

2023年06月30日

小微企业承压，民企支持或将出台——兼评6月PMI

宏观研究团队

数据

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

2023年6月官方制造业PMI 49.0%，前值48.8%，预期49.0%；6月官方非制造业PMI 53.2%，前值54.5%。6月BCI指数50.2%，前值55.0%。

● 制造业：PMI小幅回升，价格水平企稳，被动去库或已不远

(1)6月制造业景气度企稳，小幅低于荣枯线。结构上来看，供给改善、需求仍弱。

(2)PMI价格探底，预计PPI同比降幅继续扩大。结合高频指标，预计6月PPI环比可能在-0.8%左右，同比为-5.3%左右。

(3)制造业距离被动去库或已不远。PMI价格探底回升+延续去库，与工业企业利润数据相互印证，指向被动去库阶段或已不远。本轮主动去库阶段自2022年6月开始，已持续12个月、超过历史平均的8.5个月，库存周期明显平化，若参照历史最长的两轮主动去库，或于2023Q3-Q4切换至被动去库。我们分别计算了41个工业行业营收和产成品存货的历史分位数，并以此刻画了行业层面的库存周期二维图，进而研判哪些行业可能先于进入新阶段。第三象限对应行业从主动去库转向被动去库。2023年5月，多数行业仍处于主动去库的阶段，典型如有色金属冶炼、纺织业、化学原料、医药制造等。部分行业已率先进入被动去库阶段，如交运设备制造、纺织服装、通用设备制造、汽车制造，而茶酒饮料、计算机、化学纤维稍次之。

(4)小型企业承压加重，民企支持政策或将出台。6月PMI大中型企业向上、小型企业向下，BCI指数和“利润前瞻指数”分项大幅下滑，指向小微企业经营预期迅速转弱，此前我们测算民企在我国经济运行中的重要性已从“56789”提高至“66889”，即民营经济税收占比六成、投资近六成、技术成果占比八成、就业占比八成、企业数量占比九成。往后看，小微和民企支持政策或将出台，进而改善经营预期、稳固市场主体信心。

● 服务业：PMI仍在荣枯线上，需警惕新订单较快下行

6月服务业PMI为52.8%，但新订单仅为49.6%、连续2个月低于荣枯线。分行业来看，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、保险等行业景气度较高。

● 建筑业：6月基建增速或将下滑

6月建筑业PMI低于60%的“实际荣枯线”，新订单指数连续2个月萎缩。资金端，6月地方新增专项债3722亿元，年内发行进度仅为49.1%，慢于2019、2020、2022年。高频开工活动与5月相近，但资金端和高基数双因素掣肘下，6月基建增速相比5月的10.05%或略有下滑。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《库存周期熨平，关注行业库存阶段切换——5月企业利润点评—宏观经济点评》-2023.6.29

《预计后续稳增长政策将陆续出台—宏观周报》-2023.6.25

《财政收支增速下滑，政策或将发力——5月财政数据点评—宏观经济点评》-2023.6.17

目 录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 1、 制造业：PMI 小幅回升，价格水平企稳，被动去库或已不远..... | 3 |
| 2、 非制造业：仍在荣枯线上，需警惕新订单较快下行..... | 5 |
| 3、 风险提示..... | 7 |

图表目录

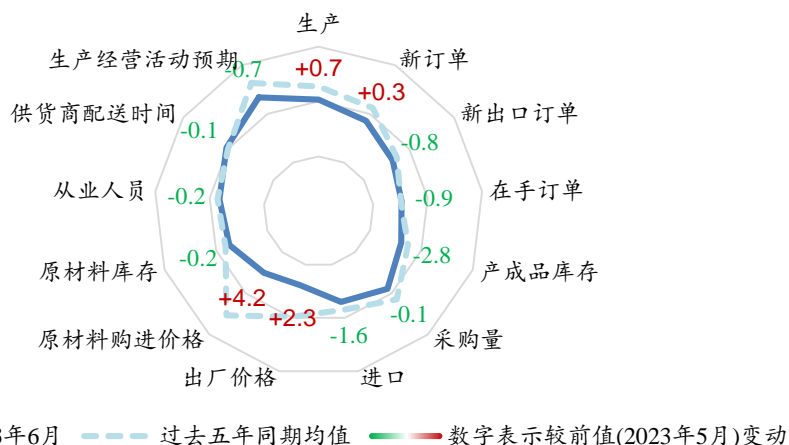
| | |
|------------------------------|---|
| 图 1： 5 月制造业 PMI 小幅回升..... | 3 |
| 图 2： 高炉开工率小幅回升..... | 4 |
| 图 3： 全钢胎开工率明显回落..... | 4 |
| 图 4： 部分行业已率先进入被动去库阶段..... | 5 |
| 图 5： 服务业 PMI 修复趋缓、新订单下滑..... | 6 |
| 图 6： 居民消费活动逐步企稳..... | 6 |
| 图 7： 建筑业景气下行..... | 6 |
| 图 8： 6 月专项债发行进度为 49%..... | 6 |
| 图 9： 石油沥青开工小幅上行..... | 7 |
| 图 10： 水泥开工率和发运率平稳..... | 7 |

2023年6月官方制造业PMI 49.0%，前值48.8%，预期49.0%；6月官方非制造业PMI 53.2%，前值54.5%。6月BCI指数50.2%，前值55.0%。

1、制造业：PMI 小幅回升，价格水平企稳，被动去库或已不远

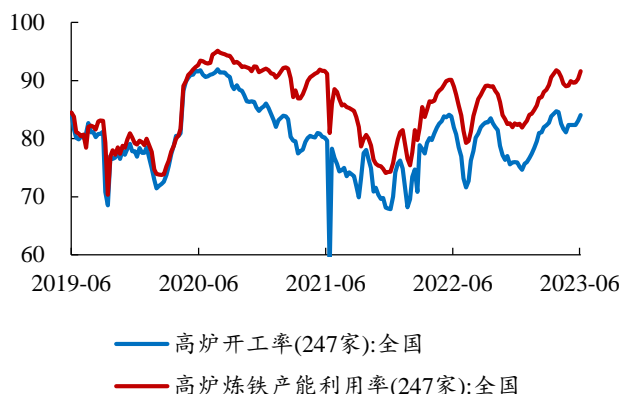
(1)经济内生动能仍弱，6月制造业PMI小幅回升，供给改善、需求仍弱。6月制造业PMI为49.0%、较前值改善了0.2个百分点，但仍处于荣枯线下。供给端看，PMI生产回升了0.7个百分点至50.3%；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别变动了0.3、-0.8、-1.6个百分点至48.6%、46.4%、47.0%。结构上，供给改善、需求仍弱。

图1：6月制造业PMI小幅回升

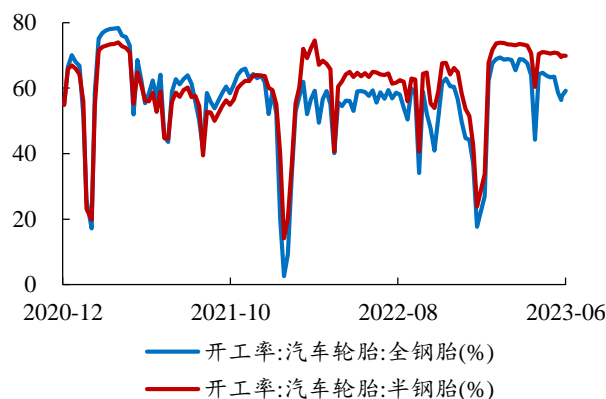


数据来源：Wind、开源证券研究所

部分行业生产活动改善。具体来看，6月高炉开工率为84.1%，较5月提高了1.7个百分点；螺纹钢周均产量为272.23万吨、相对平稳；化工链PX开工明显改善、PTA开工维持5月平均水平；汽车全钢胎和半钢胎开工率为59.2%、69.9%，全钢胎持续下行或指向载重汽车需求走弱；秦皇岛港煤炭库存小幅累库；水泥价格下滑态势未止，6月水泥价格指数下滑至117.6。

图2：高炉开工率小幅回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：全钢胎开工率明显回落


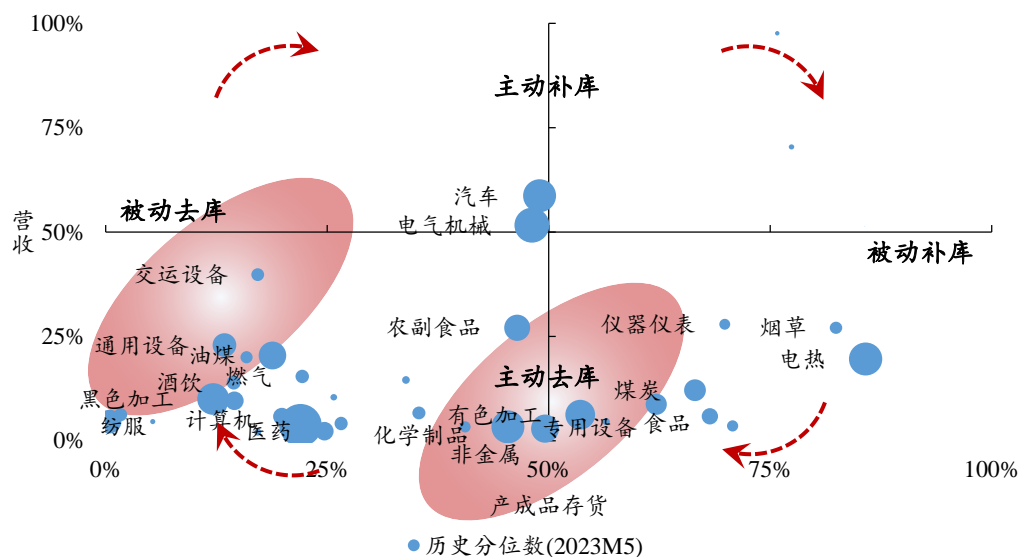
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)价格水平企稳，预计PPI同比降幅继续扩大。6月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为45.0%、43.9%，较前值上行了4.2、2.3个百分点，表明价格水平仍在下行但幅度有所收窄。高频指标显示，截至6月30日的生产资料价格指数环比回落-2.4%，6月南华工业品指数环比回升1.3%，CRB工业原料现货指数环比回落0.4%，我们预计6月PPI环比可能在-0.8%左右，同比为-5.4%左右。

(3)制造业距离被动去库或已不远。6月PMI原材料库存、产成品库存分别为47.4%、46.1%，PMI价格探底回升+延续去库，与工业企业利润数据相互印证，指向被动去库阶段或已不远。本轮主动去库阶段自2022年6月开始，已持续12个月、超过历史平均的8.5个月，库存周期明显平化，若参照历史最长的两轮主动去库（2014年10月-2016年2月，持续15个月；2018年8月-2019年10月，持续14个月），或于2023Q3-Q4切换至被动去库。

我们分别计算了41个工业行业营收和产成品存货的历史分位数，并以此刻画了行业层面的库存周期二维图，进而研判哪些行业可能先于进入新阶段。二维图第三象限对应该行业的存货分位数收窄、营收分位数向上突破，即从主动去库转向被动去库。2023年5月，多数行业仍处于主动去库的阶段，典型如有色金属冶炼、纺织业、化学原料、医药制造等。部分行业已率先进入被动去库阶段，如交运设备制造、纺织服装、通用设备制造、汽车制造，而茶酒饮料、计算机、化学纤维稍次之。

图4：部分行业已率先进入被动去库阶段



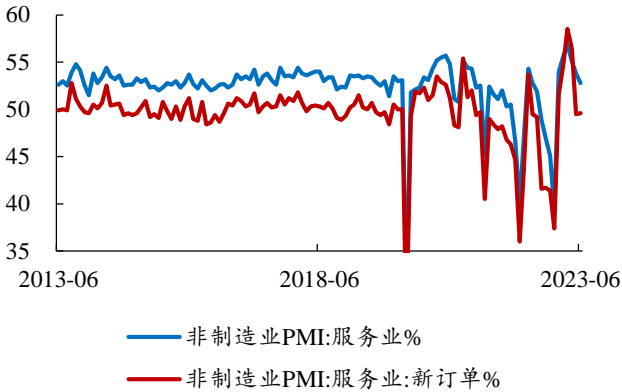
数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) 小型企业承压加重，民企支持政策或将出台。6月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别为50.3%、48.9%、46.4%，大型、中型企业改善但小型企业仍趋下行。6月BCI指数为50.2%，值得注意的是“利润前瞻指数”分项大幅下滑了8.1个百分点至45.8%，小微企业经营预期明显转弱，我们在《“战略相持”待破，政策窗口将近——4月企业利润点评》指出“近年来民企在我国经济运行中的重要性持续上升，我们测算已从‘56789’提高至‘66889’，即民营经济税收占比六成、投资近六成、技术成果占比八成、就业占比八成、企业数量占比九成。往后看，小微和民企支持政策或将出台，稳固市场信心、提升经营预期。”

2、非制造业：仍在荣枯线上，需警惕新订单较快下行

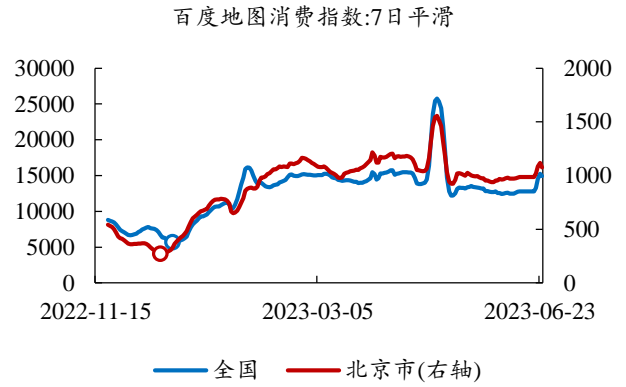
(1) 服务业：修复斜率趋缓。6月服务业PMI为52.8%，但新订单仅为49.6%、连续2个月低于荣枯线。分行业来看，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于60.0%及以上高位景气区间。我们跟踪的百度地图消费指数显示，6月全国平均消费指数已小幅超过5月（含五一），居民消费活动逐步企稳。

图5: 服务业 PMI 修复趋缓、新订单下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 居民消费活动逐步企稳

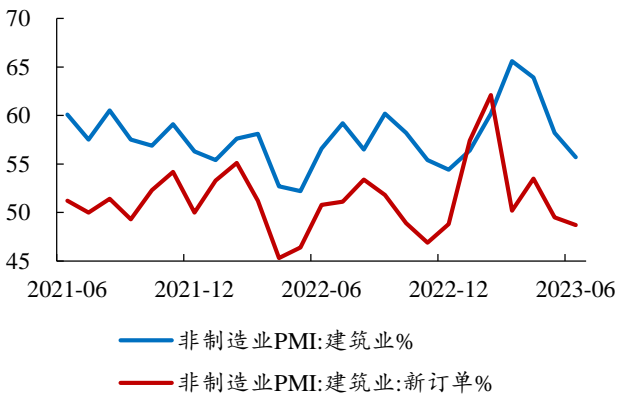


数据来源: 百度地图、开源证券研究所

(2)建筑业:6月基建增速或将下滑。6月建筑业PMI下行了2.5个百分点至55.7%，若按60%的“实际荣枯线”来看6月建筑业已呈现边际收缩¹。其中，新订单指数为48.7%，连续2个月萎缩。

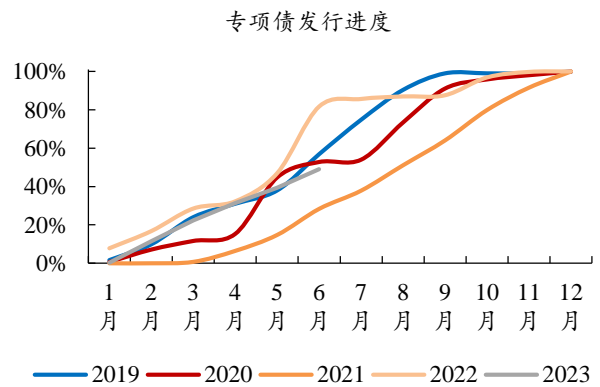
资金端，6月地方新增专项债3722亿元，年内发行进度仅为49.1%，慢于2019、2020、2022年。开工端，6月水泥开工率、水泥发运率为47.6%、46.3%，均较为平稳；6月石油沥青开工率为34.6%，略好于5月；5月挖机开工小时数同比为-1.7%，连续2个月负增长。总体来看，高频开工活动与5月相近，但资金端和高基数双因素掣肘下，6月基建增速相比5月的10.05%或略有下滑。

图7: 建筑业景气下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 6月专项债发行进度为49%



数据来源: Wind、开源证券研究所

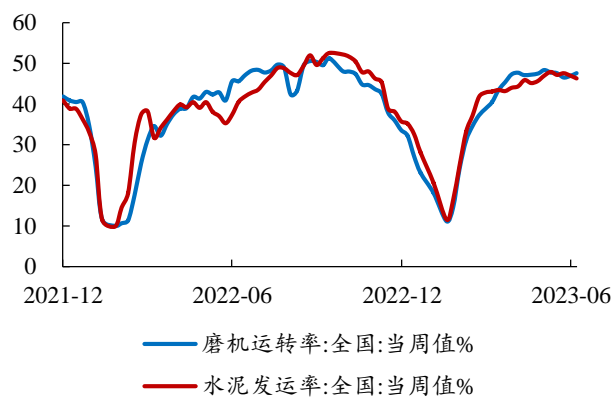
¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》。服务业业务活动预期指数自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2022年疫情期间最低为53.0%，历年均值为59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此服务业业务活动预期指数的“实际荣枯线”为60%。同理，建筑业PMI的“实际荣枯线”亦为60%。

图9：石油沥青开工小幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：水泥开工率和发运率平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn