



报告日期：2022年7月11日

## “稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下

——6月 PMI 数据点评

宏观研究员：郑后成  
执业编号：S0990521090001  
电话：0755-83008511  
E-mail：houchengzheng@163.com

### 报告概要：

➤ 6月制造业PMI50.20，预期值50.50，前值49.60；6月非制造业PMI54.70，预期值50.50，前值47.80；6月综合PMI54.10，前值48.40。我们点评如下：

➤ 一、制造业PMI与非制造业PMI双双反弹至荣枯线之上，大型企业表现弱于中型企业；

➤ 二、6月外需强于内需，但是7月摩根大通制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下；

➤ 三、6月PPI当月同比大概率在5月的基础上下行；

➤ 四、“稳就业”是当下宏观政策的首要目标，“稳投资”服务于“稳就业”；

➤ 五、下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。

### 风险因素

- 1.大宗商品价格上行幅度超预期；
- 2.国内外新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

### 相关报告

- 1.英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
- 2.英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
- 3.英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础
- 4.英大宏观评论（20220607）5月工业企业利润总额当月同比不排除位于负值区间的可能，累计同比大概率低于4月
- 5.英大宏观评论（20220606）6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度
- 6.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 7.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 8.英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
- 9.英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
- 10.英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 11.英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 12.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 13.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 14.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

## 目录

一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上，大型企业表现弱于中型企业 .....	3
二、6 月外需强于内需，但是 7 月摩根大通制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下 .....	4
三、6 月 PPI 当月同比大概率在 5 月的基础上下行 .....	6
四、“稳就业”是当下宏观政策的首要目标，“稳投资”服务于“稳就业” .....	7
五、下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低 .....	8

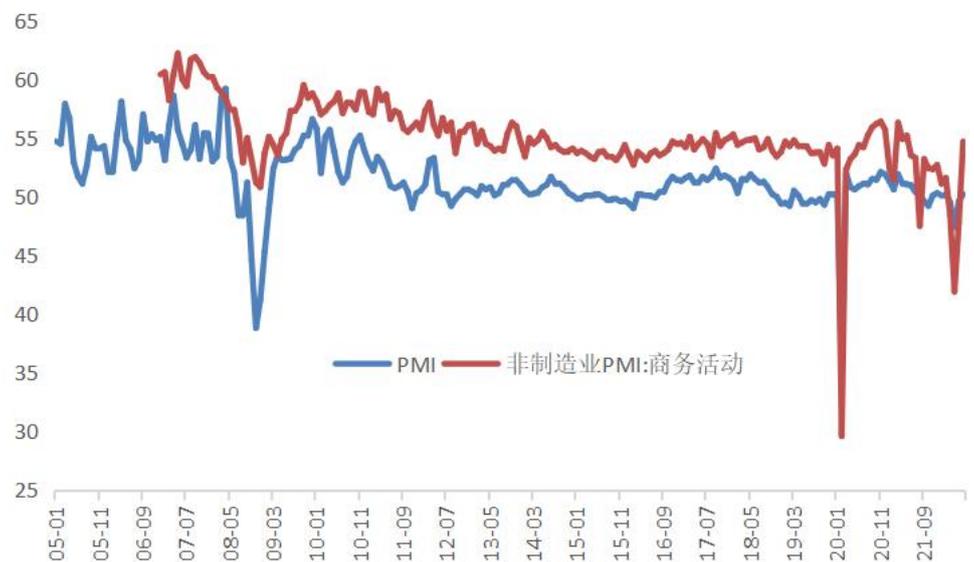
**事件：**6月制造业 PMI 50.20，预期值 50.50，前值 49.60；6月非制造业 PMI 54.70，预期值 50.50，前值 47.80；6月综合 PMI 54.10，前值 48.40。

**点评：**

**一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上，大型企业表现弱于中型企业**

6月制造业 PMI 录得 50.20，低于预期 0.30 个百分点，较前值上行 0.60 个百分点，持平于 2 月，返回疫情前水平。但是应该看到，在过往 18 年的 6 月制造业 PMI 中，2022 年 6 月持平于 2012 年 6 月与 2015 年 6 月，仅位列第 13 位，表明在新冠肺炎疫情散点爆发的背景下，6 月制造业 PMI 的表现弱于季节性。

**图 1：6 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹至荣枯线之上（%）**



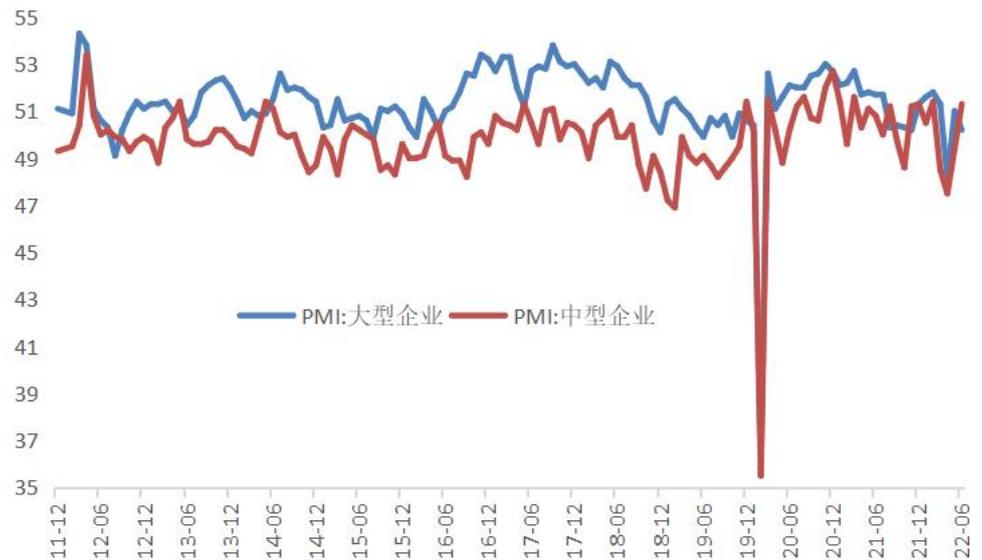
**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

**从 5 个主要分项看**，6 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得 50.40、52.80、48.70、51.30、48.10，分别较前值上行 2.20、3.10、1.10、7.20、0.20 个百分点。对该组数据的解读有以下两点。**第一**，供货商配送时间上行幅度最大，6 月 51.30 的读数，持平于 2009 年 2 月、2009 年 3 月以及 2016 年 3 月，为 2008 年 1 月以来低点，表明道路交通运输情况得到很大程度改善。**第二**，生产修复力度强于需求修复力度：**一是**从绝对读数看，6 月生产 52.80 的读数远高于新订单 50.40 的读数；**二是**从月度边际上行幅度看，生产 3.10 个百分点的月度边际上行幅度高于新订单的 2.20 个百分点的月度上行幅度。

**分企业规模看**，大中小型企业的制造业 PMI 分别为 50.20、51.30、48.60，分别较前值上行 -0.80、1.90、1.90 个百分点。其中，中小型企业制造业 PMI 双双回升，而大型企业制造业 PMI 则逆势下行，且低于中型企业制造业 PMI 51.30 的读数。产生这一现象的原因有三点。**第一**，可能与大城市疫情出现反复，进而强化管控措施有关。**第二**，除国际油价之外，

6月有色系与黑色系大宗商品价格均出现较大幅度的回调。**第三**，在疫情冲击下，国家对中小企业的支持力度大于对大型企业的支持力度。具体到大中小企业的5个主要分项，大中小企业的主要差别体现在两点：**一是**6月大型企业的新订单较前值下行0.30个百分点，但是6月中小企业新订单分别较前值上行4.10、5.10个百分点；**二是**6月大型企业原材料库存较前值下行2.10个百分点，但是6月中小企业原材料库存分别较前值上行3.0、1.60个百分点。

**图 2：大型企业制造业 PMI 则逆势下行，且低于中型企业制造业 PMI51.30 的读数 (%)**



**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

6月非制造业 PMI 为 54.70，高于预期 4.20 个百分点，较前值大幅上行 6.90 个百分点，时隔 3 个月重返荣枯线之上，且创 2021 年 6 月以来新高。在过往 16 年的 6 月非制造业 PMI 中，2022 年 6 月位列第 10 位，居于中游偏下水平，表明 6 月非制造业 PMI 的表现弱于季节性。其中，6 月建筑业 PMI 为 56.60，较前值上行 4.40 个百分点，依旧处于历史相对低位区间；6 月服务业 PMI 为 54.30，较前值上行 7.20 个百分点，创 2021 年 6 月以来新高。非制造业 PMI 其余的 9 个指标均较前值上行。其中，位于荣枯线以下的指标有 4 个，较 5 月减少 3 个；位于 50-60 之间的指标有 4 个，较 5 月增加 2 个；位于 60 以上的指标有 1 个，较 5 月增加 1 个。

## 二、6 月外需强于内需，但是 7 月摩根大通制造业 PMI 新订单大概率滑至荣枯线之下

6 月新订单、新出口订单与在手订单分别为 50.40、49.50、44.20，分别较前值上行 2.20、3.30、-0.80 个百分点。其中：6 月新订单时隔 3 个月重新跃至荣枯线之上，创近 4 个月新高，剔除掉 2 月的 50.70，则创 2021 年 8 月以来新高；6 月新出口订单虽然依旧处于荣枯线之下，但是创 2021 年 5 月以来新高；6 月在手订单逆势下行，创 2020 年 6 月以来新低。此外，6 月进口指数录得 49.20，较前值上行 4.10 个百分点，创 2021 年 8 月以来新高。

6 月需求方面的特征是外需强于内需：**一是**6 月新订单较前值上行 2.20 个百分点，而

6月新出口订单较前值上行3.30个百分点，新出口订单月度边际上行幅度高于新订单月度边际上行幅度；二是“新订单-新出口订单”这一复合指标录得0.90个百分点，持平于2021年11月与2022年1月，为2020年3月以来低点；三是6月新出口订单为49.50，较进口指数49.20的读数高出0.30个百分点。

外需方面，6月摩根大通全球制造业PMI录得52.20，较前值下行0.10个百分点，虽然创2020年9月以来新低，但是依旧位于荣枯线之上，表明全球经济依旧处于扩张状态，但是扩张程度较5月放缓。从5个主要分项看，对6月摩根大通全球制造业PMI形成支撑的是生产指数，6月录得52.50，较前值大幅上行2.90个百分点，而对6月摩根大通全球制造业PMI形成利空的是新订单、就业、投入价格、产出价格，6月分别录得50.10、51.40、68.60、60.50，分别较前值下行0.80、0.20、1.70、1.0个百分点，其中，最为领先的新订单录得50.10，逼近荣枯线，创2020年7月以来新低。在全球流动性收紧的背景下，预计摩根大通全球制造业PMI新订单指数大概率在7月滑至荣枯线之下，并在此后的几月之内带动产出、就业、投入价格、产出价格这四个分项指标滑至荣枯线之下。参照2016年至2019年这一轮周期的经验，在新订单滑至荣枯线之下之后，产出、就业、产出价格、投入价格分别在3个月、2个月、5个月以及13个月之后滑至荣枯线之下。

图3：摩根大通全球制造业PMI新订单指数大概率在7月滑至荣枯线之下（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从主要国家的制造业PMI来看，6月均位于荣枯线之上，但是绝大多数创2020年年中以来新低，具体看：美国方面，6月美国ISM制造业PMI录得53.0，较前值下行3.10个百分点，创2020年7月以来新低，6月美国Markit制造业PMI录得52.40，较前值下行4.60个百分点，创2020年8月以来新低；欧元区方面，6月欧元区制造业PMI录得52.10，较前值下行2.50个百分点，创2020年9月以来新低，其中，德国的制造业PMI录得52.00，较前值下行2.80个百分点，创2020年8月以来新低；日本方面，6月日本制造业PMI录得

52.70，较前值下行 0.60 个百分点；英国方面，6 月英国制造业 PMI 录得 52.80，较前值下行 1.80 个百分点，创 2020 年 7 月以来新低。

总需求方面，我们对下半年宏观经济“三驾马车”的判断如下。**第一**，下半年出口金额累计同比承压但有韧性。**第二**，在“境外输入不停，境内反弹不止”的背景下，消费增速缺乏大幅上行的基础。**第三**，制造业固定资产投资完成额累计同比大概率在上半年的基础上下行。**第四**，下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。**第五**，部分同比指标存超跌修复现象，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论。如果以上判断成立的话，“5.50%左右”的 GDP 增速预期目标实现的概率较低。

### 三、6 月 PPI 当月同比大概率在 5 月的基础上下行

6 月主要原材料购进价格指数为 52.00，较前值下行 3.80 个百分点，创 2022 年 1 月以来新低；6 月出厂价格指数为 46.30，较前值下行 3.20 个百分点，连续 2 个月位于荣枯线之下，且创 2022 年 1 月以来新低。6 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为 5.70 个百分点，较前值收窄 0.60 个百分点，创 2022 年 2 月以来新低。分企业规模看，6 月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为 51.60、51.70、53.20，分别较前值下行 2.90、4.70、4.50 个百分点。6 月大中小型企业的出厂价格分别为 45.00、46.70、48.60，分别较前值下行 4.30、3.10、0.70 个百分点。

图 4：6 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均创 2022 年 1 月以来新低（%）



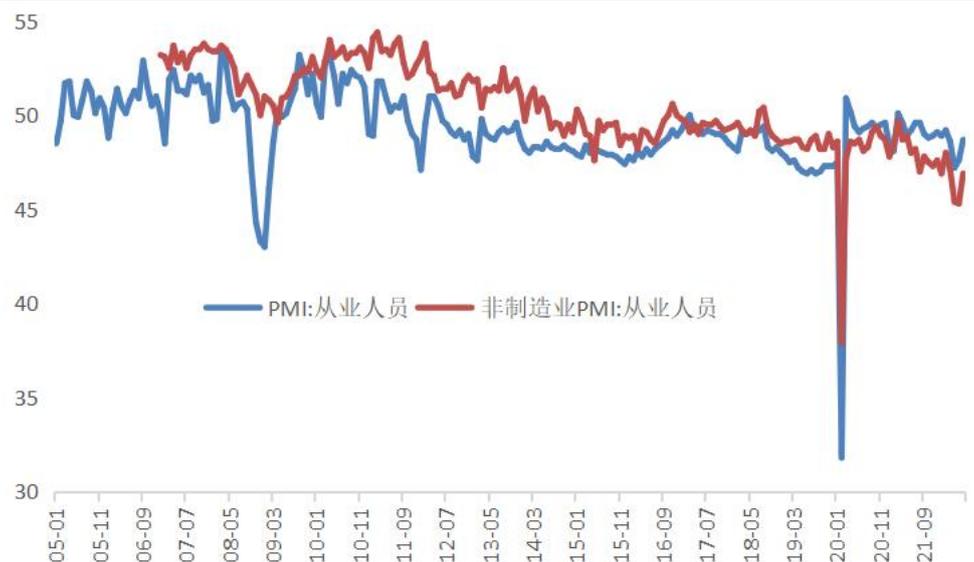
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

以上这组数据的特征有以下三点。**第一**，不论是主要原材料购进价格指数，还是出厂价格指数，6 月均较前值下行。**第二**，不论是大型企业、中型企业还是小型企业，其主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均较前值下行。**第三**，出厂价格指数连续 2 个月在荣枯线之下运行。以上三点均预示，6 月 PPI 当月同比大概率在 5 月的基础上下行。

当前宏观经济最显著的变量是，6月美国ISM制造业PMI录得53.0，较前值下行3.10个百分点，创2020年7月以来新低，而6月美国Markit制造业PMI录得52.40，较前值下行4.60个百分点，创2020年8月以来新低。尤为重要的是，6月美国ISM制造业PMI新订单指数录得49.20，较前值下行5.90个百分点，时隔24个月再次跌至荣枯线之下，表明美国国内需求已经进入收缩状态。受此影响，国际油价与国际铜价大幅下挫。在美联储大概率继续以高于50个基点的幅度加息的背景下，叠加欧洲央行大概率加息，预计7月美国ISM制造业PMI、美国Markit制造业PMI以及欧元区制造业PMI大概率继续下行，从目前的趋势看，不排除在2022年下半年跌破荣枯线的可能。在以上分析的基础上，我们坚持在《英大证券2022年宏观经济与大类资产配置展望：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中“1季度国际油价大概率继续上行，在2季度位于高位，不排除‘破百’的可能，在下半年承压并小幅下行”的判断。

#### 四、“稳就业”是当下宏观政策的首要目标，“稳投资”服务于“稳就业”

图5：6月制造业从业人员高于非制造业从业人员，表明制造业修复强于非制造业（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

6月制造业PMI从业人员指数录得48.70，较前值上行1.10个百分点，创近3个月新高。其中，6月大中小型企业的从业人员指数分别为48.80、48.50、48.80，分别较前值上行1.00、1.00、1.60个百分点，分别创近3个月、近4个月、近4个月新高，且均位于荣枯线之下。非制造业方面，6月非制造业从业人员指数为46.90，较前值上行1.60个百分点，创近3个月新高。其中，6月建筑业从业人员为48.30，较前值上行2.80个百分点，创近3个月新高；6月服务业从业人员为46.60，较前值上行1.30个百分点，创近3个月新高。从以上数据可以看出，6月制造业PMI从业人员指数均高于非制造业从业人员指数，表明制造业的修复强于非制造业，这一点与5月工业增加值当月同比录得0.70%，录得正增长，以及5月服务业生产指数当月同比录得-5.10%，依旧处于负值区间相印证。预计6月



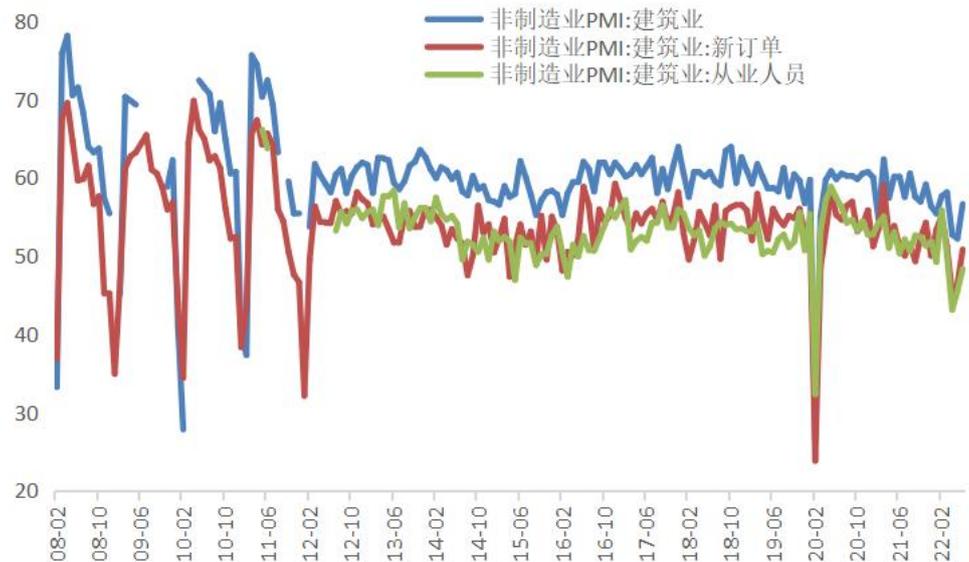
工业增加值当月同比大概率在 5 月的基础上上行，而 6 月服务业生产指数当月同比大概率还将录得负值。

“稳就业”是当下宏观政策的首要目标。这一判断的依据来自两个方面。**第一**，6 月 30 日国务院常务会议的主题为，“确定政策性开发性金融工具支持重大项目的举措，扩大有效投资促进就业和消费，部署加大重点工程以工代赈力度，拓展就业岗位带动农民工等增收”。该标题的前半句着眼于“稳投资”，后半句着眼于“稳就业”，并且从内容看“稳投资”服务于“稳就业”。**第二**，6 月 29 日中国人民银行货币政策委员会召开 2022 年第二季度例会，会议指出要“统筹抓好稳就业和稳物价”。在物价上涨预期上升的背景下，央行依旧将“稳就业”置于“稳物价”之前，表明央行认为“稳就业”的重要性要高于“稳物价”，“稳就业”在央行的目标体系中位列第一。在《英大证券宏观评论：6 月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论（20220627）》中，我们指出“6 月城镇调查失业率大概率在 5 月的基础上下行，但是下行幅度可能有限”。在中央对就业情况高度重视的背景下，我们坚持以上观点。

#### 五、下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低

在 4-5 月工业增加值当月同比分别录得-2.90%、0.70%，以及 4-5 月服务业生产指数当月同比分别录得-6.10%、-5.10%的背景下，6 月 16 日国家发改委提及“确保二季度经济实现合理增长”，预计 2 季度 GDP 当季同比不会太高。综合考虑 1 季度 GDP 增速录得 4.80%，预计全年 5.50%左右的 GDP 增速预期目标实现的概率较低。即便如此，为实现“稳就业”的目标，下半年还需大力“稳增长”，其中，基建依旧是“主力军”。目前问题的关键是，下半年基建投资增速能否像快速拉升？我们认为下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。诚然，2022 年基建投资面临诸多利多，包括国家政策的大力支持，以及 2021 年下半年的低基数效应等，但是应该看到，2022 年基建投资增速同样面临较多不利因素，使得 2022 年下半年基建投资增速快速拉升的概率较低。这一判断反映在建筑业 PMI 方面，有以下四点。**第一**，6 月建筑业 PMI 录得 56.60，较前值上行 4.40 个百分点，虽然创近 3 个月新高，但是其表现并不佳，体现在两个方面：**一是**6 月 56.60 的读数具有较强的疫情冲击后的“修复”性质；**二是**放长时间周期看，6 月 56.60 的读数依旧处于历史低位区间。**第二**，6 月建筑业 PMI 新订单录得 50.80，较前值上行 4.40 个百分点，时隔 2 个月重返荣枯线之上，但是这一读数的表现同样不佳：**一是**6 月 50.80 的读数仅略高于荣枯线；**二是**6 月 50.80 的读数低于历史均值 3.38 个百分点。**第三**，从价格角度看，6 月建筑业 PMI 投入品价格与销售价格分别为 48.70、50.30，分别较前值下行 3.70、1.20 个百分点，分别创 2022 年 1 月、2020 年 5 月以来新低，侧面表明建筑业的需求较为疲弱。从实体价格指数看，7 月 6 日全国水泥价格指数 143.92，创 2021 年 8 月 13 日以来新低。**第四**，从就业情况看，6 月建筑业 PMI 从业人员录得 48.30，虽然较前值上行 2.80 个百分点，创近 3 个月新高，但是依旧位于荣枯线之下，且远低于 53.05 的历史均值。

图 6：6 月建筑业 PMI 虽然创近 3 个月新高，但是其表现并不佳（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

对比基建投资增速大幅上行，发挥逆周期调节的两个时期的建筑业 PMI：2008 年 2 月至 2009 年 6 月，基础设施建设投资完成额累计同比从 3.56% 快速拉升至 2009 年 6 月的 50.78%，期间建筑业 PMI 的均值为 63.70；2012 年 2 月至 2013 年 3 月，基础设施建设投资完成额累计同比从 -2.36% 快速拉升至 2009 年 6 月的 25.60%，期间建筑业 PMI 的均值为 59.86。可见，6 月建筑业 PMI 56.60 的读数并不十分理想。在此背景下，5 月 18 日财政部称，“将严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制，对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为”，以及 7 月 6 日国务院常务会议指出“强化问题整改，管好用好财政性资金”，举措包括“对审计查出的问题列出清单，印发有关方面”，“对性质恶劣的依法严肃处理，既处理事又处理人，以儆效尤”，“坚持政府过紧日子”。综上，我们认为 2022 年下半年基础设施建设投资完成额累计同比快速拉升的概率较低。

---

### 风险提示及免责声明

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

---