

PMI 环比改善意味着什么？

——6月PMI数据以及未来经济展望

宏观事件：

国家统计局6月30日公布6月PMI综合指数为49.0，较上月边际回升，略好于市场预期。从分项指数来看，生产、需求子指数整体有所反弹但不同规模企业间的分化加剧。实体部门的高频数据也表现分化：工业生产整体有所企稳，基建相关高频指标也边际回升；但人口流动指标进一步回落，地产相关的高频数据仍持续低迷。我们认为，6月PMI环比改善只是意味着工业产出下滑的速度有所放缓，但是经济仍未回到扩张区间。展望未来，我们预计其他领域的稳增长政策有望进一步推出。

事件点评

➤ 6月PMI环比回升，分项指数分化明显

继三个月的持续下滑后，6月PMI综合指数为49.0，较上月回升0.2个百分点，略好于市场一致预期（48.6）。PMI指数的回升，部分是季节性因素的贡献，季节性调整后，6月PMI指数环比上行0.1个百分点，较季节性调整前的上升幅度有所收窄。

从分项指数来看，生产、需求的分项指数整体有所反弹但不同规模企业间的分化加剧，此外需注意企业“主动去库存”的特征延续，显示企业生产经营活动的信心仍有待增强。

➤ 实体相关高频数据分化

继5月实体高频指标整体回落后，6月高频数据表现分化。部分领域边际回暖，其中，工业生产整体有所企稳，基建相关高频指标也边际回升；但人口流动指标进一步回落，地产相关的高频数据仍持续低迷。

➤ PMI环比回升意味着什么？

6月PMI与高频数据的边际回升一方面受到季节性因素的支撑，另一方面也与上月的低基数有关，尚不足以说明经济基本面已经转强——回顾历史，PMI下行周期中也不乏单月反弹的出现。

实际上，就绝对水平而言，6月PMI仍处于收缩区间，也意味着6月的工业产出环比可能仍然是负增长。从需求端来看，包括地产、基建在内的固定投资仍远弱于往年平均水平。就业数据也显示，6月青年就业压力在继续上升。

因此，我们认为PMI的环比改善只是意味着工业产出下滑的速度有所放缓，但是经济仍未回到扩张区间。

展望未来，我们预计其他领域的稳增长政策有望进一步推出，包括政策性金融工具、专项再贷款、以及适度地对一二线地产限购、限贷等措施做出调整等。

➤ 风险提示：经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超
 执业证书编号：S0590523030001
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《期待政策进一步支持——4月经济数据点评》
2023.05.16
- 2、《Q1经济增长超预期背后的隐忧——一季度经济数据点评》2023.04.18
- 3、《三四线地产草根调研见闻——宏观专题研究》
2023.04.17

1 实体经济主要指标预测

图表 1: 5-10 月实体经济重要指标 (基准预测)

指标 (%)	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
GDP	6.9	/	/	4.3	/	/
工业增加值	3.9	5.7	5.7	4.1	5.3	6.8
固定资产投资	2.8	5.6	2.4	1.4	5.9	4.8
地产投资	-2.6	-7.1	-5.0	-4.0	-3.4	-0.2
制造业投资	4.1	9.6	5.7	4.4	12.4	7.6
基建投资	4.5	8.7	2.9	0.6	2.6	3.6
社零	4.9	5.8	6.4	5.3	10.9	14.9
出口	-11.1	-7.6	-2.6	-2.3	8.0	18.2

来源: Wind, 国联证券研究所预测;

注: GDP 为不变价同比, 投资为固定资产投资单月同比, 出口为美元计价同比, 社零为当月同比

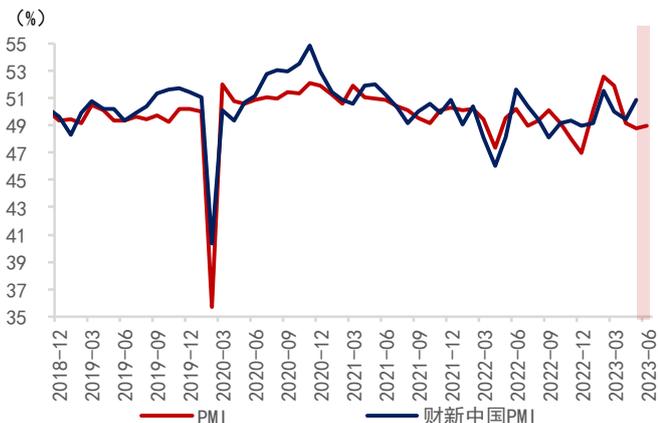
2 6 月 PMI 表现分化

继三个月的持续下滑后, 6 月 PMI 综合指数有所企稳, 略好于市场预期, 部分是季节性因素的贡献。分项指数显示, 生产、需求的分项指数整体有所反弹但不同规模企业间的分化加剧, 此外需注意企业“主动去库存”的特征延续, 显示企业生产经营活动的信心仍有待增强。

2.1 6 月 PMI 环比稍有回升

6 月 PMI 综合指数为 49.0, 较上月 (48.8) 回升 0.2 个百分点, 好于市场一致预期 (48.6)。PMI 综合指数在 6 月的回升, 可能部分是受到季节性因素的提振, 季节性调整后, PMI 指数环比上行 0.1 个百分点, 较季节性调整前的上升幅度有所收窄。

图表 2: 中国 PMI 综合指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: PMI 综合指数 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 经济修复表现分化，企业“主动去库存”特征延续

从分项来看，半数 PMI 分项指数有所回升，其余则继续回落。季节性调整后，生产、需求的分项指数整体有所反弹，但企业库存仍然延续了“主动去库存”的特征，显示企业生产经营活动的信心仍有待增强。此外，需要注意不同规模企业间的分化进一步加剧。

从构成 PMI 的主要子指数来看，生产、新订单子指数在季节性因素影响下的反弹，是拉动 6 月 PMI 综合指数回升的主要因素。

6 月，生产子指数（权重 25%）反弹至 50.3，较上月上升 0.7%，新订单子指数（权重 30%）较上月上升 0.3%，分别拉动综合指数 0.17、0.09 个百分点。季节性因素可能是生产、需求子指数回升的部分原因，季节性调整后，生产、新订单子指数分别较上月回升 0.1%、0.1%，反弹幅度明显减小。

同时，供应商配送指数所代表的景气程度与上月大体相当。6 月，供应商配送子指数为 50.4（前值 50.5），与上月基本持平。

此外，虽然原材料库存和从业人员子指数仍继续下行，分别较上月下降 0.2%、0.2%，但降幅较上月有所收窄——上月分别下降 0.3、0.4 个百分点。

从其他一些子指数来看，制造业的景气程度仍然偏弱，且分化加剧。

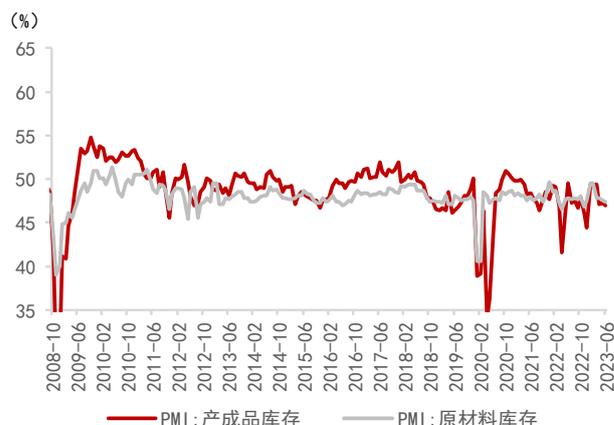
就库存相关的指标而言，制造业企业延续了 3 月出现的“主动去库存”的特征，说明企业经营信心仍有待增强。具体而言，6 月产成品库存与原材料库存子指数继续下行，尤其是产成品库存大幅下降 2.8 个百分点，与 6 月制造业企业生产经营活动预期的进一步下滑相一致。

图表 4：PMI 新订单和生产子指数（季调）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：PMI 产成品及原材料库存子指数（季调）

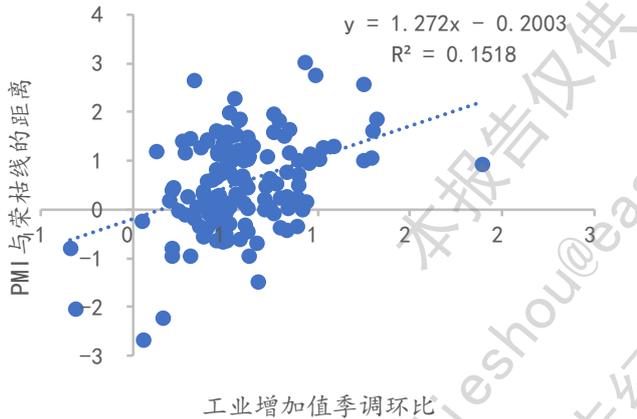


来源：Wind，国联证券研究所

出口方面，新出口订单指数为 46.4，较上月进一步下降 0.8 个百分点，环比降幅扩大（前值-0.4），当然，由于大小企业出口订单可能存在一定分化，出口环比季

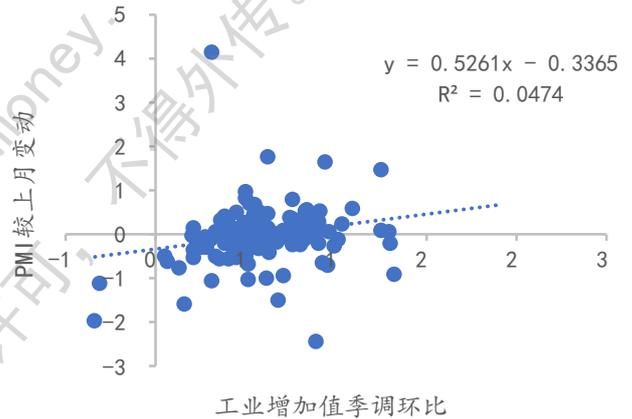
调下行的幅度仍有待于观察。进口方面，进口子指数为 47.0（前值 48.6），同样较上月大幅下降，意味着内需表现依然偏弱——与新订单指数仍处于收缩区间相一致——相关性分析显示，相较于 PMI 的环比变动，PMI 与荣枯线的距离（即其是否处于收缩区间）对于工业生产的指示意义更强。

图表 6: PMI 与荣枯线距离和工业增加值的相关性



来源: Wind, 国联证券研究所

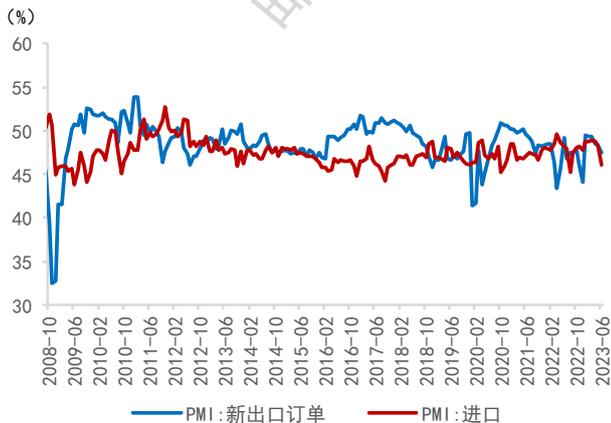
图表 7: PMI 较上月变动和工业增加值的相关性



来源: Wind, 国联证券研究所

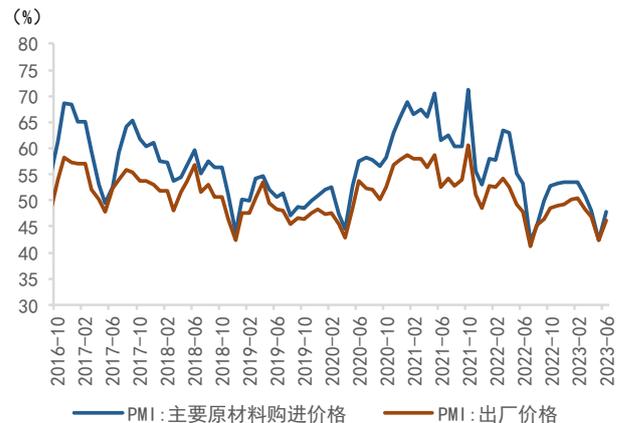
原材料购进价格子指数和出厂价格子指数则有所反弹，但仍然处于历史低位。这意味着 6 月 PPI 环比增长可能边际好转，但工业部门价格下行的压力仍然较大。

图表 8: PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

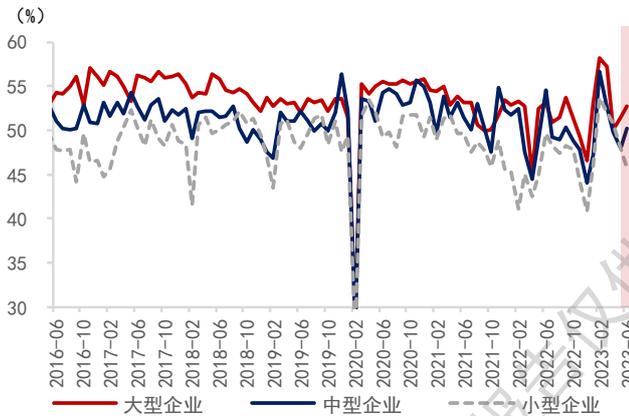
图表 9: PMI 原材料价格及出厂价格子指数 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

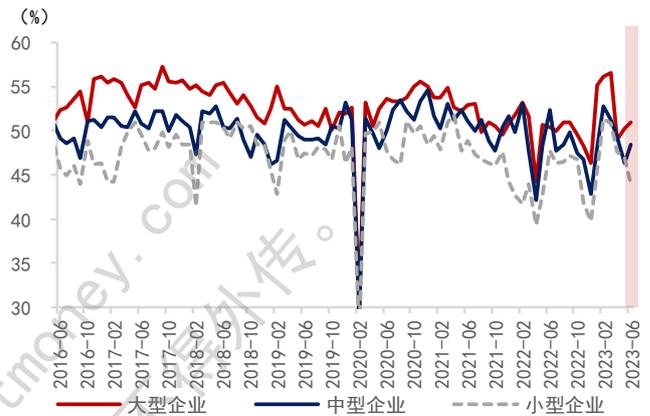
从不同规模的企业来看，无论是生产子指数还是新订单子指数都在 6 月出现了明显的分化，大中型企业有所反弹，但小型制造业企业的景气水平继续走弱。

图表 10: 不同规模企业的 PMI 生产子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 不同规模企业的 PMI 新订单子指数



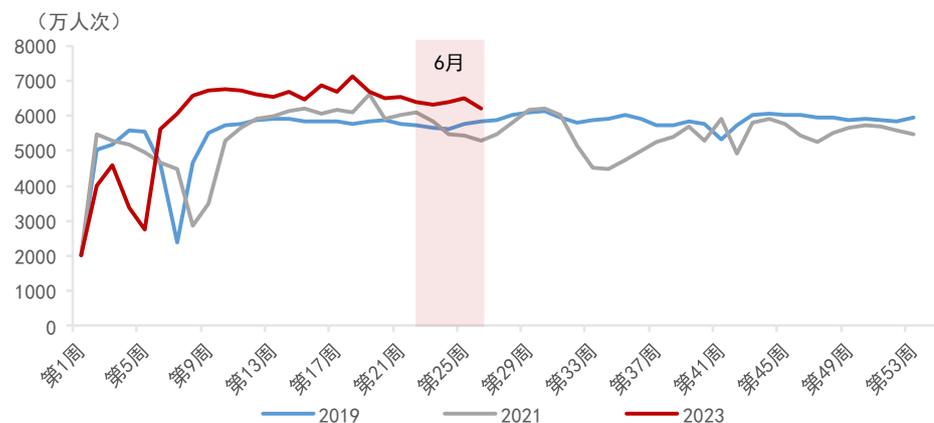
来源: Wind, 国联证券研究所

3 实体相关高频数据分化

继 5 月实体高频指标整体回落后, 6 月高频数据表现分化。部分领域边际回暖, 其中, 工业生产整体有所企稳, 基建相关高频指标也边际回升; 但人口流动指标进一步回落, 地产相关的高频数据仍持续低迷。

人口流动进一步回落。从 19 大中城市的地铁客运量来看, 6 月地铁客流的绝对水平与 5 月基本持平, 但与 2019 年同期相比, 6 月地铁客运量增长 9.2%, 较 5 月 (14.1%) 进一步下滑, 人口流动持续走弱。

图表 12: 全国 19 城地铁客运量

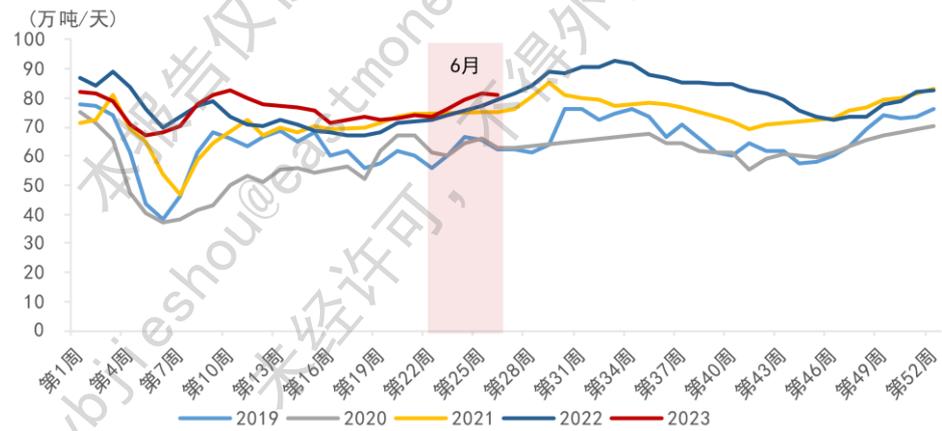


来源: Wind, 国联证券研究所

工业生产整体有所企稳。6月以来，发电耗煤超季节性回升，粗钢生产有所反弹，半钢胎生产、纺织行业开工率也有所上行。此外，全钢胎生产、PTA行业开工率也保持平稳。

发电耗煤水平超季节性回升。6月，主要发电企业日耗煤量较2019-2021年同期的平均水平增长15.4%（前值9.6%），增幅较上月明显增大。

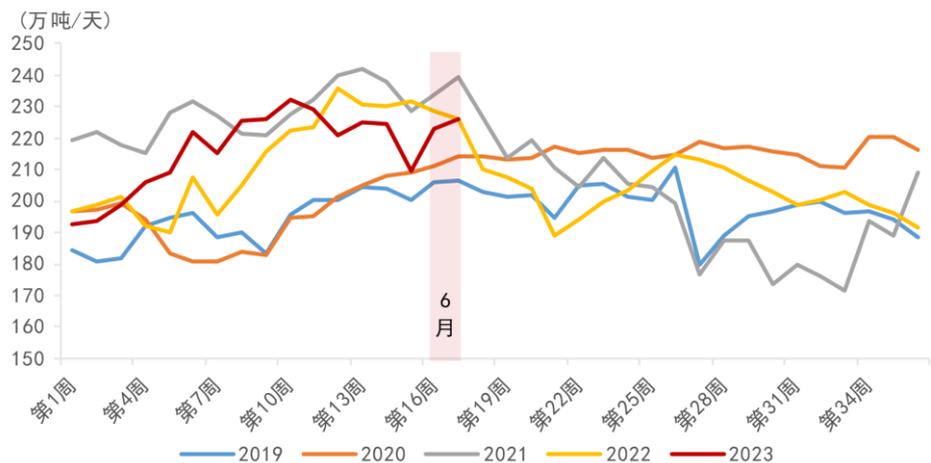
图表 13: 重点发电集团日耗煤 (周平均)



来源: iFinD, 国联证券研究所

钢铁生产有所反弹。相较2019-2022年同期的平均水平，6月上半旬的粗钢产量增速为1.8%，对比5月（0.2%）尤其是下旬（-3.7%）的增速有明显反弹。

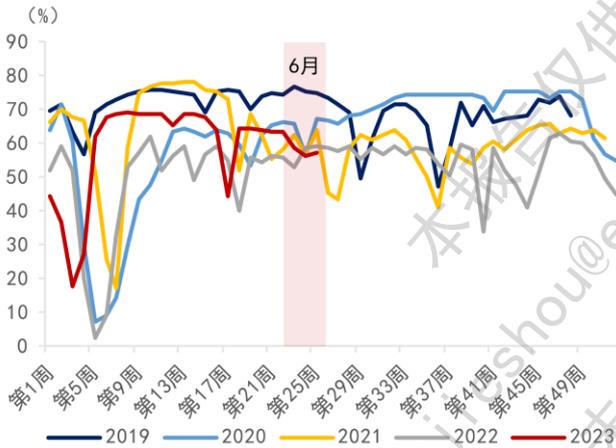
图表 14: 重点企业粗钢日均产量



来源: Wind, 国联证券研究所

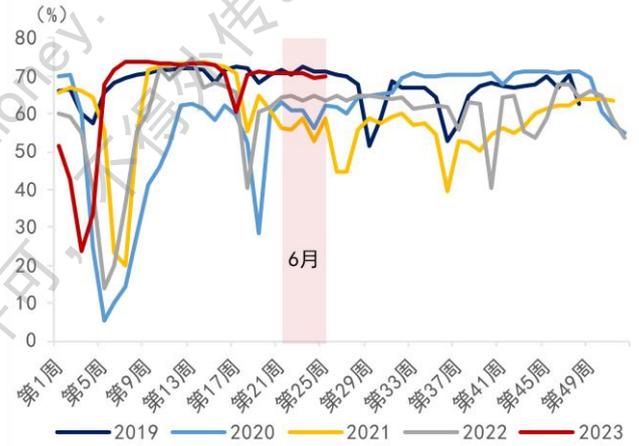
轮胎生产企稳回升。相较往年同期的平均水平（2019，2021-2022年），6月应用于货车以及大型客车的全钢胎开工率下降6.1%，与5月（-6.1%）增速相当；而半钢胎（主要应用于轿车）的增速则进一步上行至9.8%（前值7.1%），可能与乘用车出口在政策鼓励下表现相对较强有关。

图表 15: 汽车轮胎开工率（全钢胎）



来源：Wind，国联证券研究所

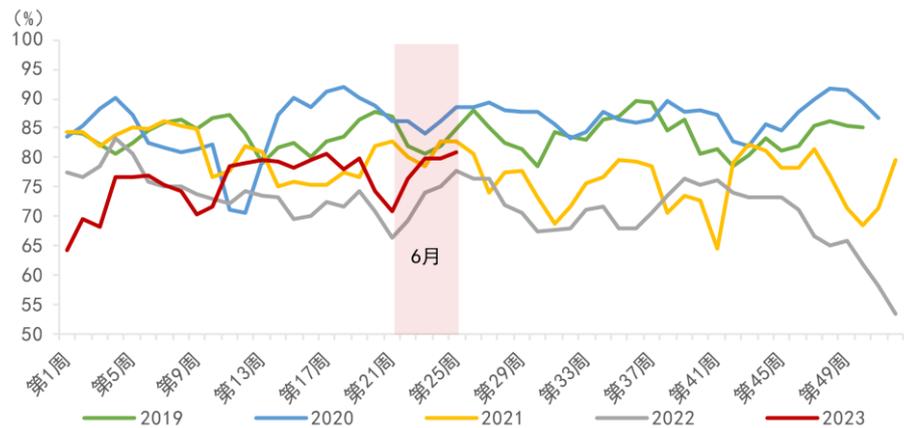
图表 16: 汽车轮胎开工率（半钢胎）



来源：Wind，国联证券研究所

PTA 生产保持平稳。6月以来，PTA 开工率相较 2019-2022 年同期水平下降 4.0%，与上月的降幅（-4%）相当。

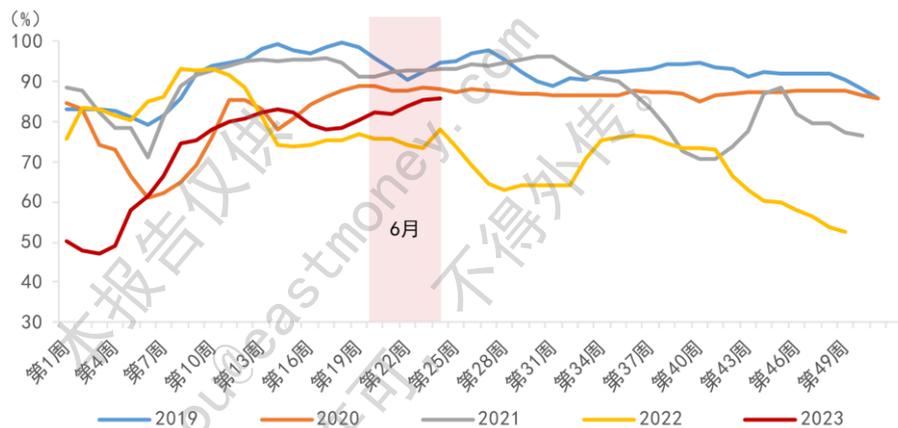
图表 17: PTA 开工率



来源：Wind，国联证券研究所

纺织行业生产有所回升。6月，江浙涤纶长丝开工率较往年同期的平均水平下降3.4%（前值-10.2%），较上月有所回升。

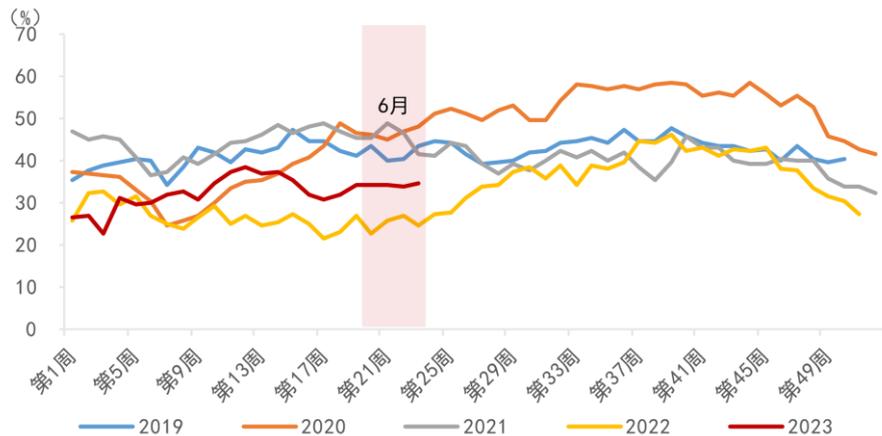
图表 18: 江浙地区涤纶长丝开工率



来源: Wind, 国联证券研究所

基建相关高频指标边际回升。6月，石油沥青装置开工率较2019-2022年同期的平均水平下降14.1%（前值-19.1%），显示基建增速有一定回升。

图表 19: 石油沥青装置开工率



来源: Wind, 国联证券研究所

房地产市场仍然低迷。价格方面，6月全国二手房挂牌价格整体延续了此前的下行趋势。土地市场也表现偏弱，100大中城市成交土地溢价率除本月中旬略有上升外，后期继续明显回落。

销售量上，30大中城市新房销售面积也继续下滑。与往年(2019-2021)同期水平相比，6月30大中城市新房销售面积下降36.6%（前值-27.8%），降幅进一步扩大。

图表 20: 全国二手房挂牌价格



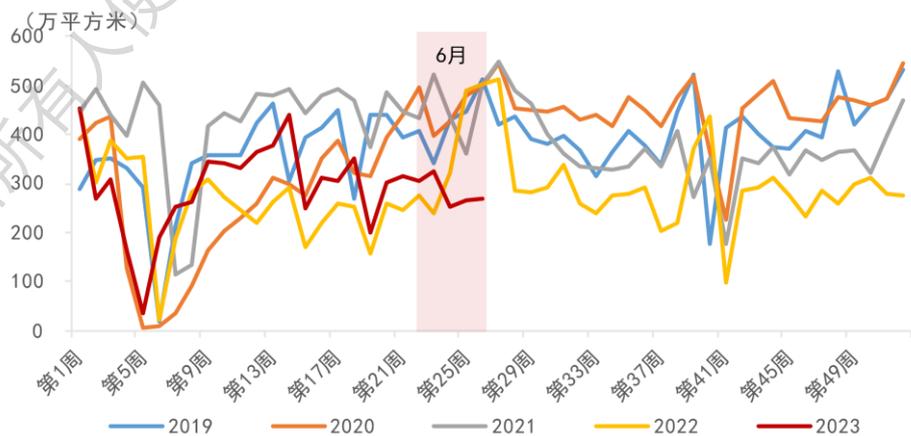
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 成交土地溢价率



来源: Wind, 国联证券研究所

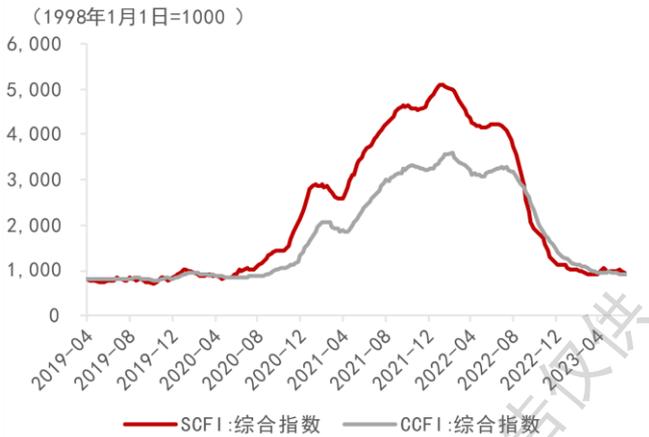
图表 22: 30 大中城市商品房成交面积 (当周值)



来源: Wind, 国联证券研究所

出口部门价格数据持续走低。6月集装箱出口运价指数较5月进一步下降，国际干散货运价指数也明显低于5月。当然，在此前航运产能大幅扩张后，近期出口增速和运价指数之间相关性不高。

图表 23: 中国出口集装箱运价指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24: 国际干散货运价指数



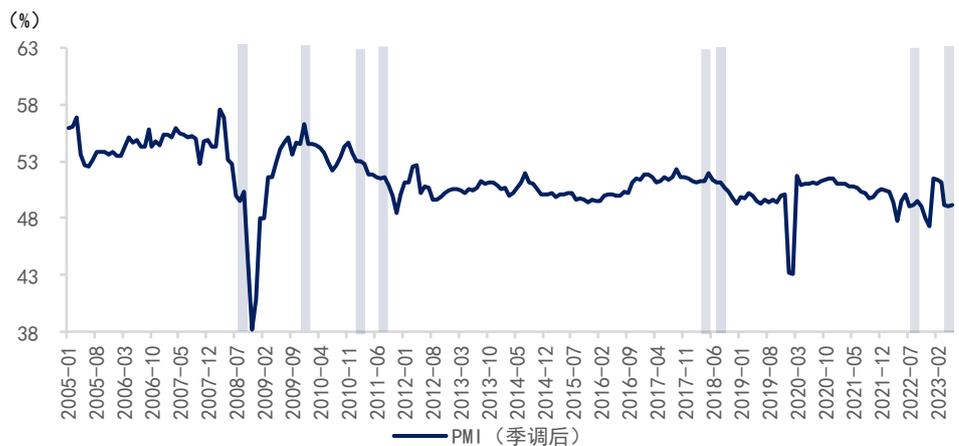
来源: Wind, 国联证券研究所

4 未来经济与政策展望

6月PMI与高频数据的边际回升一方面受到季节性因素的支撑,另一方面也与上月的低基数有关,尚不足以说明经济基本面已经转强——回顾历史,PMI下行周期中也不乏单月反弹的出现。

实际上,就绝对水平而言,PMI仍处于收缩区间,也意味着六月的工业产出环比可能仍然是负增长。从需求端来看,包括地产、基建在内的固定投资仍远弱于往年平均水平。

图表 25: PMI 综合指数 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

究其根源,在地产走过长周期拐点之后,市场短期难以找到取代地产投资的新需

求，而与地产需求密切相关的地方财政也受到波及，并拖累基建投资。此外，地产价格的下跌，叠加疫情三年居民、企业收入受到的冲击，居民、企业部门资产负债表受损，影响消费需求并拖累资本支出。在较强的刺激政策推出前，这些因素对经济内生动能的拖累可能都不会很快地过去。近期就业数据显示，6月青年就业压力也在继续上升。

图表 26: 青年人调查失业率



来源: Wind, 国联证券研究所

因此，我们认为，更有力的扩张性的货币、财政政策的支持仍然需要。同时，宏观政策还需要防范宏观经济和金融市场顺周期调整、以及金融、财政风险暴露的可能。

6月29日，国常会审议通过了《关于促进家居消费的若干措施》，提出要结合“老旧小区改造、住宅适老化改造、便民生活圈建设、完善废旧物资回收网络”等政策，提振“家居消费”，进而带动“居民消费增长与经济恢复”。我们认为，伴随相关措施的落地，居民消费或在一定程度上得到提振，但也需要考虑大宗耐用品消费使用周期较长，在政策刺激下可能前置部分未来消费潜力的问题。展望未来，我们预计其他领域的稳增长政策有望进一步推出，包括政策性金融工具、专项再贷款、以及适度地对一二线地产限购、限贷等措施做出调整等。

5 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695