

富荣固收：PMI 数据转弱，经济弱势复苏

上周回顾：

债市全周延续走强。银行间国债收益率不同期限多数下跌，各期限品种平均跌 2.29bp。其中，0.5 年期品种下跌 0.88bp，1 年期品种下跌 1.31bp，10 年期品种下跌 0.2bp。

信用债收益率大多下行，各期限各等级城投债收益率均下行，同时，各期限各等级中票收益率均下行。

信用利差方面，1 年期 AAA 等级城投债信用利差走阔，其余各等级各期限均收窄，其中 1 年期 AA-等级收窄最为明显 (5.12bp)；同时，7 年期 AAA 等级、7 年期 AA 等级、1 年期 AAA 等级、1 年期 AA 等级、1 年期 AA-等级中票信用利差走阔，其余各等级各期限均收窄，其中 5 年期 AA 等级和 5 年期 AA-等级收窄幅度最大 (均为 3.2bp)。

等级利差方面，各期限各等级城投债和中票等级利差均收窄。

专题：PMI 数据转弱，经济弱势复苏

中国 7 月官方制造业 PMI 为 49，预期 50.4，前值 50.2。7 月官方非制造业 PMI 为 53.8，预期 53.8，前值 54.7。

7 月制造业 PMI 从上月的 50.2 降至 49，其中生产和新订单降幅较大，考虑 PMI 衡量的是经济活动环比意义上变化，而 7 月制造业 PMI 明显低于疫情前今年 2 月的 50.2，这表明制造业经营活动环比仍在下行，并且离疫情前水平仍有一定差距。7 月部分省市有疫情爆发，不过疫情对制造业影响相对有限，结合中观行业表现，尤其是房地产市场下行，7 月制造业 PMI 下行主要反映需求不足。此外，6-7 月商品价格大幅下行，这会对中间商和下游补库产生抑制，不利于需求的释放和生产活动。

7月非制造业商务活动指数从54.7降至53.8，部分省市突发疫情对服务业有所拖累，不过商务活动指数仍然明显高于今年2月水平，非制造业总体仍在恢复之中。

细分项来看，7月制造业PMI所有分项全部回落，经济动能指标从6月的1.8回落至0.5，显示经济仍处于弱复苏局面。供给侧来看，生产分项自52.8回落至49.8，原材料价格自52大幅回落至40.4，7月以来大宗商品价格进一步回落，以黑色系为代表的商品在盈利压缩显著和需求不足的情况下减产明显，对生产端造成一定拖累；需求侧方面，新订单、新出口订单均明显回落，分别回落1.9和2.1个百分点至48.5和47.4，内需在经济弱复苏、房地产仍形成拖累的情况下较为疲弱，外需则在全球流动性收紧、海外经济体经济预期回落的带动下趋弱。据统计局调查显示，反映市场需求不足的企业占比连续4个月上升，本月超过五成，市场需求不足是当前制造业企业面临的主要困难。

正如我们之前反复强调的那样，需求不足是制约下半年经济复苏的最大困难。在海外经济逐渐陷入衰退、国内无重大刺激政策的情况下，预计下半年经济虽将逐步恢复，但是因需求不足导致经济的恢复将呈现弱势复苏状态，并不会像以前一样有较为强势的斜率复苏。

在中国经济新旧动能转换的关键时期，预计下半年政府政策将更加聚焦于新经济，对于基建以及地产更多的将是托底思路，而非主要拉动项。因此，预计下半年经济复苏斜率将会不及市场预期，货币政策或将持续维持合理充裕。

风险提示：

1、本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料和合作客户的研究成果，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告仅反映发布时的资料、观点和预测，可能在随后作出调整。2、本报告中的资料、观点和预测等仅供参考，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。市场有风险，投资需谨慎。