

# 去库存下边际改善的 PMI

——6月 PMI 数据点评 20230701

报告日期： 2023-07-01

首席分析师： 颜子琦

执业证书号： S0010522030002

电话： 13127532070

邮箱： yanzq@hazq.com

研究助理： 杨佩霖

执业证书号： S0010122040030

电话： 17861391391

邮箱： yangpl@hazq.com

## 主要观点：

### ● 6月 PMI 传达了怎样的信号？

第一，生产重回扩张区间但内需仍偏弱，且出口持续下行。本月生产 PMI 回升至荣枯线以上，但该值仍显著低于历史平均，而新订单与新出口订单仅上升 0.3pct、下降 0.8pct，内外需依旧疲软，经济内生动力不足。

第二，企业处于主动去库存阶段，当前大宗库存处于偏低水平，不排除后续由供需关系带动的新一轮经济预期矫正。产成品库存与原材料库存环比下降 2.8pct、0.2pct，且明显低于历史平均，多数企业采购意愿下行。

第三，价格端的下跌压力缓和，主要是由于库存偏低的预期所导致。虽然原材料购进价格指数较上月回升 4.2pct，但企业成本压力仍有一定程度的边际缓和，有助于后续工业利润的回升及 PPI 低基数下的筑底反弹。

第四，当前企业的经营预期仍偏谨慎。采购、库存、就业三大指标均小幅下滑，说明当前企业预期仍偏弱，从业人员指数自 2 月以来已连续 4 月处于收缩区间，该指标低于 2022 年同期，当前就业压力依旧偏大。

第五，小型企业经营持续出现恶化。6 月大型企业景气度维持在景气区间，中型企业 PMI 回升，但小型企业景气度继续下降，已出现连续 4 月下行，当前小型企业 PMI 为 46.4%，显著低于历史平均。

第六，建筑与服务业 PMI 连续 3 月出现回落。建筑业 PMI 下行是拖累非制造业 PMI 主因，而建筑业受地产业拖累；服务业则韧性较强，主要受就业端压力影响所致。

第七，债市观点方面，我们更看好前期回调的短债，但跨半年时点央行的大额逆回购投放加速了行情的演绎，也需注意后市的震荡期：

①当前 10Y 国债-MLF 利差处于 2016 年以来 50%分位点，从 2022 年来看该分位点为 65%，我们认为该利差会在 -3 至 5bp 内震荡，后市并无导致其反转的必然因素；

②而 1Y 国债-7D 逆回购利差处于 2022 年以来 61%分位点，跨半年时点大行资金净融出已高达 5.5 万亿元，前期回调的短债空间可能更大；

③由于跨半年时期央行加大逆回购投放，而下周央行公开市场将有近 1.2 万亿元逆回购到期，需注意后市有资金面波动引起的震荡期。

- 从供需端看，随着企业去库存速度加快，生产小幅增加，内需有所恢复但仍动力不足，并且受海外市场需求低迷拖累

**供给端企业去库存速度加快，生产量较上月有所恢复，生产 PMI 再次回升至枯荣线以上处于扩张区间。**6 月生产指数录得 50.3%，较前值上升 0.7pct，升至荣枯线以上，较过去 5 年同期均值低 2.4pct。在手订单与产成品库存分别较前值减少 0.9pct 与 2.8pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数本月上行明显，当月录得 2.5%。此外，供应商配货速度指数录得 50.4%，较前值减少 0.1pct，基本与上月持平。

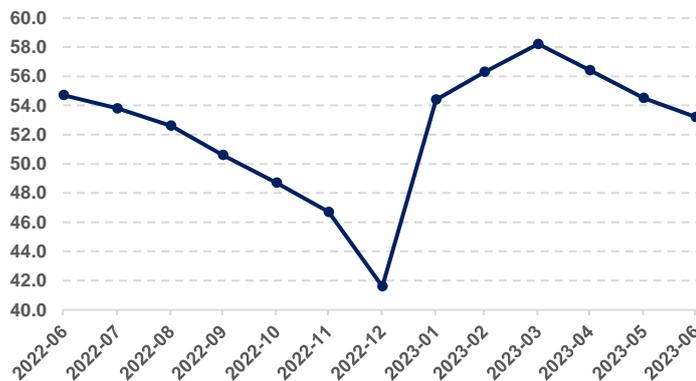
**需求端方面，内需小幅回升但明显低于历史均值，由于海外各国持续加息使得经济低迷，外需表现依旧疲软。**6 月制造业新订单指数录得 48.6%，环比上升 0.3pct，较过去 5 年同期均值低 2.6pct。外需方面，本月新出口订单指数录得 46.4%，较前值回落 0.8pct，降幅大于新订单指数，外需仍面临较大的收缩压力。

图表 1 制造业 PMI 指数 (单位: %)



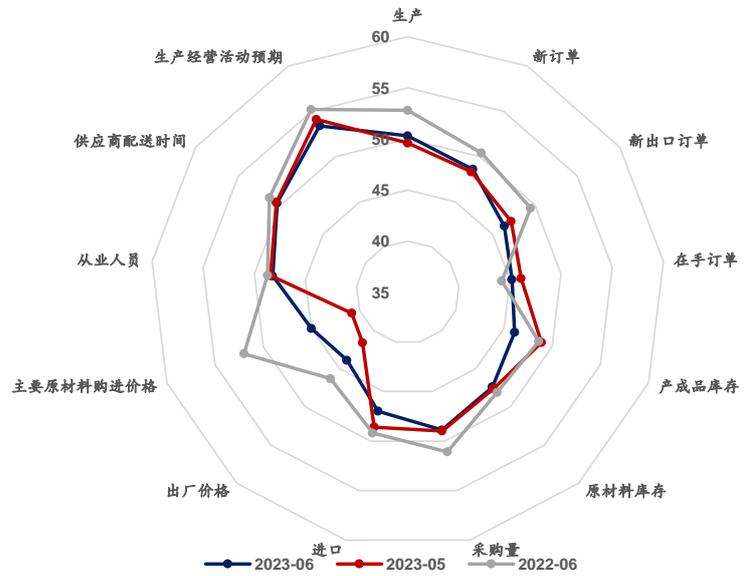
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 非制造业 PMI 指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 制造业 PMI 分项指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

- 从价格端来看，降息落地后原材料价格指数增幅高于产品出厂价格，企业成本趋于上行。

价格端，6 月出厂价格指数与原材料购进价格指数分别录得 43.9% 与 45.0%，分别较前值回升 2.3pct、4.2pct。具体来看，根据高频数据显示，本月大宗商品价格整体回升明显，原油价格有所上涨，黑色系价格大幅上升，有色金属价格小幅上涨，猪肉价格继续回落，鲜菜价格环比上行。

图表 4 出厂价格与主要原材料购进价格 PMI 指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

- 从预期端来看，生产经营活动预期指数有所下滑但整体处于较高水平，制造业恢复预期总体稳定，产成品库存指数与原材料库存指数继续下降，企业采购意愿并不强

生产经营活动预期指数录得 53.4%，环比减少 0.7pct，低于历史均值 56.4%。

**采购端**，6 月 PMI 采购量指数 48.9%，较上月下滑 0.1pct，基本持平；

**库存端**，6 月产成品库存与原材料库存分别录得 46.1%与 47.4%，较前值分别回落 2.8pct 与 0.2pct。此外，进口指数录得 47.0%，较前值减少 1.6pct，企业需求萎缩明显。

**就业端**，6 月从业人员指数录得 48.2%，较前值减少 0.2pct，就业景气程度持续下降。

- 从企业规模看，大型企业景气度维持在景气区间，中型企业 PMI 回升，小型企业景气度继续下降

6 月大中小型制造业企业 PMI 分别录得 50.3%、48.9%与 46.4%，分别较前值上涨 0.3pct，1.3pct 与回落 1.5pct，大中型企业景气度继续回升。

图表 5 大中小型制造业 PMI 指数 (单位: %)



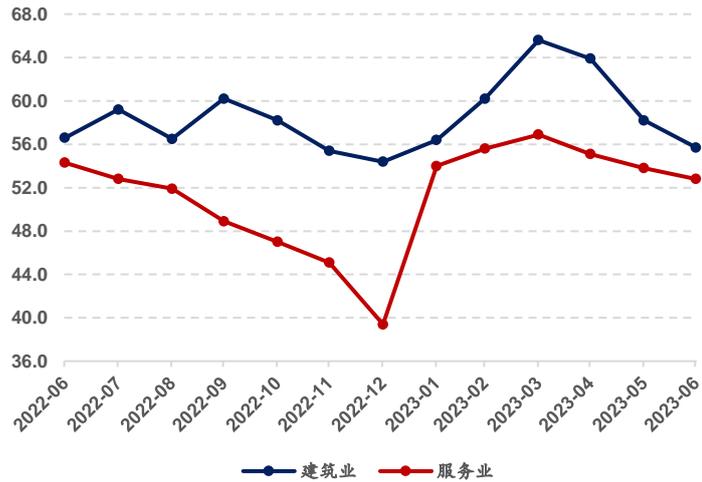
资料来源: Wind, 华安证券研究所

**整体来看，6 月制造业生产有所增加，企业去库存持续推进，需求端主要受外需拖累恢复动力依旧不足，多数价格指数有所上涨，企业成本压力增加，采购意愿降低，制造业 13 项指标中仅有 3 项高于荣枯线以上，大型企业景气度维持景气区间，小型企业 PMI 持续下跌。**

**非制造业方面，建筑与服务性 PMI 连续 3 个月下行，服务业仍有韧性。** 6 月非制造业商务活动指数录得 53.2%，较上月下滑 1.3pct。其他主要

分类指标呈现分化但多数仍低于临界点，具体来看，当月新订单指数为 49.5%，与上月持平，投入品价格指数为 49.0%，较上月上升 1.6 个百分点，销售价格指数为 47.8%，比上月上涨 0.2 个百分点，从业人员指数为 46.8%，比上月减少 1.6 个百分点。分行业来看，建筑业商务活动指数为 55.7%，比上月减少 2.5pct，服务业商务活动指数为 52.8%，比上月减少 1.0pct。

图表 6 建筑业与服务行业 PMI 指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

整体来看，6 月制造业景气度有所修复但仍处于收缩区间，非制造业维持扩张态势但或受基数效应同比回落，经济弱复苏的结构性特征较为明显。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**研究助理：**杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。