

PMI 企稳了，汇率能不能稳住？

2023年06月30日

■ 尽管6月PMI继续刷新历史同期低值，但毕竟出现了企稳迹象。那么，经济上的边际改善是否扭转人民币汇率贬值的逻辑？我们觉得条件可能尚不成熟，至少有三方面的逻辑：第一，要扭转美元的相对强势，需要中、欧经济的共振走强，这一点尚不满足（图1）；第二，一般而言，汇率贬值更加利好中小民营企业，不过目前看来汇率贬值的效果尚未传导，仍需时间（图2）；第三，当前人民币汇率的国内锚在地产，6月建筑业PMI放缓，但是土木工程产需均有所加速，这可能意味着地产施工依旧不佳，此外根据30城数据显示，近期地产销售的反弹并不稳。因此我们认为人民币汇率的**反转还需等待**。从具体数据看：

■ **最大的问题——需求不足的“症结”并未显著缓解**。代表内需的PMI新订单指数和代表外需的PMI新出口订单指数均连续3个月处于荣枯线之下。企业调查显示，反映市场需求不足的企业比重为61.1%，不仅再次创下历史新高，且已连续1年超过50%，市场需求持续不足仍是经济回升的制约项。不过6月内需修复表现略优于外需，PMI新订单指数录得48.6%（环比+0.3pct）、PMI新出口订单指数录得46.2%（环比-0.8pct）。

■ **制造业生产端表现强于需求端，但生产商持谨慎态度**。PMI生产指数在短暂降至荣枯线以下后重回扩张区间，6月录得50.3%。结合高频数据来看，6月高炉开工率及煤炭吞吐量均稳中有升，工业生产端表现优于需求端。不过由于企业对后市预期趋谨慎，企业采购意愿和用工量均偏弱，其中PMI采购量为48.9%（环比-0.1pct）、PMI从业人员为48.2%（环比-0.2pct），且PMI生产经营活动预期已连续3个月下降。

■ **去库之路仍在继续**。在整体需求不足的制约下，制造业仍处于主动去库周期。不过由于内需的边际上行，企业去库速度有所加快，6月PMI产成品库存指数大幅下降2.8pct。我们预计去库存的阶段至少要持续到第三季度。

■ **价格的上升略显意外**。虽然工业原材料采购量正在收紧，但原材料价格却在上升，6月PMI主要原材料购进价格指数录得45.5%（环比+4.2pct）。原材料价格的趋稳以及内需的边际好转（但仍低于50%）带动了产成品价格的上升，6月PMI出厂价格为43.9%（环比+2.3pct），也意味着产业链上中游行业价格的趋稳，今年以来上游企业对于整体工业制造业利润的拖累可能会逐步缓解。

■ **民营企业运行压力持续加大**。6月继续延续了上月“大型企业PMI处于荣枯线之下，中小型企业PMI处于荣枯线之下”的态势。尤其是小型企业PMI降幅走阔，6月录得46.4%（环比-1.5pct）。目前小型企业供需两端均持续走弱，提振民营企业信心的压力加大。

■ **非制造业景气度回落**。虽然6月建筑业PMI和服务业PMI仍处于荣枯线之上，但两大非制造业PMI已连续3个月出现明显的下滑。尤其是建筑业PMI从3月65.6%的“辉煌”直接跌至6月55.7%的“失色”，降幅十分明显。曾经非制造业是总量政策保持定力的理由，但现在也可能是政策不再“淡定”的信号。

■ **风险提示**：毒株出现变异，疫情蔓延形式超预期恶化、疫情反复出行意愿恢复不及预期、居民消费意愿下滑及海外衰退幅度超预期的风险。

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《如何看待生产和利润的“剪刀差”？》

2023-06-28

《房地产软着陆后，美国经济衰退还有戏吗？【勘误版】》

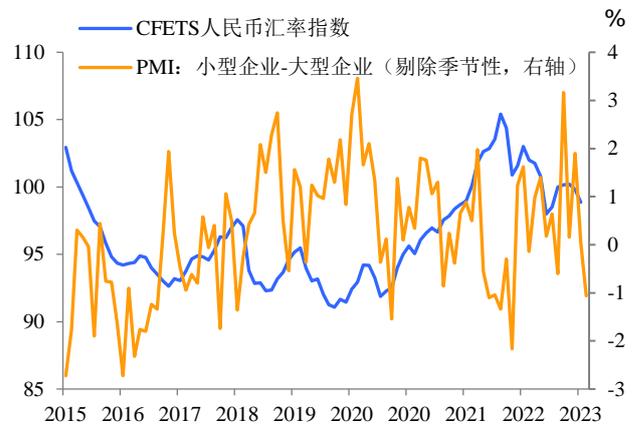
2023-06-27

图1: 美元转弱的基本面条件可能尚不满足



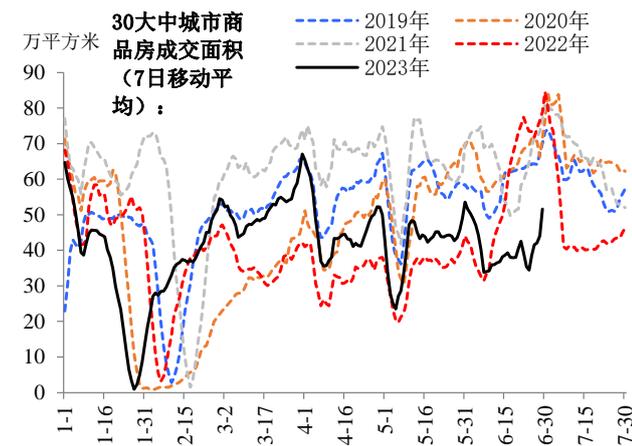
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 汇率贬值的效果尚未传到至中小民营企业



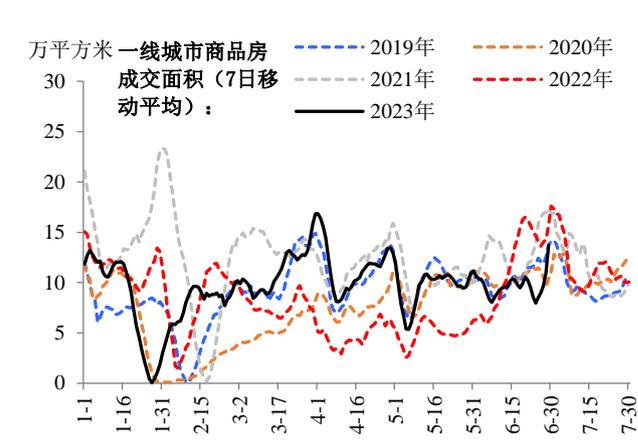
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2023年端午节后地产销售有所反弹



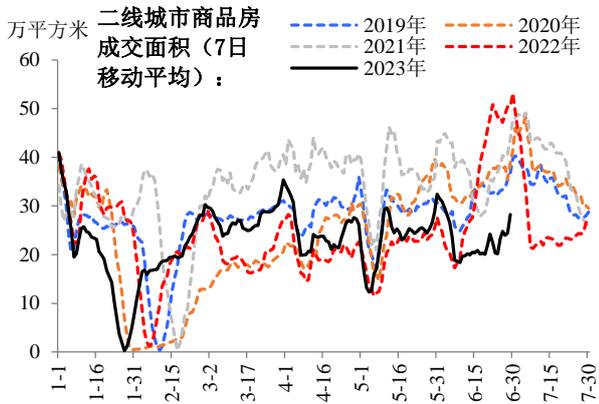
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 其中, 一线城市反弹明显



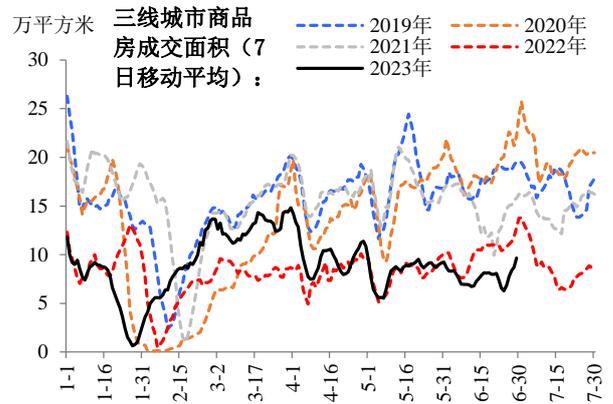
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 端午节后二线城市的反弹偏弱



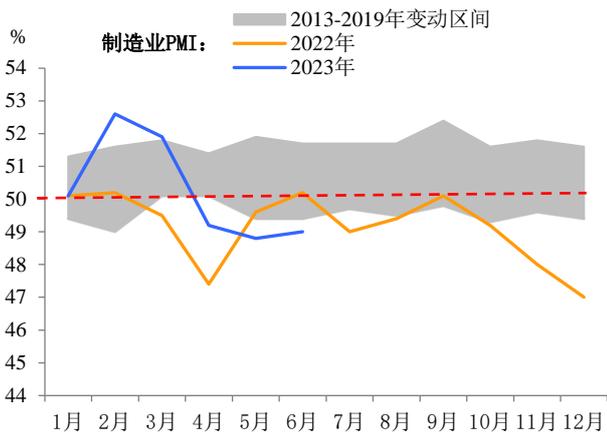
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 端午节后三线城市的反弹偏弱



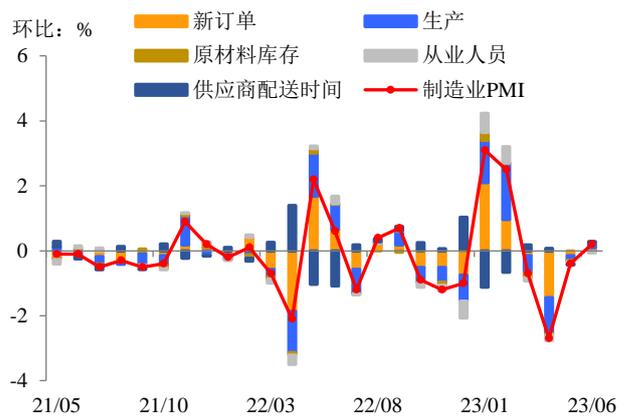
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 制造业 PMI 再创历史同期新低



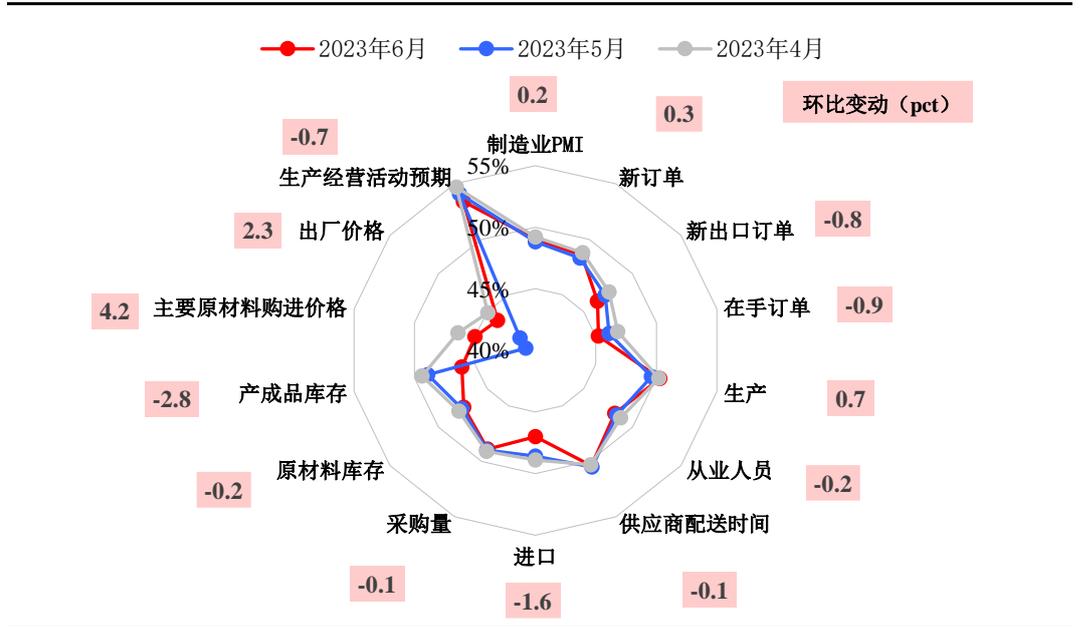
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 6月制造业 PMI 受内需和生产的修复而小幅修复上行



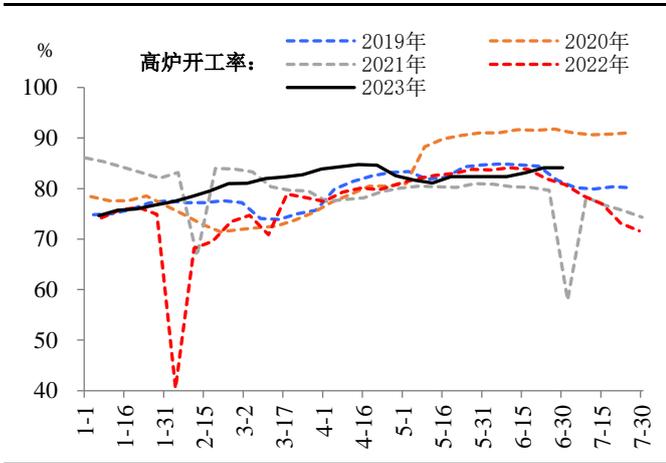
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9：6月制造业 PMI 分项数据表现



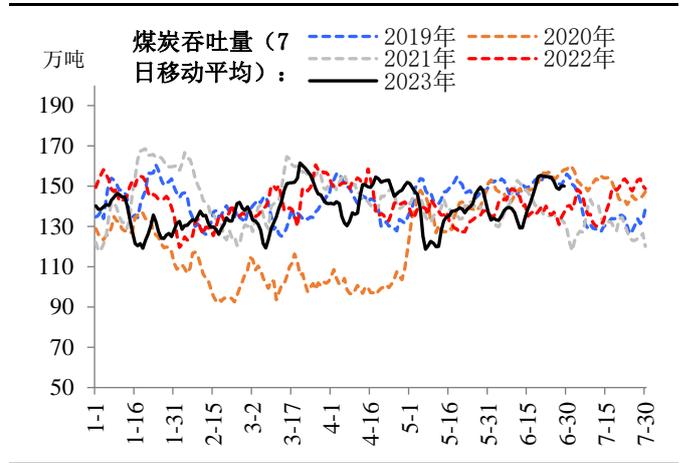
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：6月高炉开工率稳中有升



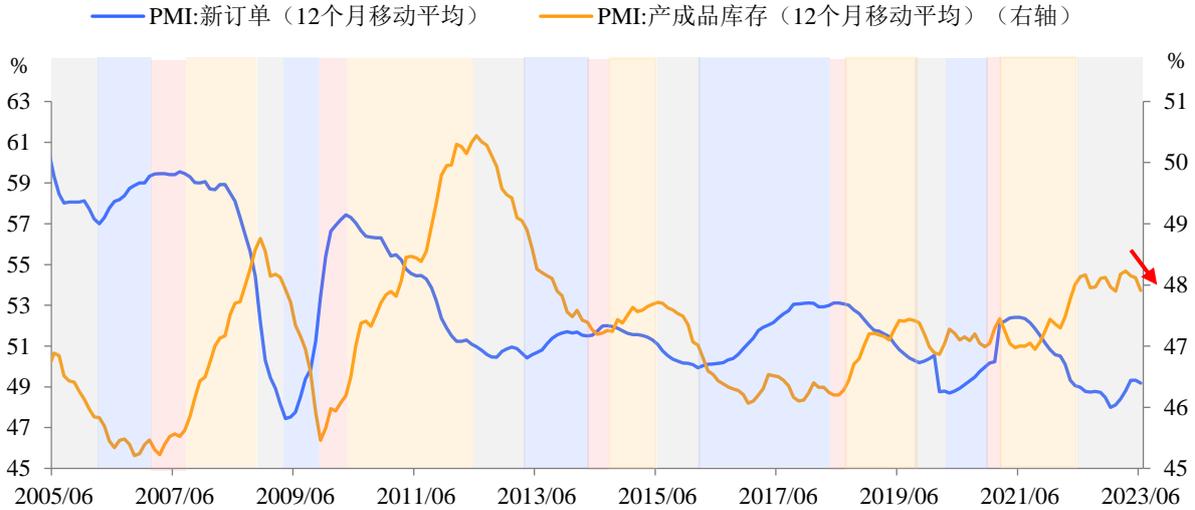
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：6月煤炭吞吐量出现明显上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

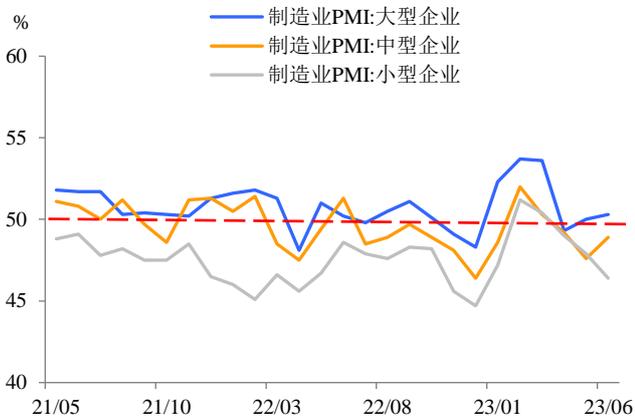
图12: 6月制造业去库速度加快



注: 红色阴影表示“主动补库存”, 橙色阴影表示“被动补库存”, 灰色阴影表示“主动去库存”, 蓝色阴影表“被动去库存”。

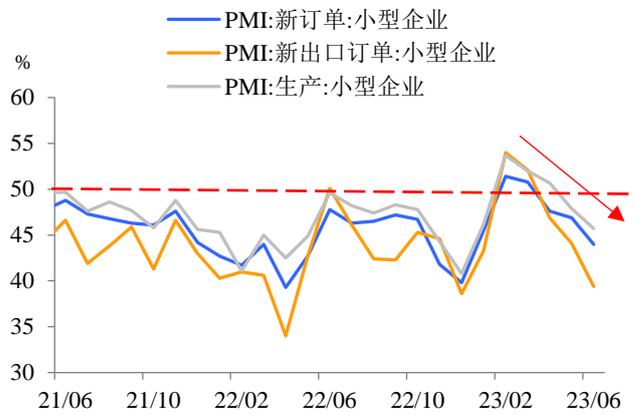
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 小型企业景气度持续下降



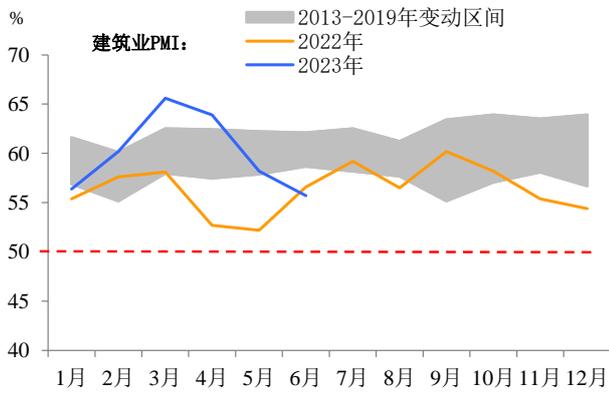
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 供需两端的持续走弱制约小型企业发展



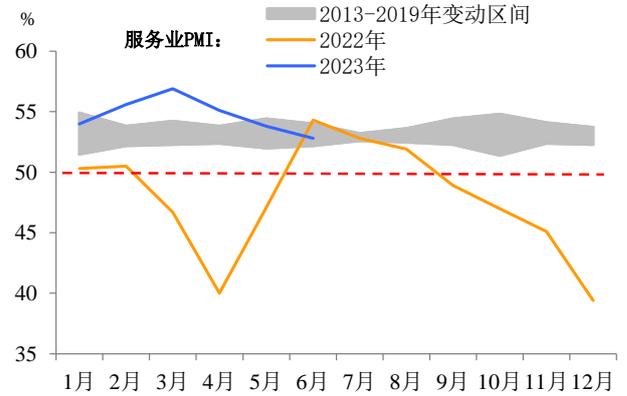
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 6月建筑业PMI延续下滑趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 6月服务业PMI同处于下行通道



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

