间A股依然有较强的支撑。债券走势是一体两面。尽管A股大幅反弹，但债市下跌有限。此前债市乐观情绪非常浓厚，但在风险偏好提升且经济短期回升的背景下，短期内继续做多性价比不高，建议谨慎操作，等待调整后再继续寻找做多的机会。**

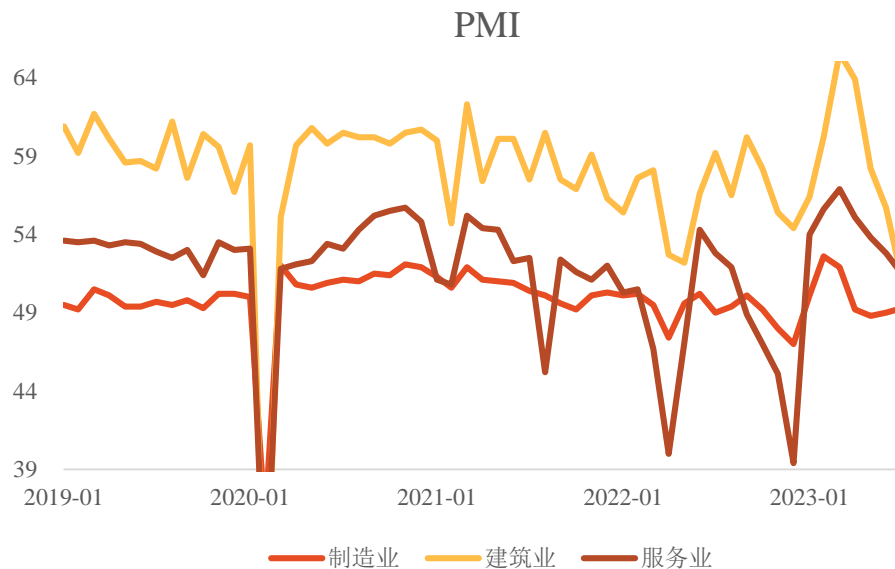
风险提示：政策不及预期，地缘政治变化超预期

7月PMI显示经济下行压力继续缓解，但有喜有忧，喜的是制造业PMI连续回升，生产经营活动预期大幅上行，忧的是尽管非制造业PMI仍处于景气扩张区间，但出现大幅下行，经济低位企稳，但明显好转可能仍需等待。7月24日政治局会议通稿比较正面，明显超出之前市场的悲观预期。建议持续关注后续政策落地情况。

## 1 7月PMI的一喜一忧

7月制造业PMI继续回升，建筑业和服务业PMI仍然处于扩张区间，但7月读数出现大幅回落，经济低位企稳但仍有隐忧，需持续观察。数据显示，7月制造业PMI、建筑业PMI、服务业PMI分别录得49.3%、51.2%和51.5%，较前值分别上升0.3、下降4.5和下降1.3个百分点。

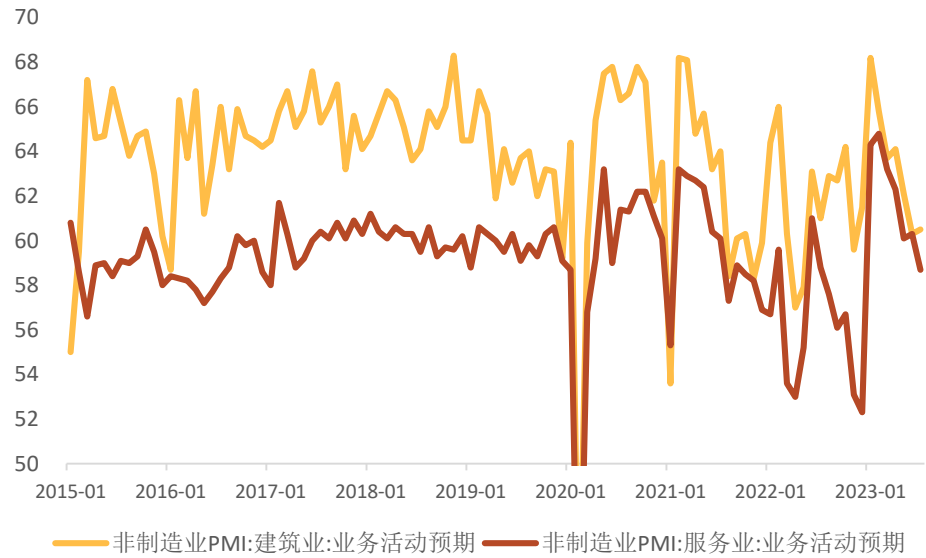
图1：制造业PMI小幅反弹，非制造业下行（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

建筑业PMI大幅走低可能因为7月高温和雨水天气较多，建筑业工作受到一定影响，房地产的持续低迷也是一个可能的影响因素。由于这些因素尚未明显缓解，建筑业业务活动预期持续走弱。暑期出行和观影的火爆对服务业仍是重要支撑，但服务业PMI或由于前期需求逐渐释放完毕，后续增长可能将逐步放缓，服务业业务活动预期可能也将低位企稳。

图 2：非制造业业务活动预期（%）



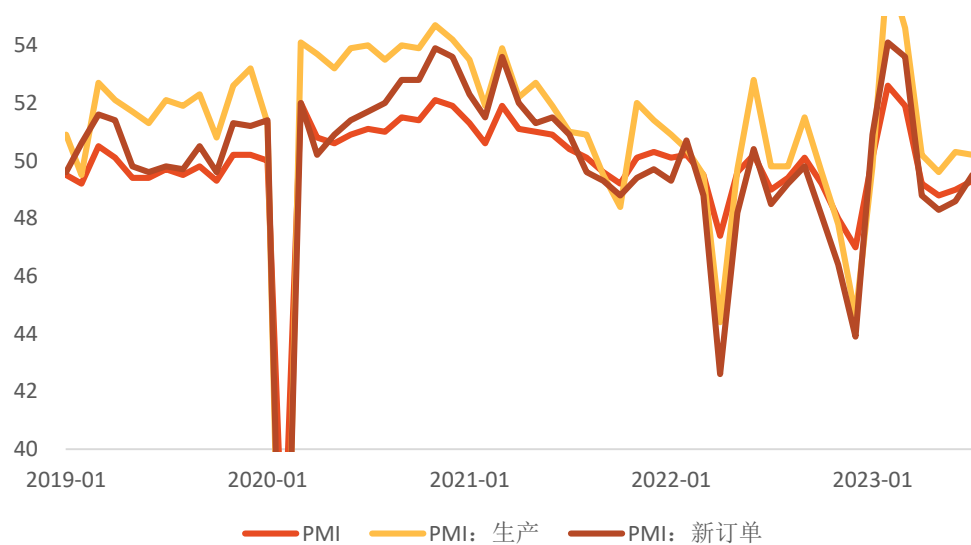
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 2 制造业 PMI 释放积极信号

进一步观察 7 月制造业 PMI 的结构，有以下 4 个积极信号。

一是经济边际改善。7 月制造业 PMI 分项多数好转，生产小幅回落 0.1 个百分点，基本持平，新订单回升 0.9 个百分点至 49.5%，需求明显好转。

图 3：PMI 企稳回升（%）

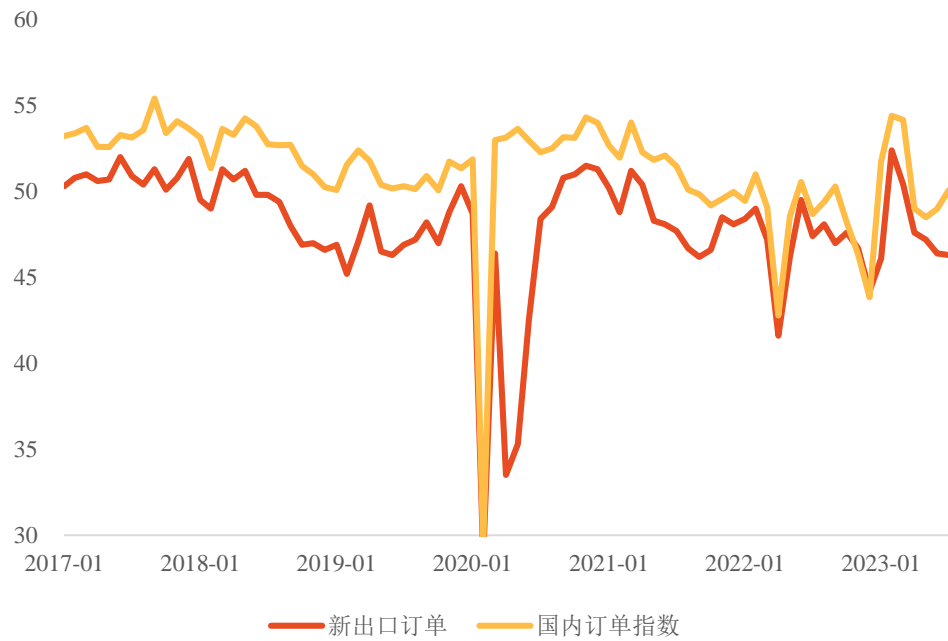


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

二是内需好于外需。7 月新出口订单 PMI 和倒算的国内订单 PMI 分别为 46.3%和

50.1%，较前值分别下降 0.1 和上升 1.1 个百分点。国内订单指数修复至荣枯线以上，内需改善明显。

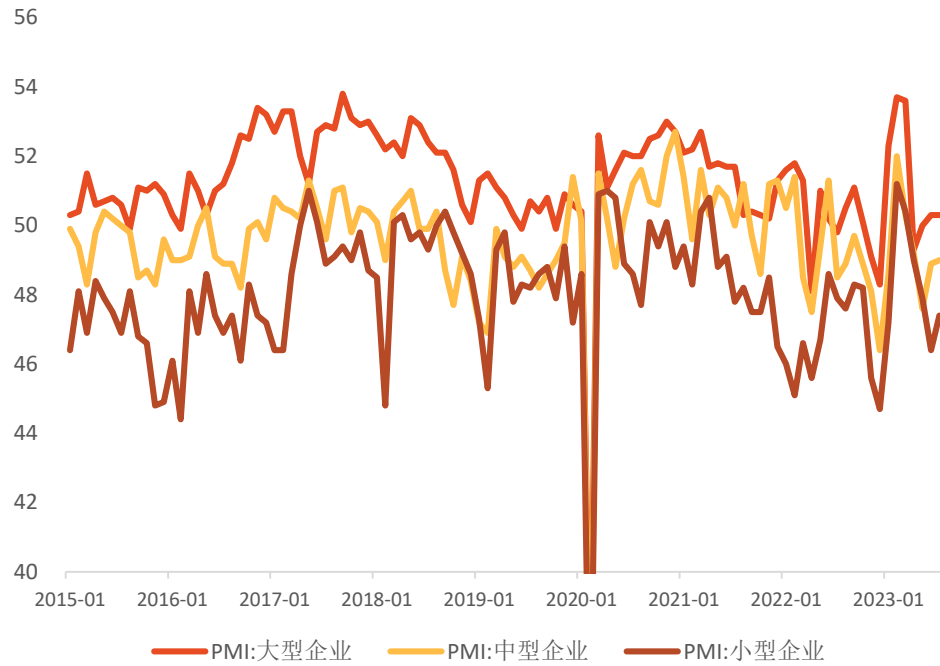
图 4：内需好于外需（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

三是企业景气度分化缩窄，小企业景气度回升。7月大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 50.3%、49.0%、47.4%，较前值分别持平、上升 0.1 和上升 1.0 个百分点。可能是由于近期关于民营企业的利好不断，中小企业因此收益更多。

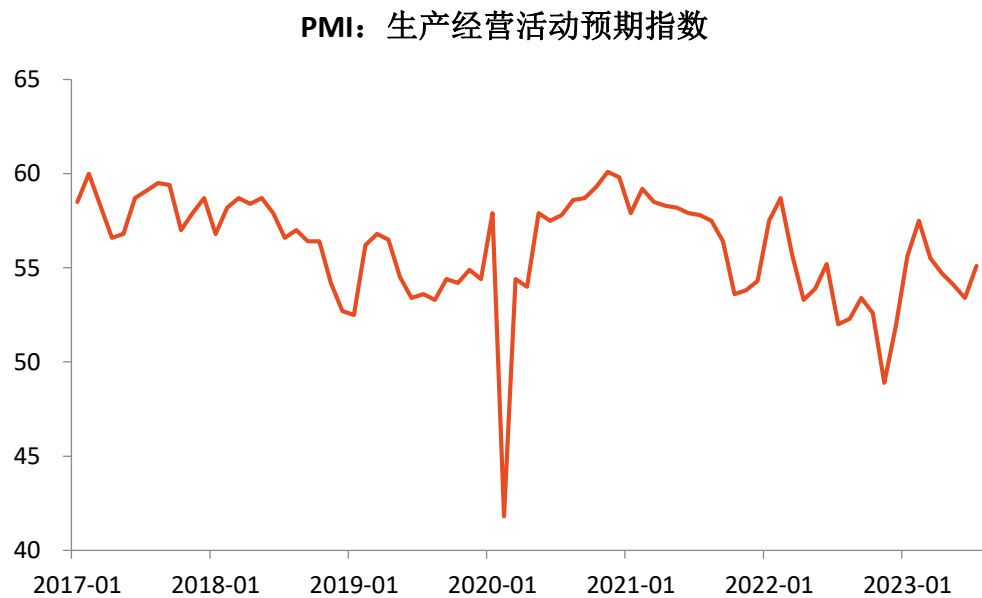
图 5：企业景气度分化缩窄（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

四是生产经营活动预期止跌回升，是经济企稳好转的另一个佐证。7月生产经营活动预期指数 PMI 回升 1.7 个百分点至 55.1%，反弹幅度较大。

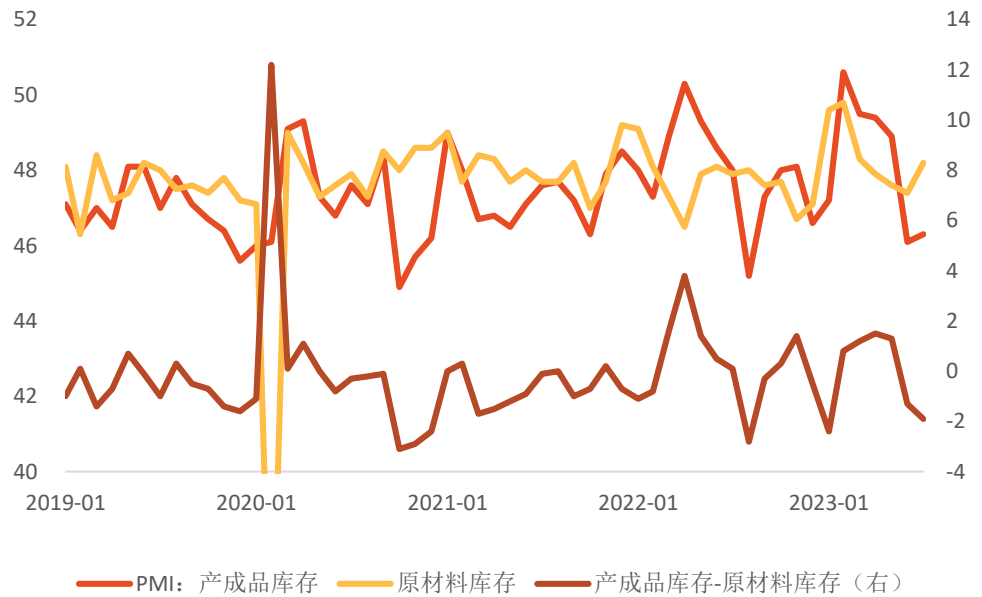
图 6：生产经营活动预期反弹（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

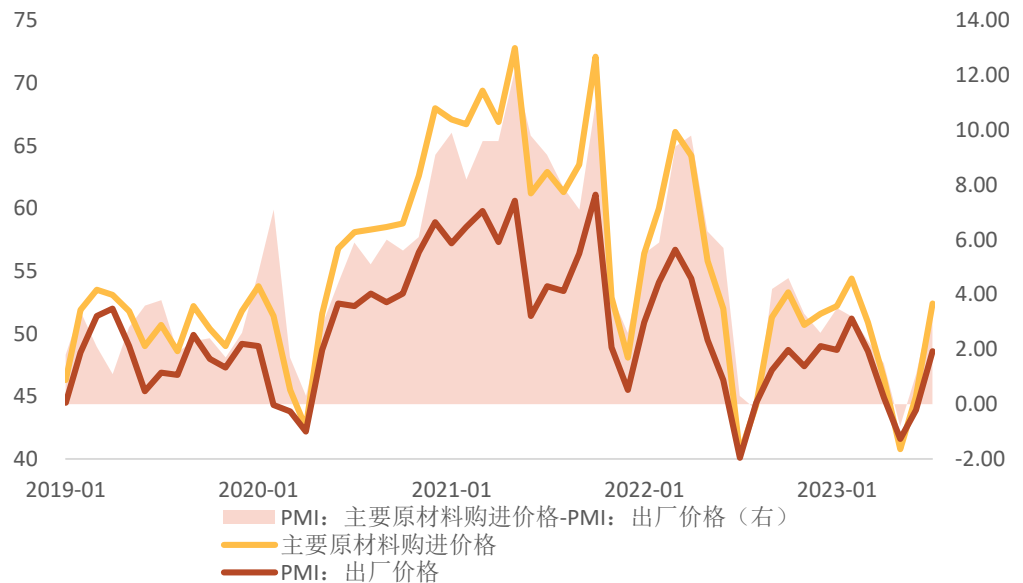
最后值得关注的是，7月库存去化放缓，价格大幅反弹。7月原材料库存和产成品库存分别回升0.8、0.2个百分点至48.2%、46.3%，均位于荣枯线以下，当前企业仍在主动去库阶段，但去化速度有所放缓。7月原材料价格、出厂价格指数分别大幅回升7.4、4.7个百分点至52.4%和48.6%，企业的盈利预期未明显改善。预计随着后续需求的逐步改善，价格对企业盈利的压制将逐步缓解。

图7：库存去化放缓（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图8：价格大幅反弹（%）

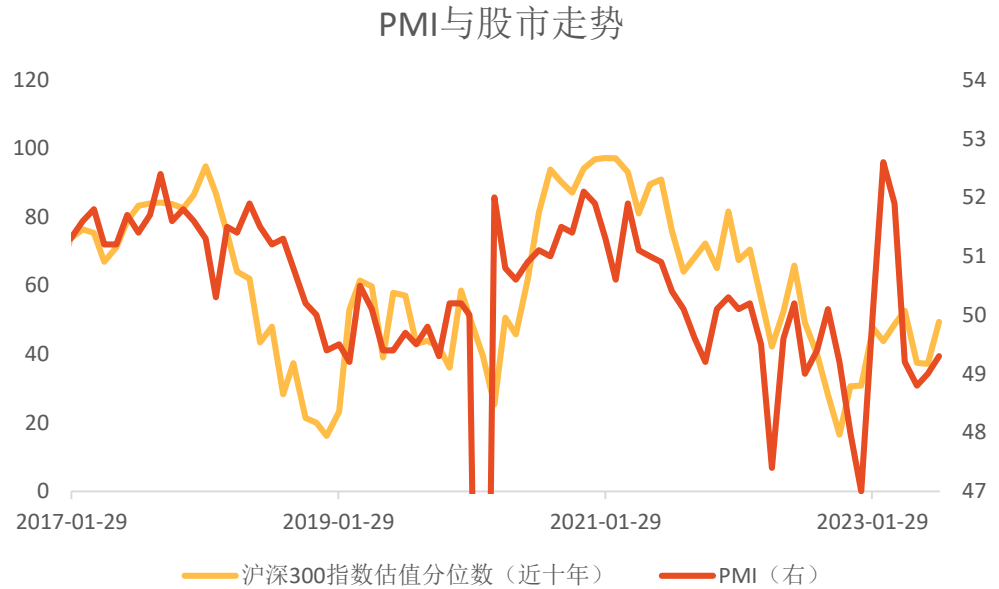


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

PMI与股票市场走势具有较强的相关性，制造业PMI目前仍处于荣枯线以下，仍有

一定的上升空间，预计股票市场后续上行概率较大。

图 9：PMI 与沪深 300 分位数 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

### 3 后市展望

短期看，经济低位企稳迹象明显，但基本面的明显好转可能还需要时间。预计这一波超跌反弹行情在短期仍有一定的持续性，但往上空间可能受到一定的压制，经济在 10 月之前可能仍处于短期见底回升的阶段，在此期间 A 股依然有较强的支撑。债券走势是一体两面。尽管 A 股大幅反弹，但债市下跌有限。此前债市乐观情绪非常浓厚，但在风险偏好提升且经济短期回升的背景下，短期内继续做多性价比不高，建议谨慎操作，等待调整后再继续寻找做多的机会。

### 4 风险提示

政策不及预期，地缘政治变化超预期

## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

杨亚仙，宏观分析师，中国人民大学金融工程博士，英国布里斯托大学访问学者，2020年11月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现