



Research and
Development Center

经济重回扩张，下一步政策核心将是稳就业 ——6月PMI点评

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

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@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

经济重回扩张，下一步政策核心将是稳就业 —6月PMI点评

2022年6月30日

摘要：6月我国制造业PMI、建筑业商务活动指数和服务业商务活动指数分别为50.2%、56.6%和54.3%，前值为49.6%、52.2%和47.1%。经济整体重回扩张的同时，三大行业从业人员指数却依然低于临界点，下一步政策核心将是稳就业。

- **制造业PMI重回扩张，从业人员指数仍在临界点下。**6月制造业PMI回升0.6个百分点至50.2%，新订单指数和生产订单指数分别回升至50.4%和52.8%。供货商配送时间指数为51.3%，物流运输极大改善。在制造业整体加速恢复的情况下，从业人员指数仅为48.7%，就业压力偏大。同时主要原材料购进价格指数仍处于扩张区间，制造业上游成本依然偏大。也就是说制造业总体稳中向好，但仍存在一些结构性问题，尤其是就业问题。
- **企业生产动能快速恢复下，产需缺口有所扩大，主要表现为需求的恢复速度稍慢于企业复产复工的速度，但这是正常现象。只要再给一些时间，这个缺口就会被补上。**6月新订单与产成品库存指数之差回正至1.8%，新增需求消化库存的能力更强，进而能够推动企业的生产动能。生产指数与新订单指数的差有所扩大，生产相较需求的景气水平更高，这主要是后疫情时代需求的恢复具有一定黏性导致的，相比之下，复产复工的进度会更快。我们预计三季度内需有望进一步恢复，届时这样的缺口就会被抹平。
- **制造业企业延续被动去库存周期，有望在三季度进入主动补库存，届时对应的将是需求旺盛。既然需求已经快速恢复，那么后续政策可能会花更多功夫在稳就业方面。**今年上半年制造业先后经历了1-2月的主动去库存到3-4月的被动补库存再到5-6月的被动去库存三个阶段，也就是年初的需求经历了从去年年底下降，然后到3、4月跌入谷底，5、6月再迎来改善的过程。后续我们继续看好消费，而当消费成功复苏后，经济中失业率过高的短板将会更加凸显，届时中央政策可能会花更大力气在稳就业上。
- **建筑业延续强劲的扩张势头，服务业景气恢复至扩张区间，但两大行业的从业人员指数仍在收缩区间。**6月建筑业PMI为56.6%，高于上月4.4个百分点。这主要归功于基建。当月新增专项债投向基建的金额为9043.7394亿元。我们认为这波集中发债后，建筑业的强劲扩张势头或至少能维持到8月底。若后续出台重磅的增量政策能有效支持基建，建筑业的扩张有望持续一整年。服务业经历3、4月的低迷后，6月强势反弹至54.3%。但两大行业的从业人员指数仍处于收缩区间，就业形势不容乐观。
- **风险因素：**疫情反复出现，重磅增量政策尚不明朗。

目录

一、制造业重回扩张，但仍有结构性问题.....	3
二、制造业企业延续被动去库存周期.....	6
三、建筑业走势强劲，服务业重回扩张.....	7
风险因素.....	9

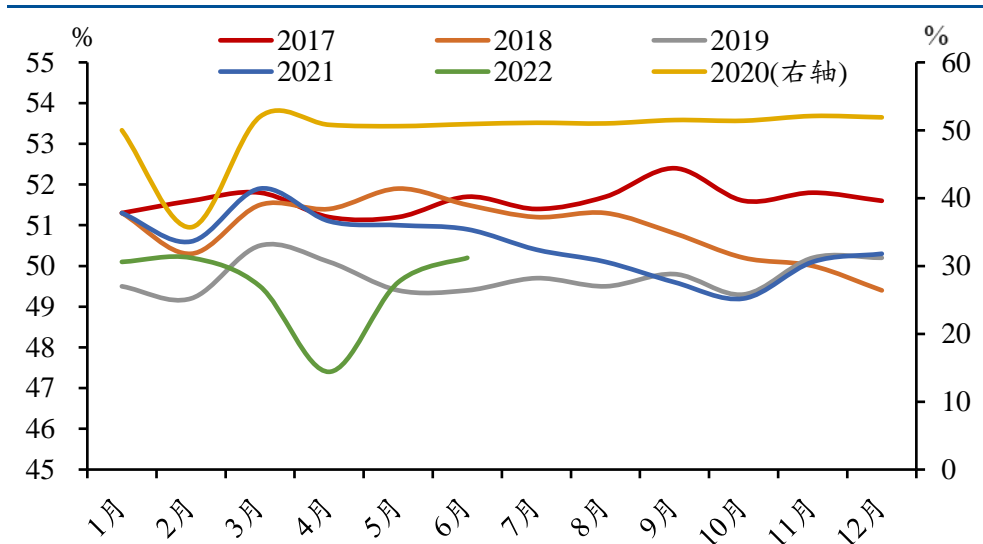
图目录

图 1：今年上半年制造业景气的 V 型更宽更胖.....	3
图 2：5 大分项指数出现不同程度的回升.....	4
图 3：生产动能明显增强，产需缺口有所扩大.....	4
图 4：中型企业重回扩张区间.....	5
图 5：主要原材料购进价格仍在扩张区间.....	5
图 6：6 月制造业企业延续被动去库存.....	6
图 7：建筑业延续强劲扩张势头，服务业重回扩张.....	7
图 8：6 月新增专项债投向分布（单位：亿元）.....	7
图 9：我国综合 PMI 产出指数重回扩张区间.....	8

一、制造业重回扩张，但仍有结构性问题

6月制造业PMI为50.2%，高于上月0.6个百分点。上半年的V型走势更加印证了我们此前在《低谷期已过，经济正在努力爬坡——5月PMI点评》中对4月是谷底的判断。从整个上半年制造业PMI的变化趋势可以明显地观察到，制造业景气度与上海疫情的形势息息相关。3月上海疫情爆发，景气水平迅速塌落收缩区间；4月份疫情最严重，景气度就陷入了谷底；5月上海疫情基本得到控制，制造业景气边际恢复；6月起上海开始全面恢复正常生产生活秩序，制造业重回扩张。和2020年相比，今年的V型更宽更胖，底部更高，表明今年上海疫情对经济的冲击比两年前的武汉疫情在惨烈程度上有所降低，但时间更久，需要花费更长时间来修复。

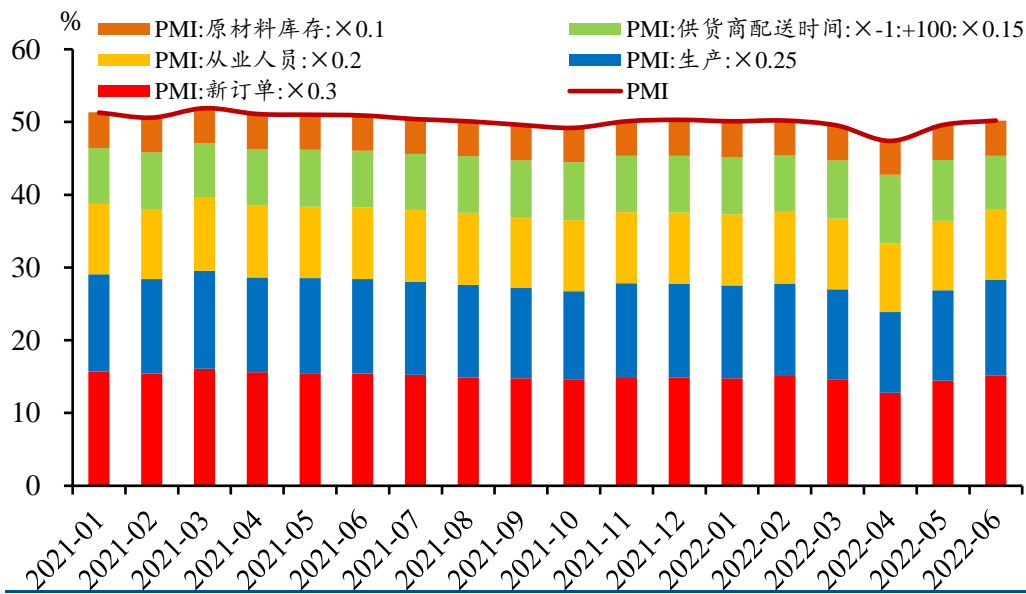
图1：今年上半年制造业景气的V型更宽更胖



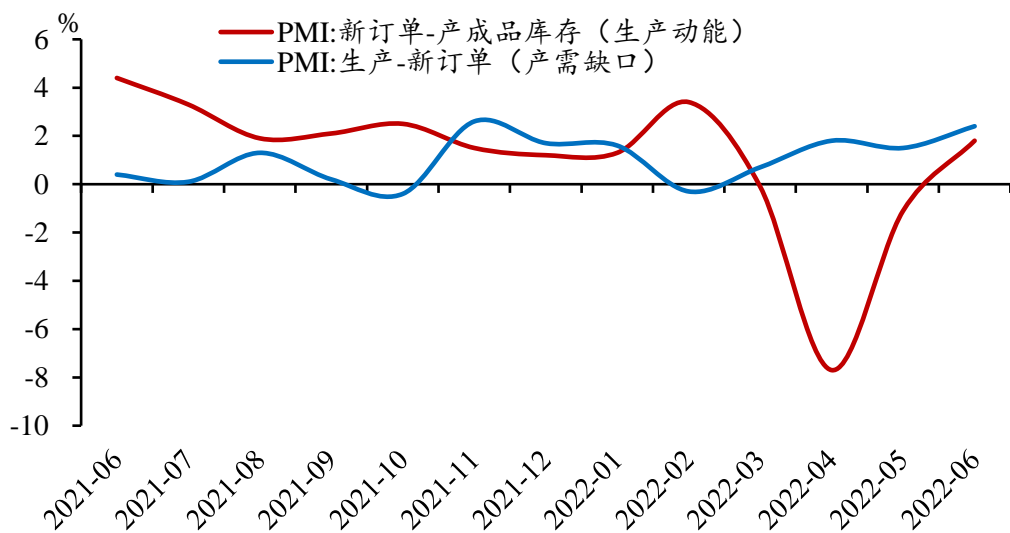
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

制造业供需修复加快。继续看构成制造业PMI的5个分项指数，新订单指数、生产指数、供应商配送时间指数分别为50.4%、52.8%和51.3%，高于上月2.2、3.1和7.2个百分点。疫情区内，企业复产复工有序推进和社区陆陆续续的解封推动供需重回临界点以上，上海对外公路、铁路、水运和航运的运行恢复推动物流运输通畅度更高，保通保畅成效显著。原材料库存指数为48.1%，较5月上升0.2个百分点，原材料采购力度边际恢复。从业人员指数为48.7%，较5月上升1.1个百分点，用工景气水平回升，但还在临界点以下，就业压力仍然存在。

制造业生产动能明显增强，供需缺口有所扩大。6月制造业需求的大幅改善推升了新订单指数升高，也推动了产成品库存指数的降低，两个指数之差大幅回升至1.8%，高于上月2.9个百分点，表明6月制造业新增需求消化产成品库存的能力显著增强，进而制造业企业的生产动能就会更强。另一方面，6月制造业生产的恢复速度要快于需求，这可以从新订单指数回升幅度小于生产指数得出，这表明后疫情时代，需求相较生产还是具有一定黏性，复产复工的推进速度还要快于内需的恢复速度。在此背景下，6月的供需缺口有所扩大，主要表现为供大于需（生产指数与新订单指数之差大于前值）。我们认为这只是暂时的，随着国家央地两级各类促消费政策效应的持续释放，内需的恢复速度大概率就会在三季度追上企业复产复工的速度，供需差有望被抹平。

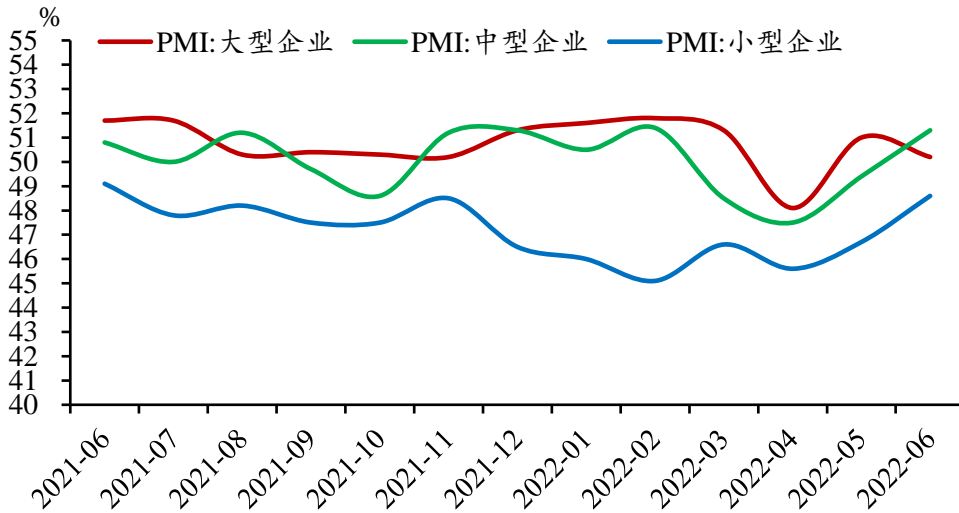
图 2：5 大分项指数出现不同程度的回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 供货商配送时间指数为逆指数, 回升后占比下降

图 3：生产动能明显增强，产需缺口有所扩大


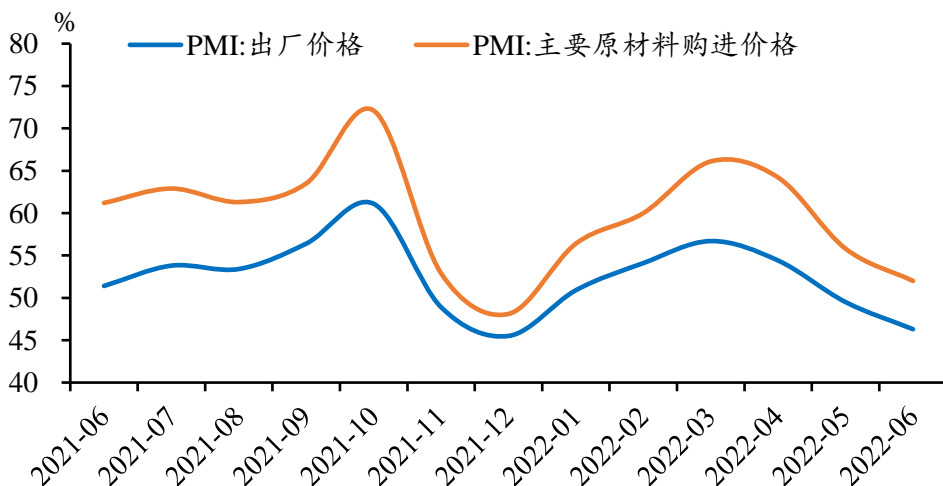
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

大型企业延续扩张势头，中小企业景气度明显回升。6月大型企业 PMI 为 50.2%，已连续两月呈现扩张态势。中型企业恢复势头强劲，PMI 重回扩张至 51.3%，较上月增长 1.9 个百分点。小型企业 PMI 为 48.6%，高于上月 1.9 个百分点，虽然仍处于临界值以下，但景气水平有所回升。我们预计三季度大中型企业能持续维持扩张势头，而小型企业有望在三季度重回扩张。

图 4：中型企业重回扩张区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

虽然制造业整体重回扩张，但企业的上游成本压力还在，利润空间仍被挤压。6 月供大于需推动制造业出厂价格指数降至 46.3%，较上月下降 3.2 个百分点，连续两个月位于收缩区间。主要原材料购进价格指数下降至 52.0%，制造业原材料采购价格涨幅持续收窄，但仍位于扩张区间，企业原材料成本压力偏大。随着疫情防控稳中向好，市场需求进一步回暖，下游盈利空间有望被打开，叠加能源保供政策效应的释放，上游成本压力有望减轻，制造业企业利润承压大概率会在三季度有所缓解。如果政策给力，甚至有望实现利润扩张。

图 5：主要原材料购进价格仍在扩张区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综上所述，制造业在 6 月重回景气扩张，但从业人员指数、小型企业 PMI 仍在收缩区间，就业压力还在，小型企业的恢复程度也还不够。主要原材料购进价格仍在扩张区间，出厂价格指数持续收缩，企业盈利依然承压。需求的恢复程度不及复产复工的速度，供需缺口扩大，结构性问题仍在。

二、制造业企业延续被动去库存周期

首先，企业的库存周期按照需求的不同层次可以划分为主动补库存、主动去库存、被动补库存、被动去库存再到主动补库存的周期，依次对应需求旺盛、需求下降、需求谷底、需求改善再到需求旺盛。每个阶段对应的指数走势如下：

主动补库存对应需求旺盛。该阶段制造业企业面对下游旺盛的需求，加大原材料采购力度，同时积极往仓库中补库存来应对源源不断的新订单。产成品库存指数和原材料库存指数都上升，企业积极主动地补库存。

主动去库存对应需求下降。该阶段制造业企业面对需求减弱开始削减原材料的采购力度，而由于需求并未降至谷底，仓库中的产成品库存还在不断消耗，体现为产成品库存指数和原材料库存指数都下降，企业主动地去空库存。

被动补库存对应需求低谷。该阶段因为需求低迷企业当然也会大幅减弱原材料的采购，同时产成品也卖不出去而堆积在仓库中，体现为产成品库存指数上升和原材料库存指数下降，企业无奈只能被动补库存。

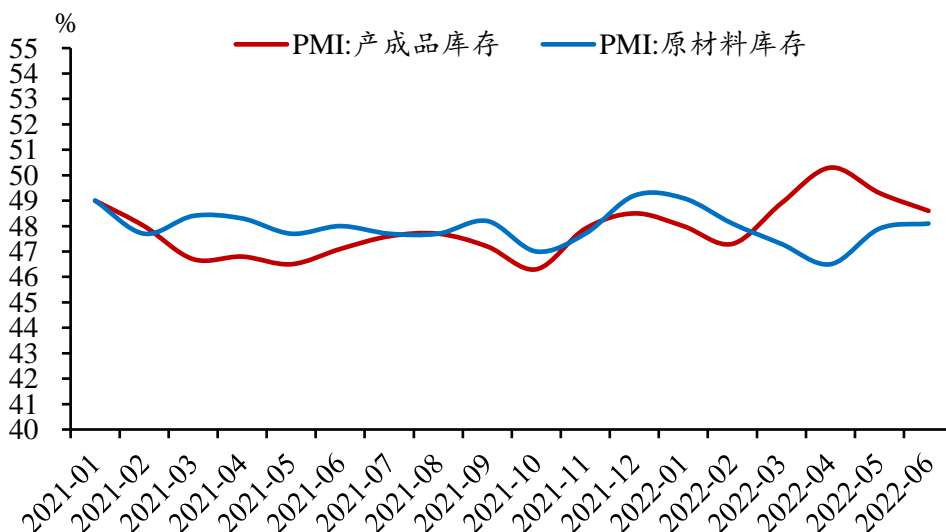
被动去库存对应需求改善。该阶段由于需求开始恢复，企业会逐渐加大原材料的采购，产成品库存也会随着需求复苏出现下降，体现为产成品库存指数下降和原材料库存指数上升，企业被动去库存。

6月产成品库存指数为48.6%，低于上月0.7个百分点；原材料库存指数较上月回升0.2个百分点，对应的阶段为被动去库存，更加印证了需求在改善。也正如我们在《低谷期已过，经济正在努力爬坡——5月PMI点评》预测的那样，6月会延续5月的被动去库存趋势。

总体看今年以来制造业先后经历了1-2月的主动去库存到3-4月的被动补库存再到5-6月的被动去库存共三个阶段，也就是年初的需求经历了从去年年底下降，然后到3、4月跌到谷底，5、6月再迎来改善。

正如第一章的分析，后疫情时代需求的恢复需要时间，不会一下从4月的低迷到6月就会迎来旺盛，也就是说，6月的需求修复仍然处于爬坡阶段。对应制造业的库存周期，也自然不会从4月的被动补库存到6月就会迎来主动补库存，我们认为主动补库存大概率在三季度实现。

图6：6月制造业企业延续被动去库存



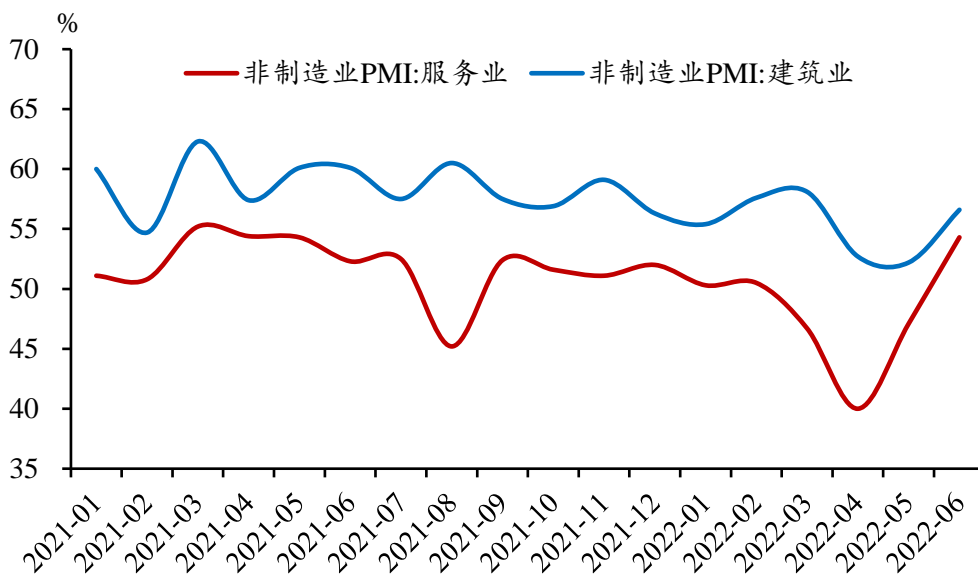
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、建筑业走势强劲，服务业重回扩张

6月非制造业商务活动指数为54.7%，高于5月6.9个百分点，重回扩张区间。其中建筑业商务活动指数为56.6%，在延续扩张势头的同时还高于上月4.4个百分点。这与基建的推动密不可分，6月新增专项债共发行13748.6369亿元，其中投向基建的金额为9043.7394亿元，比例达到了65.78%。我们认为在如此庞大的资金支持下，建筑业的强劲扩张势头或至少能维持到8月底。若后续出台重磅的增量政策能有效支持基建，建筑业的扩张有望持续一整年。但强劲势头下6月建筑业从业人员指数仅为48.3%。

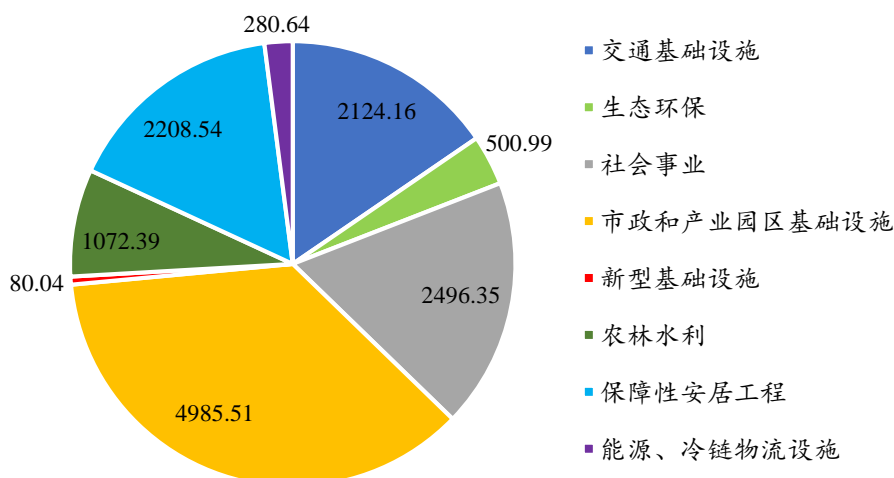
6月服务业商务活动指数为54.3%，高于上月7.2个百分点，景气度大幅回升至扩张区间。但服务业从业人员指数为46.6%，仍处收缩区间。因此，不难得出，在制造业、建筑业和服务业的从业人员指数仍在收缩区间下，后续政策的核心目标将是稳住就业。当然稳就业需要一定的经济增速，我们在《稳住就业的经济增长底线大致是4%》已经详细说明。

图7：建筑业延续强劲扩张势头，服务业重回扩张



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

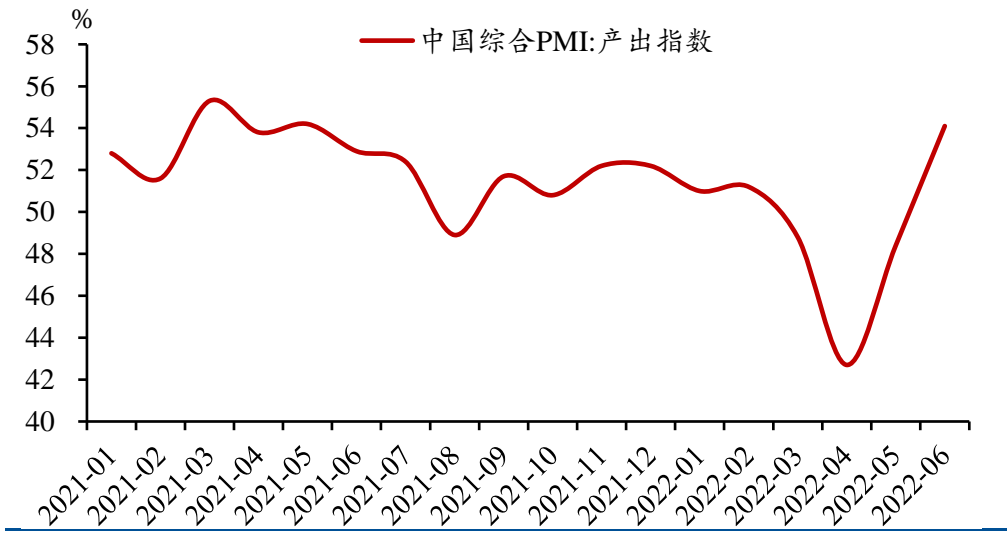
图8：6月新增专项债投向分布（单位：亿元）



资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

在制造业和非制造业 PMI 都重回扩张下，6 月综合 PMI 产出指数为 54.1%，高于上月 5.7 个百分点，重回荣枯线以上。

图 9：我国综合 PMI 产出指数重回扩张区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情反复出现，重磅增量政策尚不明朗

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。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。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

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	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@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	wangyufe@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@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。