

被低估的制造业 PMI 指数

——6 月 PMI 数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

制造业 PMI 被低估，经济景气度实际很高。6 月制造业指数较上月提升 0.6 个百分点至 50.2%，重回至荣枯线以上。在疫情形势改善、复工复产全面推进、稳经济配套政策持续推出的情况下经济复苏趋势明显。值得注意的是，6 月制造业 PMI 是被低估的，实际上经济景气度应比数据显示的更好。我们在 4 月份的 PMI 数据点评《供应链问题凸显》中曾指出，4 月 PMI 的“47.4%”实际上是被高估的，同样的原理，6 月 PMI 是被明显低估的。这背后都是因为“供应商配送时间”指数发出了错误的信号。在正常经济环境中，供应商配送时间指数越低，即供应商供货越慢，反映出需求越旺盛，厂商供不应求，即经济景气度高。所以 PMI 中这一项在加权计算时为逆指数，其值越低，总的 PMI 指数越高。而疫情冲击期间供应商配送效率由于防控的阻隔而下降，实际上反映出经济受到负面冲击很大，但在计算时却给 PMI 总指数非常大的正向贡献，所以前几个月 PMI 指数被“高估了”。6 月份供应商配送效率大幅上升，体现为这一分项指数由 44.1% 上升至 51.3%，这本是疫后复苏的积极因素，但在加权计算时却拖累了 PMI 指数 1.08 个百分点。由于供应商配送时间指数在疫情中逻辑发生转变、但计算方法未变，所以 6 月 PMI 指数实际上被较大幅度地低估了。当前经济正在处于较强的复苏路径中。供需两端继续修复。结构上仍是生产强而需求弱的格局。6 月新出口订单较 5 月上升 3.3 个百分点至 49.5%，显示出出口仍具韧性，符合我们此前的判断。价格指数继续回落。在大宗商品价格回落的背景下，企业端通胀压力正在减轻。大中小企业景气度差距缩小。可能因为大型企业中很多企业位于产业链上游，原材料价格下降拖累了相关企业景气度。而中小型企业则因成本下降和政策纾困而有所改善。

服务业及建筑业大幅回暖。6 月份非制造业商务活动指数升至荣枯线以上，录得 54.7%，高于上月 6.9 个百分点，其中服务业指数的反弹更加显著。6 月服务业指数较上月大幅上升 7.2 个百分点，达到 54.3%，反弹至临界线以上。这是疫情防控形势改善的直接结果。交通运输、零售等行业复苏显著，商务活动指数均位于 55.0% 以上。6 月建筑业指数为 56.6%，较 5 月提升 4.4 个百分点。一方面基建依旧发力强劲。另一方面地产开工增加。疫情期间很多项目被迫停工，随着疫情隔离的解除，相关建筑项目重新开工，拉动了建筑业景气度。随着财政政策逐步

落地及商品房销售触底回升，下半年基建和房地产继续向上修复的确定性较大，建筑业景气度有望持续抬升。

经济正处于快速修复期。我们此前在报告《短期内经济复苏会很强劲——5月经济数据点评》中指出，随着疫情防控力度的放缓和此前各类需求的补偿性释放，短期内中国经济将会出现较为强劲的反弹。6月制造业 PMI 排除供应商配送指数的干扰后已经显示出较高的景气度，非制造业 PMI 则大幅超预期反弹，显示出经济复苏的动力较为强劲。叠加上游原材料价格下降带来的中下游企业利润改善，复苏交易仍为当前市场的主线逻辑。下半年经济增速将先快后慢，8月之后经济动能可能会放缓。

风险提示：国内疫情反复。

目录

1. 数据	5
2. 制造业 PMI 被低估，经济景气度实际很高	5
3. 服务业及建筑业大幅回暖	7
4. 经济正处于快速修复期	8

图表目录

图表 1: 制造业景气度继续回升	5
图表 2: 供应商配送时间指数在疫情期间的逻辑发生变化	6
图表 3: 大中小型企业差距缩小	7
图表 4: 非制造业指数大幅反弹	7
图表 5: 商品房销售面积触底回升	8

1. 数据

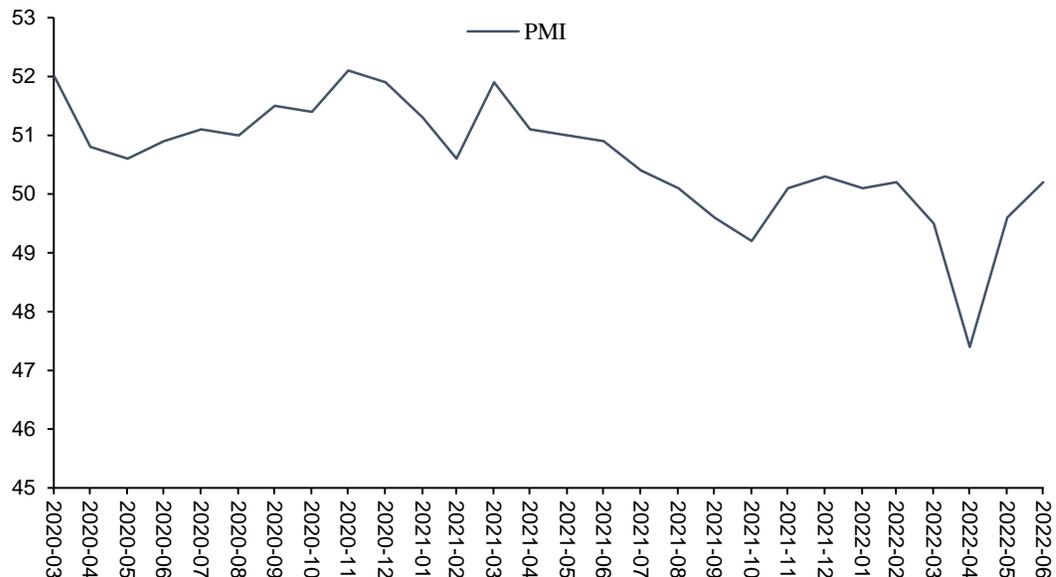
中国 6 月制造业 PMI 指数 50.2%，预期 50.5%，前值 49.6%。

中国 6 月非制造业指数 54.7%，预期 50.5%，前值 47.8%。

2. 制造业 PMI 被低估，经济景气度实际很高

6 月制造业指数较上月提升 0.6 个百分点至 50.2%，重回至荣枯线以上。在疫情形势改善、复工复产全面推进、稳经济配套政策持续推出的情况下经济复苏趋势明显。

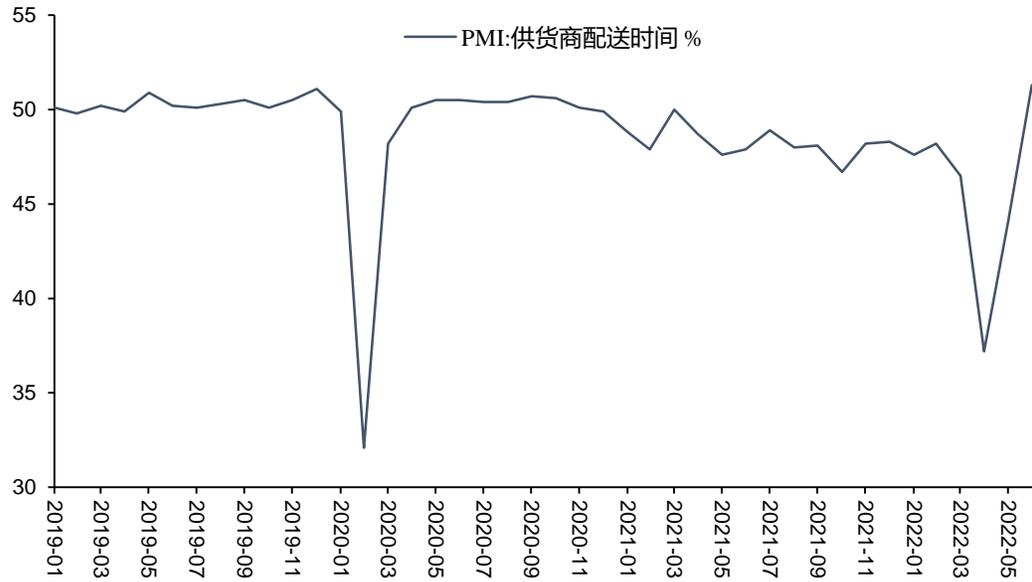
图表 1：制造业景气度继续回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

值得注意的是，6 月制造业 PMI 是被低估的，实际上经济景气度应比数据显示的更好。我们在 4 月份的 PMI 数据点评《供应链问题凸显》中曾指出，4 月 PMI 的“47.4%”实际上是被高估的，同样的原理，6 月 PMI 是被明显低估的。这背后都是因为“供应商配送时间”指数发出了错误的信号。在正常经济环境中，供应商配送时间指数越低，即供应商供货越慢，反映出需求越旺盛，厂商供不应求，即经济景气度高。所以 PMI 中这一项在加权计算时为逆指数，其值越低，总的 PMI 指数越高。而疫情冲击期间供应商配送效率由于防控的阻隔而下降，实际上反映出经济受到负面冲击很大，但在计算时却给 PMI 总指数非常大的正向贡献，所以前几个月 PMI 指数被“高估了”。6 月份供应商配送效率大幅上升，体现为这一分项指数由 44.1% 上升至 51.3%，这本是疫后复苏的积极因素，但在加权计算时却拖累了 PMI 指数 1.08 个百分点。由于供应商配送时间指数在疫情中逻辑发生转变、但计算方法未变，所以 6 月 PMI 指数实际上被较大幅度地低估了。当前经济正在处于较强的复苏路径中。

图表 2: 供应商配送时间指数在疫情期间的逻辑发生变化



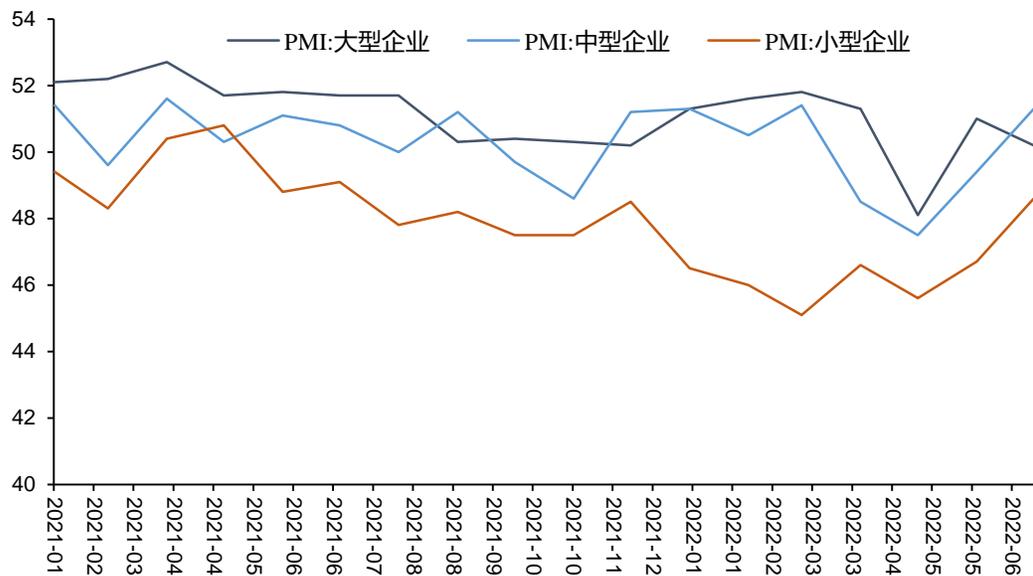
资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

供需两端继续修复。6月生产指数及新订单指数分别为52.8%、50.4%，均处于扩张区间，与5月相比各自提升3.1个及2.2个百分点。结构上仍是生产强而需求弱的格局。6月新出口订单较5月上升3.3个百分点至49.5%，显示出出口仍具韧性，符合我们此前的判断。

价格指数继续回落。6月主要原材料购进价格及出厂价格继续双双下降，反映出在大宗商品价格回落的背景下，企业端通胀压力正在减轻。**上游原材料价格的下降也将缓解中下游的成本压力。**PPI下半年将继续处于下行通道。

大中小型企业景气度差距缩小。大型企业PMI下降0.8个百分点至50.2%，中型企业和小型企业PMI分别上升1.9个百分点。可能因为大型企业中很多企业位于产业链上游，原材料价格下降拖累了相关企业景气度。而中小型企业则因成本下降和政策纾困而有所改善。

图表 3: 大中小型企业差距缩小

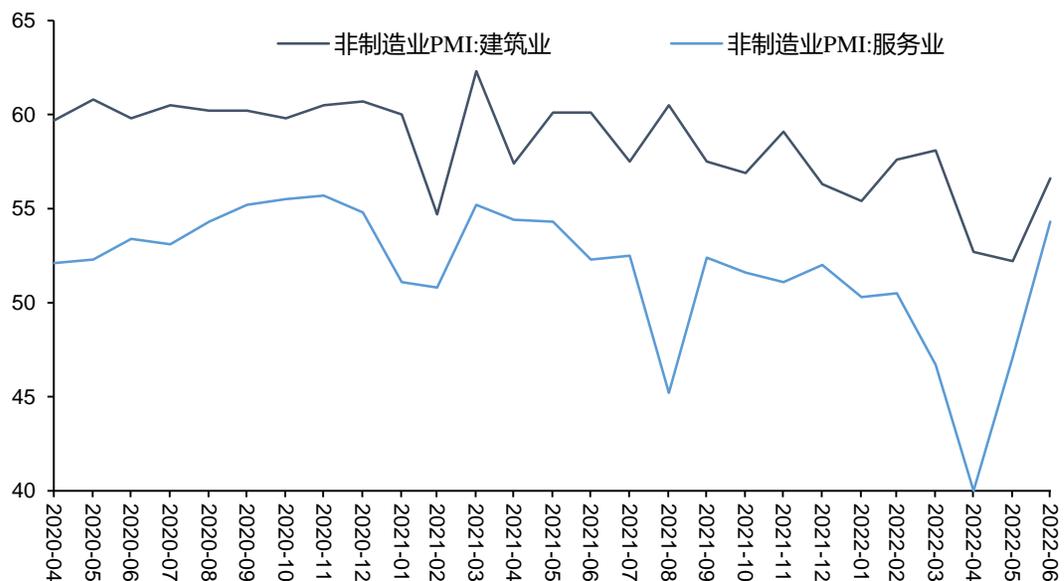


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. 服务业及建筑业大幅回暖

6 月份非制造业商务活动指数升至荣枯线以上, 录得 54.7%, 高于上月 6.9 个百分点, 其中服务业指数的反弹更加显著。

图表 4: 非制造业指数大幅反弹



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

6 月服务业指数较上月大幅上升 7.2 个百分点, 达到 54.3%, 反弹至临界线以上。这是疫情防控形势改善的直接结果。6 月多地调整跨区域隔离及核酸政策, 人员出行及线下消费等限制

有序放开，交通运输、零售等行业复苏显著，商务活动指数均位于 55.0% 以上。短期内疫情改善是经济的主线逻辑，随着政策的进一步放开及假期出行需求的抬升，线下服务场景修复速度有望加快。

6 月建筑业指数为 56.6%，较 5 月提升 4.4 个百分点。一方面基建依旧发力强劲。5 月底 33 条稳经济一揽子政策措施推出，提出加快专项债使用进度、支持新基建，6 月多地推出配套基建投资文件，实际项目建设上也有所加速。另一方面地产开工增加。疫情期间很多项目被迫停工，随着疫情隔离的解除，相关建筑项目重新开工，拉动了建筑业景气度。随着财政政策逐步落地及商品房销售触底回升，下半年基建和房地产继续向上修复的确定性较大，建筑业景气度有望持续抬升。

图表 5：商品房销售面积触底回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 经济正处于快速修复期

我们此前在报告《短期内经济复苏会很强劲——5 月经济数据点评》中指出，随着疫情防控力度的放缓和此前各类需求的补偿性释放，短期内中国经济将会出现较为强劲的反弹。6 月制造业 PMI 排除供应商配送指数的干扰后已经显示出较高的景气度，非制造业 PMI 则大幅超预期反弹，显示出经济复苏的动力较为强劲。叠加上游原材料价格下降带来的中下游企业利润改善，复苏交易仍为当前市场的主线逻辑。下半年经济增速将先快后慢，8 月之后经济动能可能会放缓。

风险提示：国内疫情反复。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。