



【华西固收研究】下行压力逐步释放，利率短期无需悲观

——7月PMI数据点评 20210731

事件概述：

国家统计局发布7月PMI数据，制造业PMI数据录得50.4%，环比回落0.5pct，非制造业PMI数据录得53.3%，环比回落0.2pct，综合PMI产出指数录得52.4%，环比回落0.5pct。

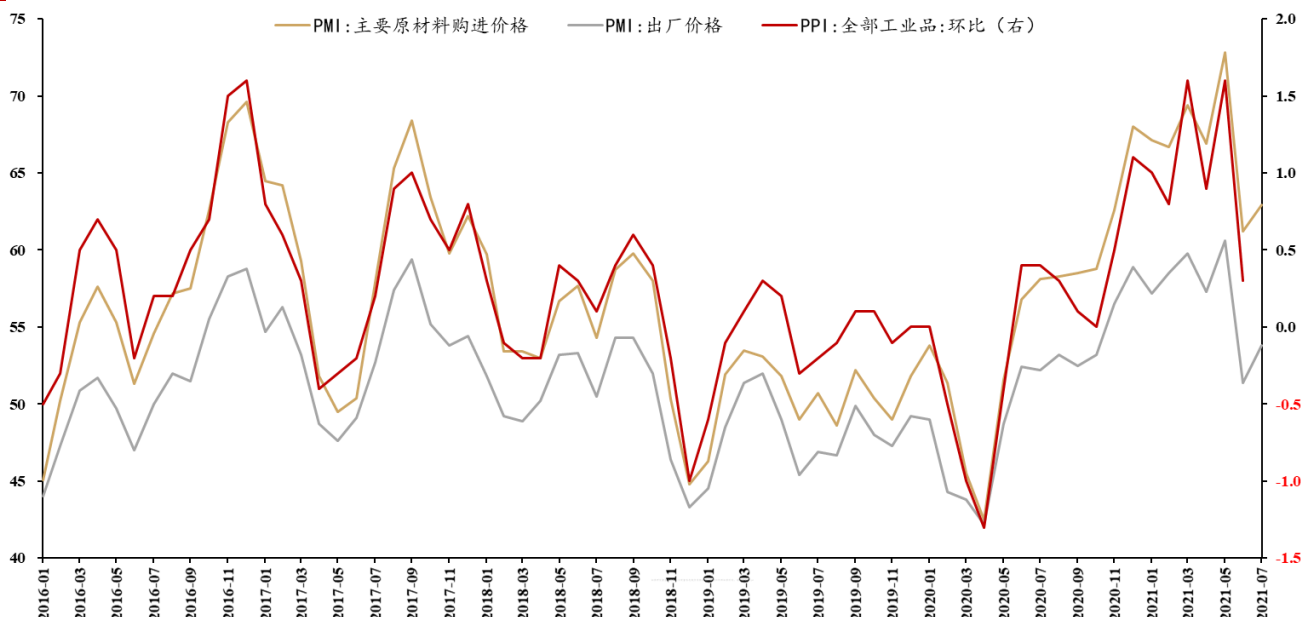
分析与判断：

► 制造业：原材料、产成品库存分化，企业生产意愿弱化

外需持续放缓，产需同步回落。本月，制造业PMI生产指数较上月回落0.9pct，录得51.0%，继续保持较快的回落速度。但与上月原材料短期限制生产不同的是，本月需求端也出现了一定程度的放缓，对生产端有所拖累，新订单指数回落0.6pct，其中新出口订单回落0.4pct至47.7%，外需边际收缩的程度进一步加大。当前，德尔塔病毒在全球的扩散速度较快，对海外复工复产的进程形成了新的拖累，全球经济复苏的逻辑可能需要进行修正，预计我国出口端的压力将进一步加大，从而压制总需求的恢复。此外，根据统计局披露，部分企业集中进入设备检修、局部地区极端天气也对本月制造业扩张产生了影响。

价格方面，继上月大幅回落后，本月价格指数再度出现回升。出厂价格指数、主要原材料购进价格指数分别录得53.8%、62.9%，分别较上月回升2.4、1.7pct。从历史数据来看，制造业PMI中的两个价格指数与PPI环比存在较强的相关性，其波动趋势高度一致，因此7月PPI环比预计将会出现小幅抬升。考虑到7月PPI翘尾因素较6月低约0.4pct，综合来看，7月PPI同比可能会强于市场此前预期，大概率保持在6月同比增速8.8%附近。

图1：制造业PMI中的两个价格指数与PPI环比存在较强的相关性（单位：%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

制造业库存方面的变化值得关注。本月产成品和原材料库存指数出现了分化——产成品库存指数回升 0.5pct 至 47.6%，去库速度边际放缓；原材料库存指数回落 0.3pct 至 47.7%，同时采购量指数回落 0.9pct 至 50.8%，制造业企业在加速原材料去库的同时边际放缓了采购速度。我们认为，这样的分化体现了企业在面对需求回落时的反应，继续扩张的意愿有所下降。

► 非制造业：建筑业景气度回落，服务业边际改善

非制造业方面，尽管商务活动指数出现了小幅的回落，但从分项上看并不算太弱。其中，非制造业新订单指数回升 0.1pct 至 49.7%，新出口订单指数回升 2.3pct 至 47.7%，非制造业需求端的收缩现状正在逐步改善。分行业来看，建筑业与服务业出现了较为明显的分化，建筑业 PMI 从高位回落 2.6pct，扩张速度再度放缓，而服务业 PMI 则小幅回升 0.2pct 至 52.5%。

建筑业景气度的回落主要源自于需求端疲弱以及成本上涨对利润的侵蚀。本月，建筑业新订单指数回落 1.2pct 至 50.0% 的荣枯线水平，建筑业需求面临进入收缩区间的压力。从根本上看，建筑业需求的回落源自于今年地产、城投领域持续的高压监管政策，两大投资领域的融资渠道受到了较大的约束。同时，财政政策发力也较为滞后，今年 1-7 月新增专项债仅发行了 36%，较去年同期低 36pct，政府性基金支出的进度也明显慢于往年同期，也形成了建筑业需求的拖累项。此外，7 月建筑业投入品价格指数大幅回升 5.4pct，而销售价格仅小幅回升 0.9pct，成本端价格上涨明显快于销售端，导致建筑业利润承压，可能也是压制其景气度的原因之一。

而服务业方面，尽管本月景气度有所回升，但季节性因素可能发挥了主要作用。根据统计局披露，本月服务业 PMI 的回升主要源自于暑期消费因素。但暑期因素主要体现在 7、8 月，随着学生开学，这一因素对服务业的拉动效果将有所减弱。另一方面，近期德尔塔病毒在国内开始蔓延，多地同时出现了疫情的反复，随着疫情防控的再次趋严，服务业的需求也有下降的压力。

投资建议：跨周期调节下，短期对利率仍不悲观

昨天政治局会议强调“跨周期调节”，并且删去了“不急转弯”的表述，结合 7 月 PMI 数据来看，在出口承压，地产、城投监管趋严的背景下，经济下行的压力正在释放。因此，政策层面预计将边际加大对经济的支撑力度。但是，跨周期调节政策也将秉承“有所为、有所不为”的原则。地产、城投等有可能增加长期风险的领域仍然会保持当前的高压监管态势；货币政策更加突出结构性特征，发力点继续聚焦于民营、小微、制造业；财政政策方面，由于政治局会议要求“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，预计财政政策将在三、四季度过渡期开始发力，接下来专项债也将开始提速发行，预算内支出、地方政府举债对经济的撬动效率也将会有所提升。

综合来看，我们认为当前的宏观政策整体中性偏松，但突出结构性和直达性，“制造业宽信用+预算内财政发力”难以完全对冲“地产+城投紧信用”的影响，短期内仍将延续“货币稳健偏松+信用边际趋紧”的格局，仍然利好利率债行情。同时，近期疫情在国内多地同时出现反复，德尔塔病毒也会对近期的行情产生催化。

因此，我们建议短期继续把握当前政策+基本面+情绪面带来的利率债行情；中期来看，由于财政发力后置到今年末明年初，需要警惕三季度末到四季度利率债潜在的风险点。

风险提示

疫情出现反复。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

分析师：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520120001

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2021年7月PMI数据一览

联系人：樊信江/张伟

图1：制造业PMI回落0.5ct，非制造业PMI回落0.2pct

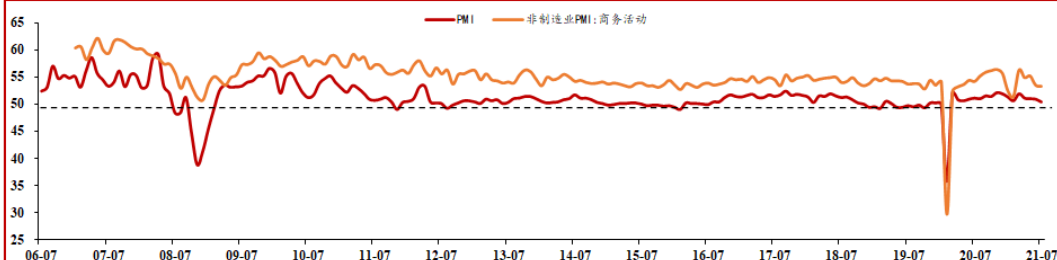


图2：制造业PMI——较上月回落0.5pct，录得50.4%

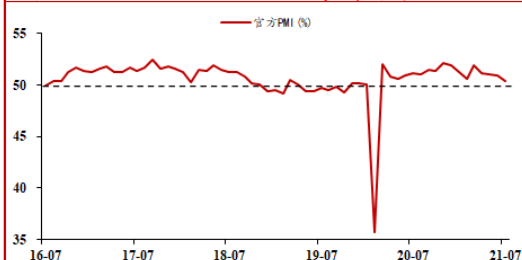


图3：非制造业PMI——较上月回落0.2pct，录得53.3%

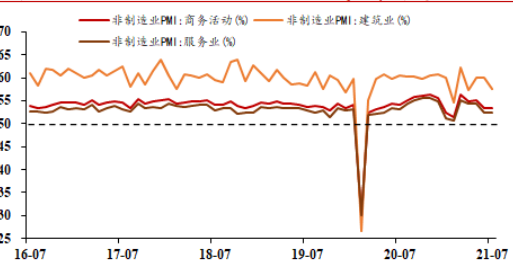


图4：制造业PMI——出厂价格有所回升

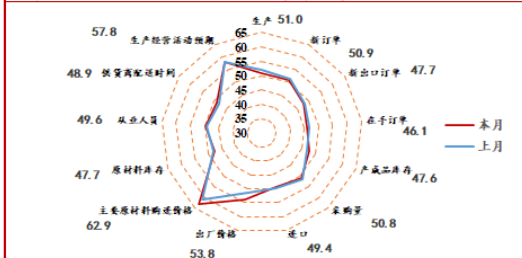


图5：非制造业PMI——新出口订单有所回升

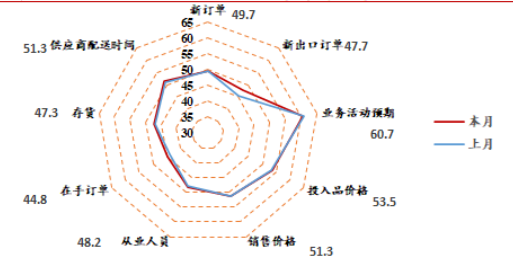


图6：制造业PMI——产需缺口收窄，生产动能回落

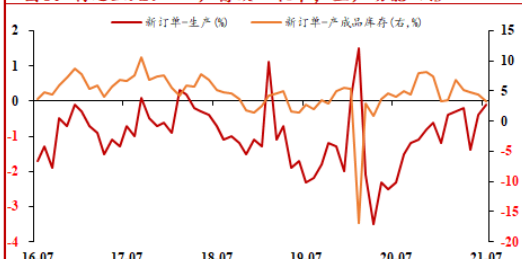


图7：制造业PMI——产成品去库放缓、原材料去库加速

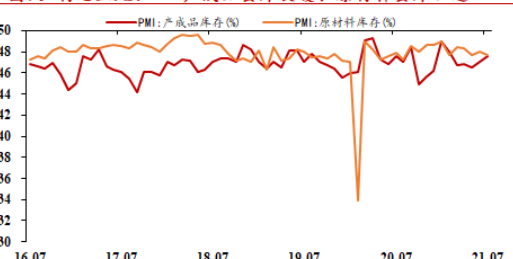


图8：制造业PMI——小型企业景气度明显回落

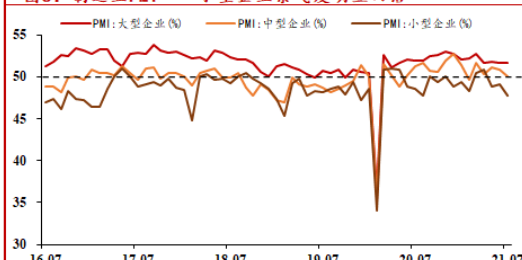


图9：制造业PMI——生产预期指数继续回落

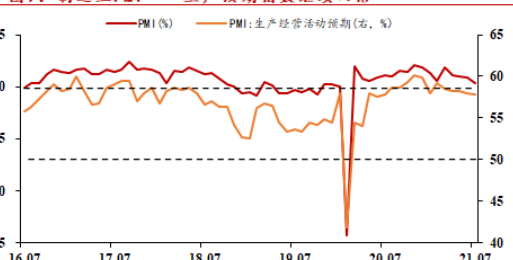


图10：制造业PMI——从业人员指数回升0.4pct

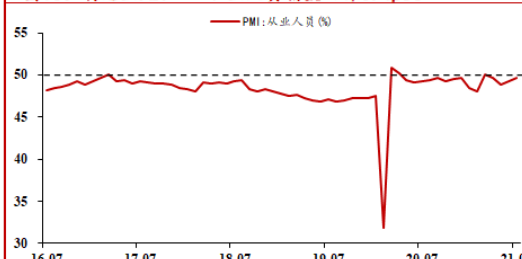
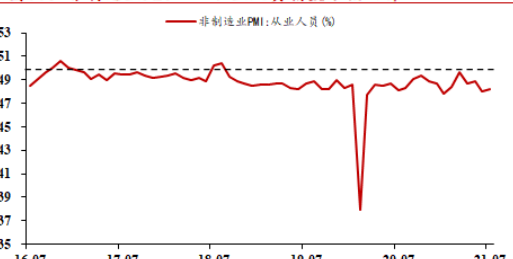


图11：非制造业PMI——从业人员指数小幅回升



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。4年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券研究所，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_24640

