

宏观点评报告

2022年7月1日

复苏持续进行 服务业略超预期

6月 PMI 点评

核心内容:

- **制造业 PMI 反弹, 供需恢复** 6月制造业 PMI 小幅回升至荣枯线之上, 生产继续恢复, 封控带来的生产阻断在逐步好转, 前期积压的订单也在加快消化。6月份制造业生产上行至 52.8(+3.1), 新出口订单上行至 49.5(+3.3), 产成品库存下行至 48.6(-0.7)。生产上行速度高于订单, 内需表现相对较弱。海外订单恢复速度加快, 6月海外订单高于5年均值, 短期利于未来生产改善, 但是在下半年欧美衰退预期上行的情况下将会承压。随着疫情影响的弱化和封控政策的逐步放松, 人员流动和需求将进一步好转, 生产仍在回升过程中。
- **中型企业景气度明显改善** 6月大型企业景气度下滑至 50.2, 低于均值, 中小企业景气度改善, 中型企业回到均值以上。中小企业的订单和生产量回升明显, 由于产能恢复, 产成品库存略有上行。海外订单良好, 生产带动采购和进口上行。财政政策和结构性工具依然持续支持中小微企业, 减税降费加快推进, 中型企业反弹更好, 小型企业也几乎恢复到正常水平, 不过修复可能更缓慢。
- **行业情况印证外需较强、内需偏弱** 6月份各行业 PMI 景气度居前的有纺织服装和服饰、专用设备制造、电器机械及器材制造和有色金属冶炼及加工; 而表现较差的包括黑色金属冶炼及加工、石油加工及炼焦和金属制品业。纺织服装和电器机械等领域的良好表现反映了积压的外需释放, 海外的短期需求保持旺盛, 出口相关项目仍会享受一段时间的高景气。黑色金属的不振主要归于内需较弱, 房地产链条整体低迷, 高炉开工率6月下旬小幅下滑, 去库存并不顺利。
- **服务业 PMI 强反弹, 下半年经济贡献度有望提高** 生产性服务业中交通运输、物流和租赁及商业服务改善明显; 消费性服务业中住宿餐饮和零售反弹最大。新订单上行(+9.0)体现了前期被压制需求的反弹, 同时利润的环比改善高于中间投入价格, 企业成本压力缓解。
- **复苏在缓慢进行** 综合来看, 6月 PMI 仍在从谷底修复, 7月份会继续上行。整体 PMI 指标回暖, 稳经济措施继续发力, 物流更加通畅, 外需短期韧性仍在; 得益于复苏周期的展开, 剔除物流的反向影响, PMI 的实际表现更强。仍然要注意, 生产恢复过程中受到的掣肘, 国内复苏仍受疫情扰动, 制造业需求增长偏慢, 需要注意外部经济弱化对企业利润的限制、疫情防控对汽车与通信等产业链较长的行业的扰动和地产链条的不振对总需求的压抑。

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

特别感谢: 于金潼

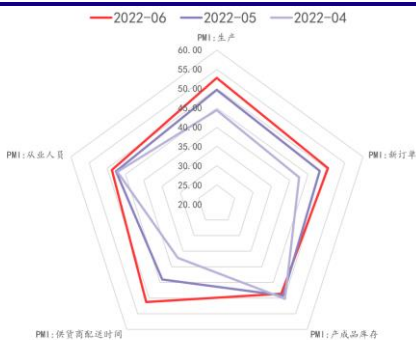
2022年6月份中采制造业PMI指数50.2，比5月份上行0.6，低于近年同月均值0.2。服务业PMI录得54.7，比5月份上行6.9，高于同月均值0.67；建筑业PMI录得56.6，比上个月增长4.4，低于近年同月均值2.93。中采先进制造业EPMI录得52.5，比上月上行3.6。

一、制造业PMI反弹，产需均恢复

6月制造业PMI小幅回升至荣枯线之上，生产继续恢复，封控带来的生产阻断在逐步好转，前期积压的订单也在加快消化。6月份制造业生产上行至52.8(+3.1)，新出口订单上行至49.5(+3.3)，产成品库存下行至48.6(-0.7)。6月份生产上行速度高于订单(+2.4)，内需表现相对较弱。海外订单恢复速度加快，6月海外订单高于5年均值，短期利于未来生产改善，但是在下半年欧美衰退预期上行的情况下将会承压。随着疫情影响的弱化和封控政策的逐步放松，人员流动和需求将进一步好转，生产仍在回升过程中。

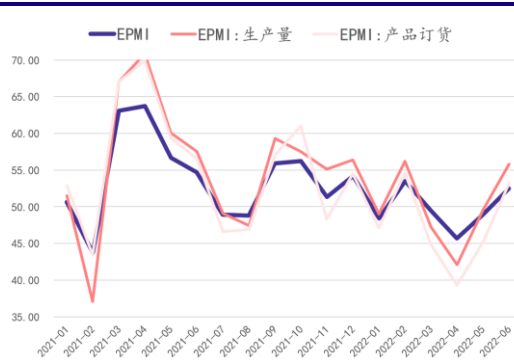
6月份生产量环比继续扩张，达到52.8的景气区间并略高于均值，体现了新订单代表的需求上行后供给的扩张。5月的工业增加值已经转正，工业利润从低位恢复但同比负增长，6月份上半部分主要城市仍然受到了疫情一定的干扰，对制造业需求的恢复有不良影响，相关调查也显示反映市场需求不足的企业占比超过50%，需求仍有进一步恢复的空间。汽车制造业生产从上月48.8上升至49.9，由于较长的产业链条更易受到影响使恢复速度偏慢，而链条短的专用设备由于基建的加持上行速度更快。像计算机通信和汽车等长产业链条设备后期增长空间更大。

图1：中采制造业PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：EPMI景气度上行 (%)



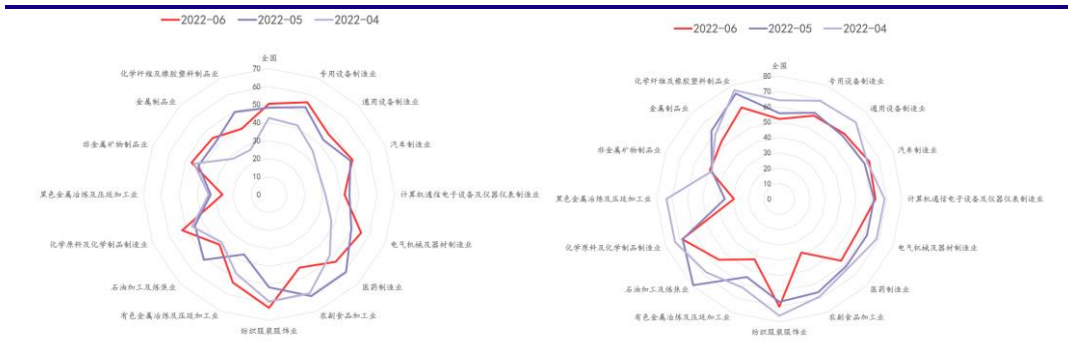
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单和新出口订单指数都有回升。全国订单指数上行2.2至50.4，仍略低于均值，而出口订单上行3.3至49.5，高于平均水平，比较强势。内需正在复苏，而外需由于美欧的短期消费韧性得以保持。海外对大部分产品需求均有回升，下降比较明显的有纺织服装业、专用设备制造业、医药制造业和农副食品加工业。内需超过均值的有纺织服装业、电器机械和器材制造业、化学原料和制品制造业，其他大都有改善但弱于平均水平。未来，内需有望进一步回复，而海外周期开始转向滞胀并有不小的衰退概率，外需走弱可能对制造业利润形成一定压制。

6月配送时间指标上行，体现物流持续改善，但配送时间作为逆向指标反而拖累了PMI，剔除影响后PMI在51.3左右。行程码摘星也初步体现出国务院阻止防疫政策层层加码并支持正常流动的态度，尽管坚持常态化疫情防控仍是主线，但如果政策能进一步规范各省防疫操作标准以鼓励经济活动，未来PMI改善幅度将更值得期待。

图3：各行业新订单 (%)

图4：各行业购进价格 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

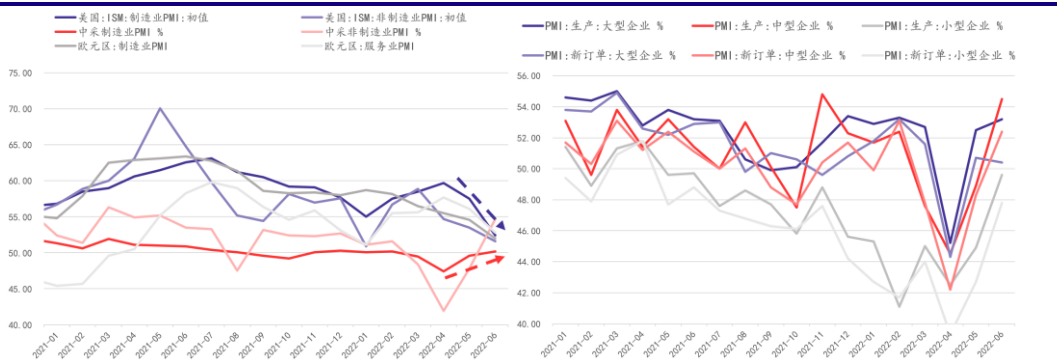
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

产成品库存指数下行, 原材料库存上升。6月产成品库存下降0.7达到48.6, 原材料指数上行0.2至48.1。产成品库存下行主要是需求带动, 但库存仍处于偏高位置, 目前需求仍受到压制导致恢复较弱, 不少行业还是在被动去库存, 主动补库要等需求进一步反弹。原材料库存的上行则反映了运输和人员流动秩序逐渐恢复后企业信心改善, 因基建和消费已经产生高需求的专用设备和纺织服装进行了比较明显的主动补库, 其他很多行业也有边际改善。

6月份生产成本压力下行, 购进价格回落。全球主要央行紧缩引发的衰退预期使大宗商品价格回落, 因此购进价格环比下滑至52, 其中石油加工和炼焦环比下行23.4, 有色金属冶炼加工下行12.5, 化学纤维及橡胶下行9.9, 带动相关出厂价格从49.5回落至46.3。海外周期的向下可能带动原材料成本继续下降, 但原油价格的波动还需警惕; 同时外部需求的预期疲弱以及内需较慢的恢复可能导致销售端量、价的压力, 因此中下游利润改善空间受到限制。

图5: 海内外PMI分化(%)

图6: 中小企业景气度改善(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、中型企业景气度改善明显

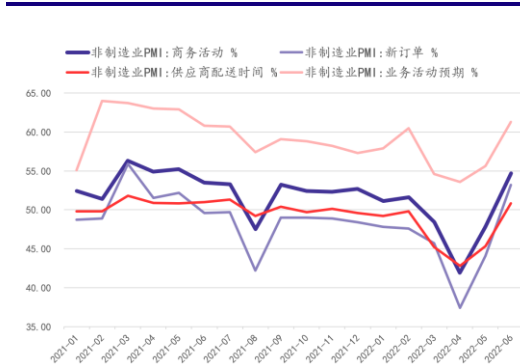
6月大型企业景气度下滑至50.2, 低于均值, 中小企业景气度改善, 中型企业回到均值以上。大企业的PMI下行一方面是由于供货商配送时间的反向拖累, 另一方面可能也跟大企业中不少位于上游而资源品价格又出现下行有关, 但实际景气度并未显著下滑。中小企业的订单和生产量回升明显, 由于产能恢复, 产成品库存略有上行。海外订单良好, 生产带动采购和进口上行。财政政策和结构性工具依然持续支持中小微企业, 减税降费加快推进, 中型企业反弹更好, 小型企业也几乎恢复到正常水平, 不过修复可能更缓慢。

三、服务业顺利修复

6月份服务业由于上海、北京等主要城市封控政策显著弱化带动的需求上行而反弹至54.7，已经达到平均水平以上。生产性服务业中交通运输、物流和租赁及商业服务改善明显；消费性服务业中住宿餐饮和零售反弹最大。6月份日均新冠确诊和无症状感染者数量比5月份显著回落，各地服务类活动趋于正常化，故服务业整体表现较好。新订单上行(+9.0)体现了前期被压制需求的反弹，同时利润的环比改善高于中间投入价格，企业成本压力缓解。库存有所上行但低于均值，仍有补库存空间。当前疫情和常态化管理对服务业仍有一定压制，但企业较为乐观，经济活动预期改善至61.3；随着夏季假期和出游高峰的到来以及人员流动的进一步放开，服务业短期恢复的韧性较好。

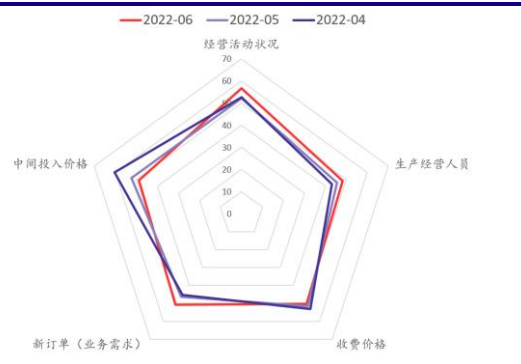
6月份建筑业经营活动状况上行至56.6，仍低于近年均值2.9个点。房地产业虽然环比改善，仍未恢复到正常水平，我国居民长贷的疲弱和信心不足导致房地产销售和投资仍然低迷，短期迅速恢复有难度。建筑业的回升更多是基建做出的贡献，随着基建投资加快和政府债权融资在二季度加速，资金到位后带动建筑上行。尽管房地产的不振需要更长时间改善，疫情封控的弱化将减少建筑工作人员复工的难度，相关活动会更加顺利。

图7：服务业PMI反弹(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图8：建筑业景气度上行(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、行业情况

6月份各行业PMI景气度居前的有纺织服装和服饰、专用设备制造、电器机械及器材制造和有色金属冶炼及加工；而表现较差的包括黑色金属冶炼及加工、石油加工及炼焦和金属制品业。纺织服装和电器机械等领域的良好表现反映了积压的外需释放，海外的短期需求保持旺盛，出口相关项目仍会享受一段时间的高景气。黑色金属的不振主要归于内需较弱，房地产链条整体低迷，高炉开工率6月下旬小幅下滑，去库存并不顺利。石油加工可能因为国际油价高位压缩了利润，订单减少导致表现较差。

环比改善最为明显的行业有有色金属冶炼和加工、专用设备制造、通用设备制造以及纺织服装和服饰；出现下行的有农副食品加工、化学纤维及橡胶塑料制品、石油加工及炼焦和医药制造。农副食品加工的大幅下行并不意外，其出口订单出现了较大下滑，向均值回归；该项目的4年出口订单平均为55.3，但是4月和5月份分别为85.6和68，体现了外需不寻常的强劲，本月难以维持如此高的环比增速。医药制造的回落则和海内外疫情影响的逐渐减退有关。

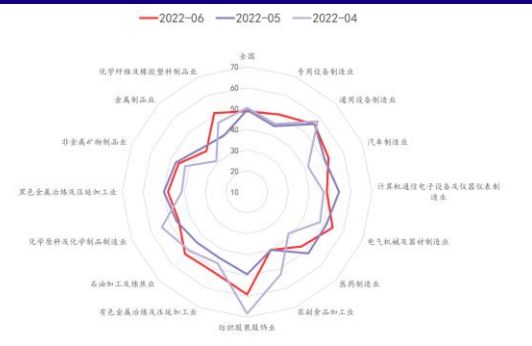
产成品库存方面上行较多的行业有纺织服装和服饰、通用设备制造、电器机械及器材制造和汽车制造，下行明显的有金属制品、农副食品加工、化学原料及制品制造和非金属矿物制品。一些表现较强的行业出现了补库存行为，但更多还是反映了偏弱的需求尚没有形成去库存力量。

图 9：各行业 PMI 情况 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 10：产成品库存 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

五、复苏在缓慢进行

综合来看，6 月 PMI 仍在从谷底修复，7 月份会继续上行。整体 PMI 指标回暖，稳经济措施继续发力，物流更加通畅，外需短期韧性仍在，企业正处于被动去产成品库存的状态，但生产和经营活动预期有所改善，未来补库存意愿可能增强。得益于复苏周期的展开，剔除物流的反向影响，PMI 的实际表现更强。

仍然要注意，生产恢复过程中受到的掣肘，国内复苏仍受疫情扰动，制造业需求增长偏慢，以下问题还需密切观察数据：

首先，美欧的消费数据和 PMI 已经出现边际收缩的态势，美联储开始强烈紧缩，欧央行态度也更加鹰派，虽然大宗商品价格的回落有望改善成本压力，但是需求的弱化从量、价两方面限制了制造业利润的改善。

其次，防控压力下，包括汽车、通信在内的产业链偏长的中高端制造业供需恢复的速度偏缓。

最后，尽管房地产业需求边际改善，但是目前比较低迷，居民信心恢复、长期贷款改善和“松绑”政策见效需要更长的时间，相关链条短期难以迅速改观。我国的制造业底部复苏虽然展现出良好势头，但受制于以上因素，复苏的质量的判断需要更长时间观察。

当前财政政策已经“应出尽出”，3.65 万亿地方专项债要求 6 月底基本发完、8 月底基本用完，减费降费快速进行，土地收入锐减，地方政府财政压力不小；而货币政策下半年大概率以结构性为主，海外紧缩周期对总量型政策又有一定限制。

疫情防控方面，虽然人群和商品流动在政策引导下继续恢复，但是决策层认为“疫情还没有见底”，坚持防控的原则不改，不过最严厉的时刻已经过去。下半年可以更多关注滞后的政策效果在基本面上的兑现，如果政策对基本面的刺激传导不畅，不排除政策的进一步宽松。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出与其它本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn