

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

经济下行斜率最快阶段或已过去

2023年7月1日

- **制造业景气度打破连续下降趋势。**6月制造业PMI小幅回升，打破了连续两月下降的趋势，我们认为制造业景气度仍需进一步强化，主要是6月制造业景气度表现具有几个特征：一是产需同步改善，但需求恢复明显慢于生产修复。二是制造业企业继续去库，原材料和产成品仍延续去化。三是制造业企业价格端仍在收缩，我们预计6月PPI同比或仍有继续下探压力。4、5月景气度的脆弱点主要集中在需求端，而6月需求下降势头放缓，但仍面临需求不足问题。企业调查数据显示，反映需求不足的企业占比进一步提高也表明需求回升仍需进一步夯实。制造业景气度结构上，大中型企业>小型企业；高技术制造业>装备制造业>消费品行业。
- **非制造业整体增量需求释放不足，但内部走势出现分化。**6月非制造业商务活动指数连续3个月下降，其中，服务业景气度扩张态势正在向着常态水平回归；在基建增长部分对冲地产弱势之下，整体建筑业景气度略有回调。我们认为，短期内，基建投资的增长仍能在一定程度上弥补地产投资偏弱带来的影响。在新订单层面，6月非制造业新订单指数与5月表现持平，我们认为这主要是非制造业整体增量需求的释放不足导致。结构上看，建筑业和服务业新订单均在收缩区间，但二者走势略有分化。其中，服务业新订单指数改善，而建筑业新订单指数回落。
- **经济下行斜率最快阶段或已过去。**二季度以来经济复苏动能放缓，制造业和非制造业景气度均在快速放缓。6月制造业景气度小幅改善，但尚未回归到扩张区间，显示制造业的景气度仍旧需要进一步夯实，但我们认为经济下行斜率最快的阶段可能已经过去。第一，当前市场需求已经呈现出下降势头放缓趋势。6月份，我国经济恢复势头在经历了4、5月份的连续放缓后，开始进入趋稳运行状态，市场需求下降势头放缓。第二，政策层面上，6月降息落地后，逆回购操作利率和SLF利率在内的政策利率下调有助于进一步降低实体经济融资成本。此外，政府部门的稳增长政策措施仍在陆续出台，在政策逆周期调控之下，经济环比下行斜率最快的阶段可能已经过去。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

目录

一、制造业景气度打破连续下降趋势.....	3
二、非制造业增量需求的释放不足.....	5
三、经济下行斜率最快阶段或已过去.....	7
风险因素.....	7

图目录

图 1: 6 月制造业 PMI 小幅回升.....	3
图 2: 6 月制造业 PMI 小幅改善主要源自生产活动加快.....	3
图 3: 6 月制造业市场价格小幅回升.....	4
图 4: 6 月小型企业经济动能依旧表现较差.....	5
图 5: 非制造业商务活动指数延续下滑.....	6
图 6: 服务业和建筑业商务活动指数也在下滑.....	6
图 7: 建筑业和服务业新订单表现分化.....	7

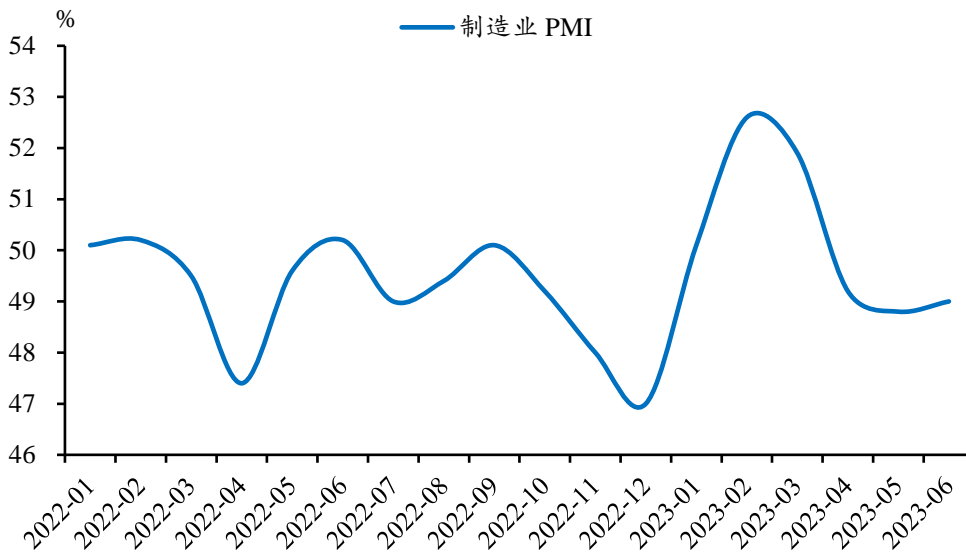
一、制造业景气度打破连续下降趋势

二季度以来，制造业景气度已连续两月下降，6月制造业PMI小幅回升至49.0%，仍处在荣枯线以下。我们认为6月制造业PMI小幅改善0.2个百分点主要源自生产活动加快，制造业景气度回暖趋势有待进一步强化。

6月制造业景气度呈现几大特征：

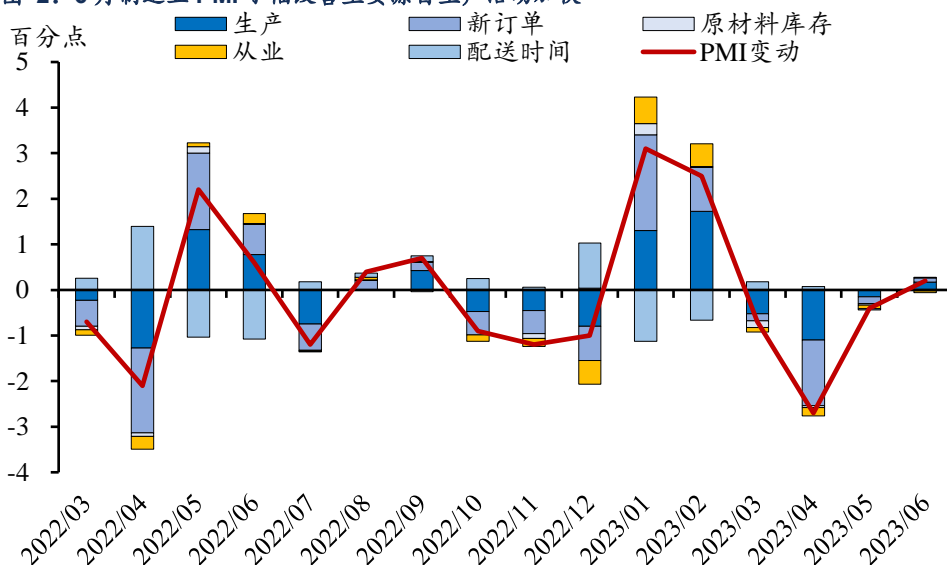
一是产需同步改善，但需求恢复明显慢于生产。6月制造业产需两端均有好转，其中，生产PMI上升0.7个百分点，重回扩张区间，录得50.3%。生产PMI结束了5月的暂时性收缩，企业生产活动有所加快。相比之下，需求恢复明显偏慢，6月新订单PMI仅上升0.3个百分点，仍维持在荣枯线以下。4、5月景气度的脆弱点主要集中在需求端，而6月需求下降势头放缓，但仍面临需求不足问题。企业调查数据显示，反映需求不足的企业占比进一步提高至61%，这也表明需求回升还需要进一步夯实。

图 1：6月制造业PMI小幅回升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：6月制造业PMI小幅改善主要源自生产活动加快

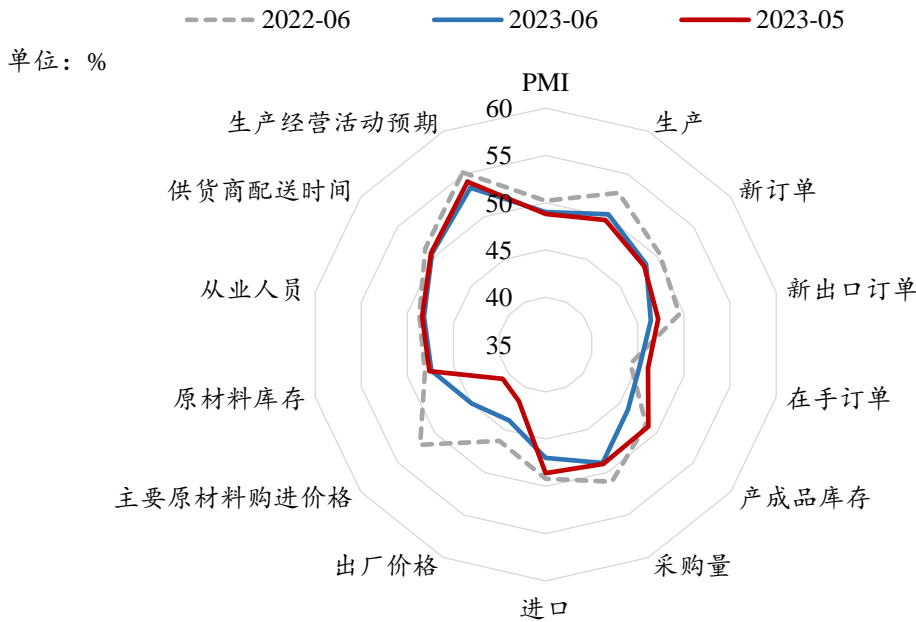


资料来源：Wind，信达证券研发中心

二是制造业企业继续去库，原材料和产成品库存仍延续去化。6月制造业企业的原材料库存和产成品库存仍在回落，分别较5月回落0.2和2.8个百分点。这反映出制造业企业仍在消耗产成品库存，同时企业的采购量PMI和进口PMI表现还比较差，制造业企业原材料库存整体上也还在继续去化。

三是制造业企业价格还在收缩区间，我们预计6月PPI同比有继续下探压力。从价格端上看，6月主要原材料购进价格和出厂价格均较5月有改善，统计局调查数据显示，反映原材料成本高、物流成本高的企业占比均连续4个月回落，企业成本压力有所缓解。在制造业市场价格略有改善的情况下，我们预计6月PPI的环比降幅或有收窄，但同比来看，PPI可能还存在继续下探的压力。

图 3：6月制造业市场价格小幅回升

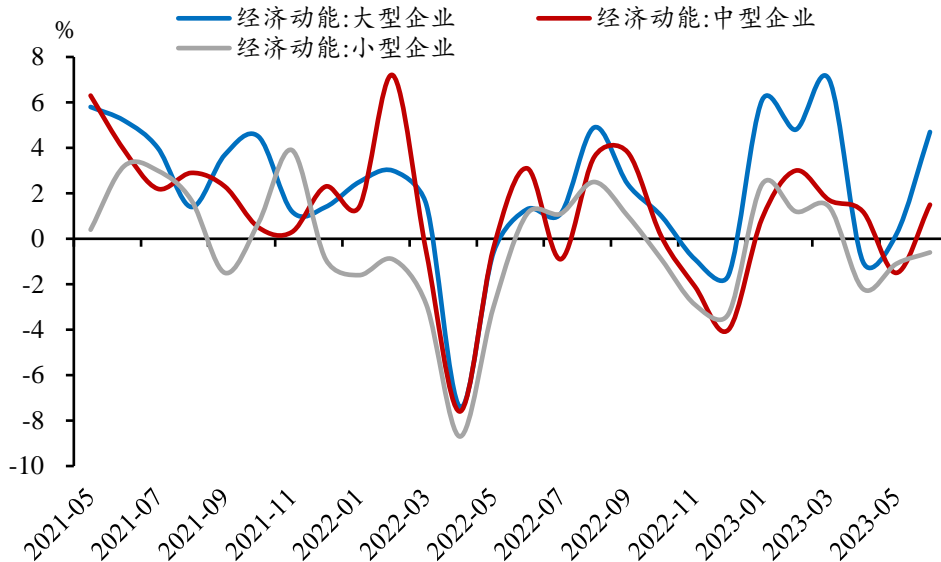


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

制造业景气度结构上，大中型企业>小型企业；高技术制造业>装备制造业>消费品行业。

1) 从企业规模看，大中型企业景气度好转，但小型企业景气度仍弱。大型企业延续5月景气度回升的势头，继续上升至50.3%，中型企业打破了景气度3个月持续下行的趋势，但未恢复至荣枯线以上，而小型企业的景气度下行趋势仍未得到扭转。从经济动能上看，大型企业和中型企业的经济动能均明显好转，但小型企业的经济动能仍较弱。

2) 从大类行业看，高技术制造业景气度相对较高。从大类行业来看，装备制造业、高技术制造业PMI经历短期波动后均趋稳回升，6月两大行业的景气度继续在荣枯线以上运行。其中，装备制造业景气度录得50.9%，高技术制造业录得51.2%。具体行业上，汽车、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材、计算机通信电子设备等行业生产和新订单指数均位于扩张区间，产需释放较快。而消费品行业PMI虽仍在荣枯线以上，但景气度扩张幅度略有放缓。

图 4：6 月小型企业经济动能依旧表现较差


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、非制造业增量需求的释放不足

6 月非制造业商务活动指数连续 3 个月下降，较 5 月继续回落 1.3 个百分点，录得 53.2%；而 6 月的非制造业新订单 PMI 与 5 月基本持平，仍在收缩区间，录得 49.5%。

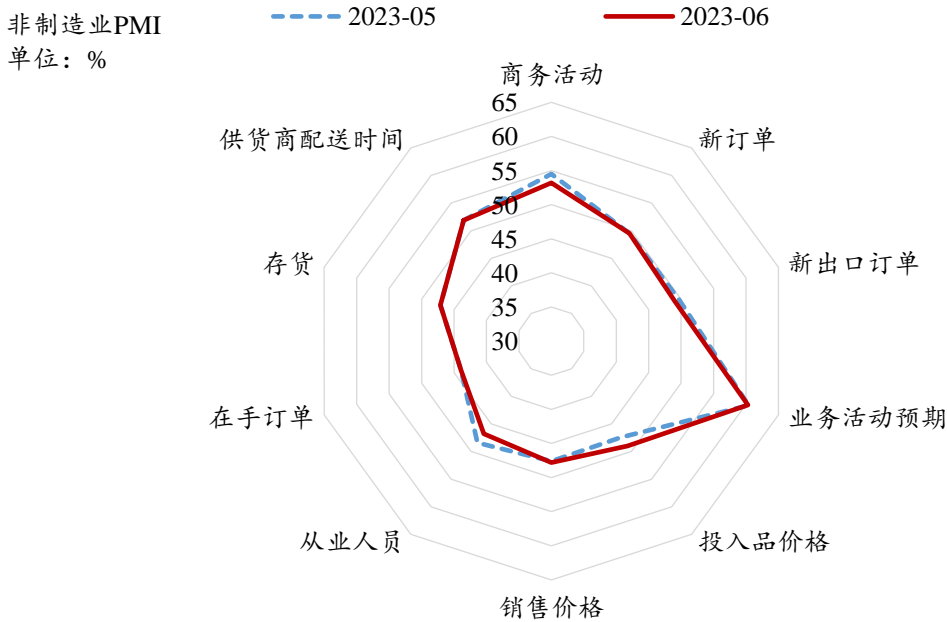
首先，服务业和建筑业景气度继续回落，非制造业 PMI 扩张趋势放缓。

第一，服务业景气度扩张态势正向常态水平回归。服务业 PMI 从年内 56.9% 的高点进一步向 52.80% 回调，这是服务业景气度扩张态势在向常态水平回归。除此之外，6 月服务业景气度进一步回落还可能和假期消费提振作用减弱有关。文旅部数据显示，“五一”旅游人次 2.74 亿人、旅游收入 1480.56 亿元，而端午旅游人次 1.06 亿人、旅游收入 373.10 亿元。批发、居民活动等行业商务活动指数延续低于临界点，仍处在收缩区间，这拖累了服务业景气度进一步扩张的幅度。

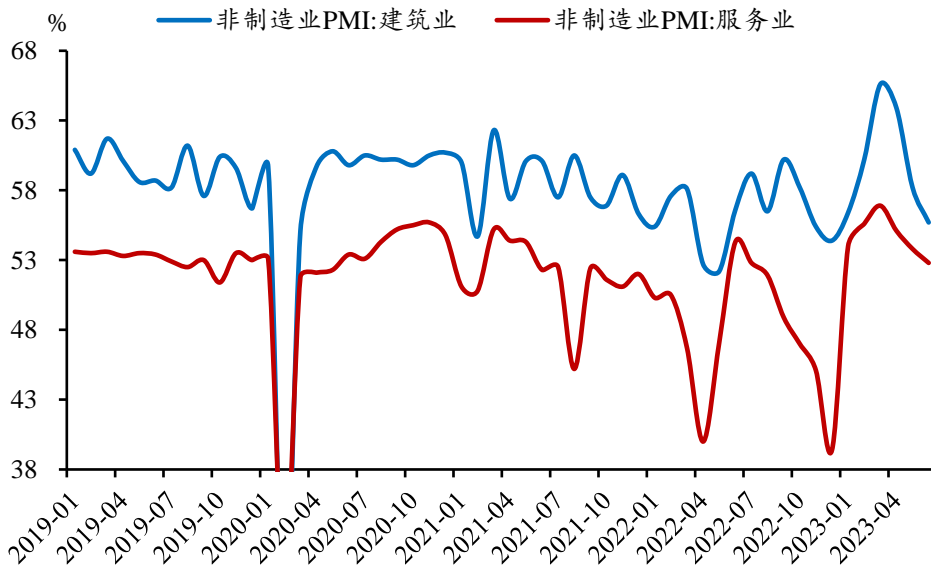
1) 从具体行业来看，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于 60.0% 及以上高位景气度区间，业务总量增长较快，持续高于服务业总体水平。

2) 从市场预期来看，业务活动预期指数为 60.3%，比 5 月上升 0.2 个百分点，服务业企业信心有所增强。其中，铁路运输、航空运输、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务等行业业务活动预期指数均高于 67.0%，行业发展预期继续向好。

第二，基建增长部分对冲地产弱势，整体建筑业景气度略有回调。6 月建筑业商务活动指数为 55.7%，较 5 月下降 2.5 个百分点。结构上看，基建景气度继续扩张，地产仍未回归至扩张水平。土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为 64.3% 和 53.9%，在扩张区间进一步上升，显示出基建活动的产需扩张加快，而房地产等相关服务行业商务活动指数延续低于临界点。我们认为，短期内，基建投资的增长仍能在一定程度上弥补地产投资偏弱带来的影响。从市场预期看，业务活动预期指数为 60.3%，低于 5 月 1.8 个百分点，业务活动预期今年以来始终位于 60.0% 以上高位景气区间，说明建筑业企业对市场发展前景仍持有较为乐观的态度。

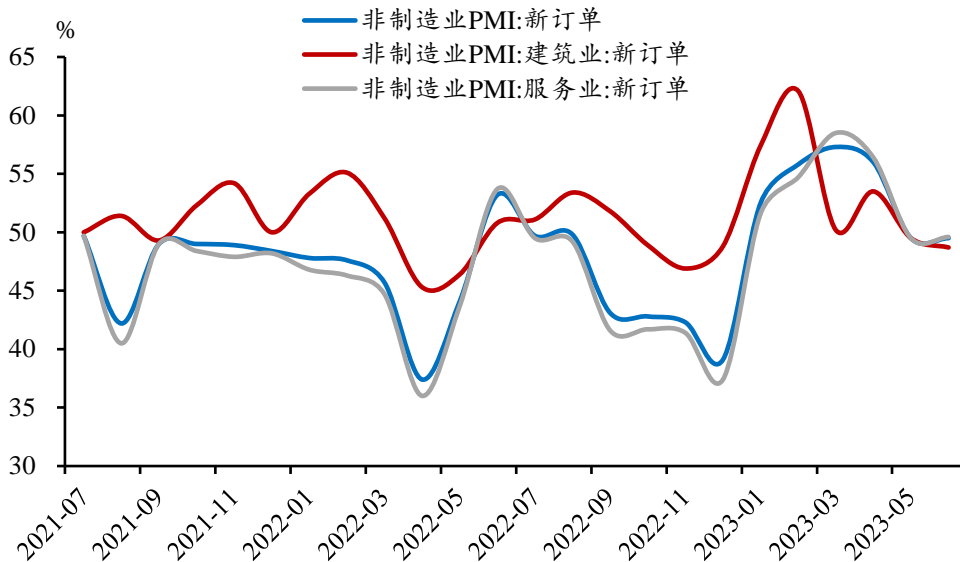
图 5：非制造业商务活动指数延续下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：服务业和建筑业商务活动指数也在下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次，非制造业新订单释放出增量需求释放不足的信号。6月非制造业新订单指数仍在49.5%，该新订单指数与5月表现持平，6月在手订单指数43.9%、存货指数47.1%，二者也与5月表现一致，我们认为这主要是非制造业增量需求的释放不足导致。结构上看，建筑业和服务业新订单均在收缩区间，但二者走势略有分化。其中，服务业新订单指数改善，而建筑业新订单指数回落。

图 7：建筑业和服务业新订单表现分化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、经济下行斜率最快阶段或已过去

二季度以来经济复苏动能放缓，制造业和非制造业景气度均在快速放缓。6月制造业景气度小幅改善，但尚未回到扩张区间，显示制造业的景气度仍旧需要进一步夯实，但我们认为经济下行斜率最快的阶段可能已经过去。

第一，当前市场需求已经呈现出下降势头放缓趋势。6月份，我国经济恢复势头在经历了4、5月份的连续放缓后，开始进入趋稳运行状态，市场需求下降势头放缓。制造业新订单指数为48.6%，较上月上升0.3个百分点，结束了连续3个月的下降趋势。

第二，政策层面上，6月降息落地后，稳增长政策措施仍在陆续出台。6月份，国内对称式降息落地，金融业商务活动指数在60%以上，较5月和去年同期均有上升，显示金融业支持实体经济力度仍较好，逆回购操作利率和SLF利率在内的政策利率下调有助于进一步降低实体经济融资成本。企业调查显示，反映融资难的非制造业企业比重连续3个月在2%以下。此外，政府部门的稳增长政策措施仍在陆续出台，在政策逆周期调控之下，经济环比下行斜率最快的阶段可能已经过去。

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。