

## 经济有企稳迹象，等待政策进一步明晰

### 6月PMI点评

#### 核心内容：

- **PMI数据情况** 2023年6月份中采制造业PMI指数49.0,比5月份回升0.2,低于近年均值1.7,符合市场预期并连续三个月处于萎缩区间。非制造业PMI录得53.2,比5月份下行1.3,低于近年均值1.0;建筑业PMI录得55.7,比上个月下行2.5,低于近年均值3.1。中采先进制造业EPMI录得50.7,与上月持平,低于近年均值2.2。
- **淡季产需修复,价格上行而库存继续去化,经济环比企稳** 6月份制造业PMI环比小幅修复,在淡季回升的信号比较积极。(1)在报复性需求耗尽、内生修复较弱、工业生产位于淡季的情况下,产需的恢复表明经济再次探底后有企稳回升的征兆,不过供给回复强于需求短期继续压制生产;(2)主动去库存仍在继续,库存水平继续走低,企业生产改善下没有被动累库体现出需求存在韧性;(3)在前期大幅回落后,部分商品和原材料价格在淡季也出现了边际回升,反映出市场对经济企稳并重拾修复动能的信心,尽管PPI修复斜率短期仍会偏弱。(4)行业中修复明显的有汽车、医药、黑色金属和石油加工及炼焦,消费类较有韧性。整体上,经济和企业盈利的底部更加清晰,同时观察期过后第三季度的逆周期政策支持也值得期待,其发力方向也将影响不同行业修复的增速差。
- **非制造业回落但维持扩张,修复动能趋缓,建筑业受地产拖累** 6月非制造业环比回落仍有一定韧性,建筑业下行幅度继续大于服务业,就业出现回落;非制造业在淡季整体表现依然不弱,但需求改善的动能放缓也进一步体现。非制造业全国经营活动状况下降1.3至53.2,低于近年均值1.0。服务业方面,经营活动状况下行1.0至52.8,新订单回升0.1至49.6,收费价格再度小幅下行,总体上需求尚可但显现淡季特征。建筑业由于房建和建筑安装而走弱,也是导致非制造业环比回落更重要的原因,土木工程则在基建托底下表现较好;房地产环比回落,需求下行且预期较弱,拖累了房建和建筑安装。
- **需求有企稳迹象,等待政策方向进一步明晰** 从制造业PMI表现来看,价格的回升和库存的继续降低都体现出需求处于底部并有企稳回升的特征,未来的修复斜率也将取决于政策的进一步明晰。随着作为观察期的二季度过去,政策层将在高质量发展框架下有针对性支持符合发展目标且需求改善空间大的领域,对房地产业的发展模式也会更加清晰,而有失精准的大规模政策刺激可能不会出现。价格和库存淡季回升展现出的信号相对积极,但仍须对PPI修复的环比斜率保持观察。从基数考虑目前PPI已经接近底部,但其修复力度需要结合政策判断,同比增速仍可能经历两到三个季度的负增长。产成品库存的进一步下行也工业品库存周期接近底部的观察,需求偏弱下的主动去库存短期可能继续但未来有望向被动去库存转换。

#### 分析师

许冬石  
☎: (8610) 8357 4134  
✉: xudongshi@chinastock.com.cn  
分析师登记编码: S0130515030003  
研究助理: 于金潼

**核心风险:** 地产超预期恶化的风险、海外经济意外出现深度衰退的风险

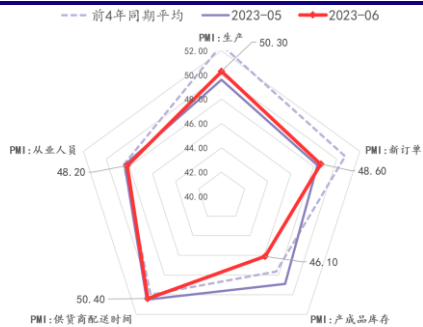
2023年6月份中采制造业PMI指数49.0，比5月份回升0.2，低于近年均值1.7，符合市场预期并连续三个月处于萎缩区间。非制造业PMI录得53.2，比5月份下行1.3，低于近年均值1.0；建筑业PMI录得55.7，比上个月下行2.5，低于近年均值3.1。中采先进制造业EPMI录得50.7，与上月持平，低于近年均值2.2。虽然处于淡季，但在上月低基数情况下制造业PMI边际上行，价格指数也展现出相对积极的信号，未来环比可能开始缓慢改善。

## 一、淡季产需修复，价格上行，库存继续去化

6月份制造业PMI环比小幅修复，符合预期，其在淡季回升的信号比较积极。(1)在报复性需求耗尽、内生修复较弱、工业生产位于淡季的情况下，产需的恢复表明经济再次探底后有企稳回升的征兆，不过供给恢复强于需求短期继续压制生产；(2)主动去库存仍在继续，库存水平继续走低，企业生产改善下没有被动累库体现出相关需求存在韧性；(3)在前期大幅回落后，部分商品和原材料价格在淡季也出现了边际回升，反映出市场对经济企稳并重拾修复动能的信心，尽管PPI修复斜率短期仍会偏弱。(4)行业中修复明显的有汽车、医药、黑色金属和石油加工及炼焦，消费类较有韧性。整体上，经济和盈利的底部更加清晰，同时观察期过后第三季度的逆周期政策支持也值得期待，其发力方向也将影响不同行业修复的增速差。

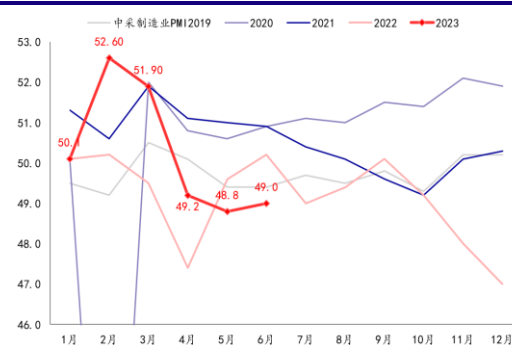
6月份生产上行0.7至50.3，重回扩张区间，15个主要行业中有12个的产量低于往年同期均值，上行的幅度略高于需求。供给侧在淡季从低位环比改善，尽管经济缓慢修复、内外需偏弱等因素制约其短期内的上行幅度，但对经济动能的信号积极。作为工业生产的平淡期，二季度供给侧不仅因总需求偏弱而回落，还受制于一季度积压订单形成的高基数，这种情况下生产回到扩张区间似乎显示偏弱的需求也难导致生产继续走低。行业间分化依然明显，6月医药依然维持较高景气，改善较多的有汽车（环比+22.3）、黑色金属（环比+22.4）、纺织服装（环比+12.1）和石油加工及炼焦（环比+11.4）。随着经济动能二次下行后企稳，部分原材料的产量和价格均开始修复，但非金属和有色金属产量还在回落中；汽车在前期调整后开始回升，而消费类表现不弱。其他行业比较符合淡季特征。外需方面美欧制造业表现延续弱势，在政策利率可能进一步提升的情况下形成拖累，制造业环比改善斜率仍靠内需。随着稳消费政策落地在即以及二季度观察期结束后政策谨慎而精准的发力，经济动能稳中有升的势头有望保持。

图 1：中采制造业 PMI 分项变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新订单回升而出口订单回落，内需在下行的边际修复也支持经济企稳。全国订单指数上行0.3至48.6，低于近年均值2.5，出口订单下降0.8至46.4，低于近年均值0.3。本月内需稍有修复而外需下行，汽车和消费类和部分商品回升，设备等其他类别基本符合淡季回落的状态；外需进一步下行，总需

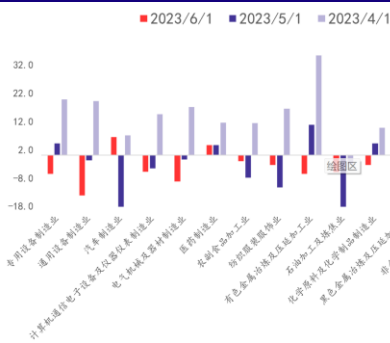
求改善仍要靠国内稳增长。尽管美国名义通胀二季度下行较快，但核心部分粘性似乎引起美联储担忧，下半年利率继续加码的可能性抬升，同时欧元区经济表现较弱且三季度将继续加息，两者对外部需求的抑制在下半年可能持续。在三季度外需可能承压的基础上，确定内需弱化的程度后，有针对性的支持政策将在兼顾高质量发展的同时助力需求恢复，以本周《关于促进家居消费的若干措施》为例的政策将在三季度继续出台；但在货币投放前置、经济处于结构转型期等情况下，不宜对政策的刺激力度产生过高的期待。6月新订单绝对值表现较强的有医药、汽车制造、农副食品加工业、黑色金属等；新订单环比回落较多的有专用设备、通用设备、计算机通信电子设备、电器机械器材和非金属矿物制品。出口订单景气度较好的有医药、纺织服装和黑色金属。

**配送小幅下行，物流效率较高。**6月配送时间指标降低0.1至50.4，高于近年均值0.5，对PMI影响较弱，也反映出近期物流效率依旧较高。

**产成品库存继续回落但仍有下降空间，原材料库存进一步小幅下行，弱需求下制造业主动去库存短期可能仍将持续，但接近底部。**6月产成品库存下行2.8至46.1，低于近年均值1.4；原材料库存指数下行0.2至47.4。由于内外需同时偏弱，制造业继续保持主动去库存状态，但弱需求下库存没有上升表明至少没有出现被动累库的情况。产成品回落至略低于均值的状态但绝对水平仍不算低，有继续下行的空间。行业方面库存去化较为集中，产成品库存下行较多的主要有通用设备和化学原料及制品，其他类别均处于回升状态。原材料库存方面，下行较多的有金属制品和化学原料及制品，本月表现较好的汽车、医药和回升幅度较大黑色金属则补充了原材料库存。

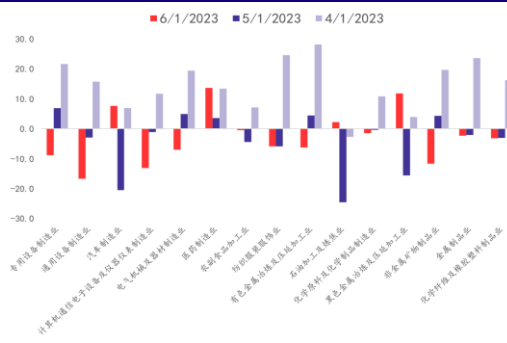
**价格在淡季回升同样反映内生增长动能有所企稳，PPI接近底部，但环比修复力度预计偏弱。**6月份购进价格45.0(+4.2)，仍然大幅低于均值，但黑色和有色价格环比大幅改善；出厂价格43.9(+2.3)，也体现价格从底部企稳。购进价格与出厂价格在淡季双双回升，原材料类从底部的改善与相关商品期货价格的变动较为一致，也反映出对经济动能改善的预期正在积累。虽然价格的环比上行力度短期仍然偏弱，PPI同比增速也可能需要两到三个季度才可转正，但价格的信号无疑是积极的，也需要对其持续性保持观察。

图 3：各行业生产与往年同期均值差 (%)



资料来源：中采咨询，中国银河证券研究院整理

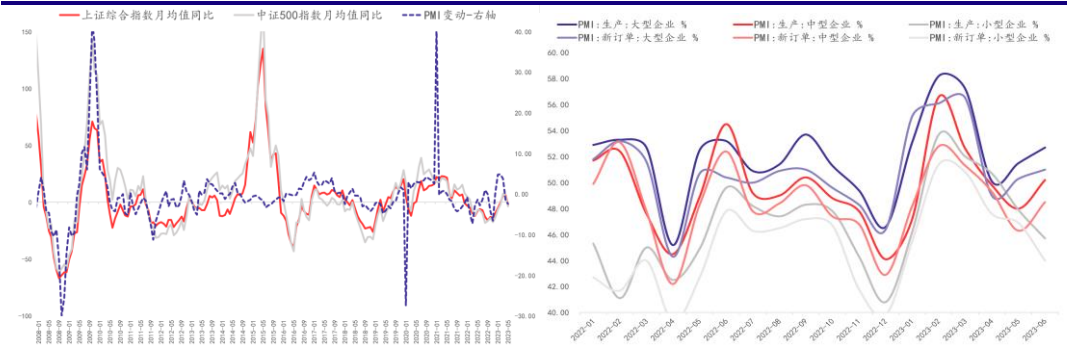
图 4：各行业新订单与往年同期均值差 (%)



资料来源：中采咨询，中国银河证券研究院整理

**大中企业景气度回升，小企业继续下行，就业略有回落。**6月大型企业PMI回升0.3至50.3，中型企业上行1.3至48.9，小型企业下行1.5至46.4。大中企业产需均有恢复，包含众多上游公司的大企业的购进价格上行明显。各类规模的企业外需都有所下降，但小企业下行最多，其在淡季内外需承压较大。同时，大企业和小企业雇员均有下降，政策在扩大内需支持消费需求时需要关注小企业面临的压力，进而稳定就业，改善居民收入。

图 5: PMI 的下行与近期股指回落较为符合 (%) 6: 大中小企业景气度变化 (%)



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

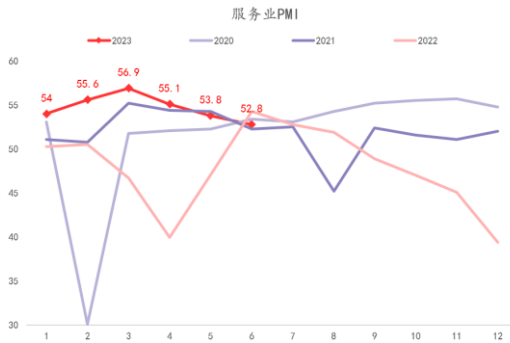
## 二、非制造业保持扩张区间，但修复动能趋缓，建筑业受地产拖累

6月非制造业环比回落仍有一定韧性，建筑业下行幅度继续大于服务业，就业出现回落；非制造业在淡季整体表现依然不弱，但需求改善的动能放缓也进一步体现。非制造业全国经营活动状况下降1.3至53.2，低于近年均值1.0。服务业方面，经营活动状况下行1.0至52.8，新订单回升0.1至49.6，收费价格再度小幅下行，总体上需求尚可但显现淡季特征。建筑业由于房建和建筑安装而走弱，也是导致非制造业环比回落更重要的原因，土木工程则在基建托底下表现较好；房地产环比回落，需求下行且预期较弱。

生产性服务业表现趋弱但运输类仍有韧性，道路与航空运输虽然回落，但分别维持了53.1和62.5的水平，水上运输则在上月环比反弹后回落至46.6的偏弱状态；由于电商促销等活动，6月邮政业上升9.4个百分点至62.2；整体上，居民商旅活动依然为生产性服务业提供支持，水运和批发业以外的新订单也并不弱。消费性服务环比均有转弱，整体逊于生产性服务，其中电信、互联网和软件以及餐饮业景气度相对较好。需求方面，住宿业订单在上月回落后有所恢复，其他行业仅有小幅下行。服务业在淡季仍保持扩张，其改善的斜率在前期需求释放后开始放缓，需要注意非制造业商务活动的下行对社会消费品零售总额形成的压力；鉴于服务业内生修复和稳就业的重要动力，服务业的放缓也体现出促销费政策进一步加力的必要性。

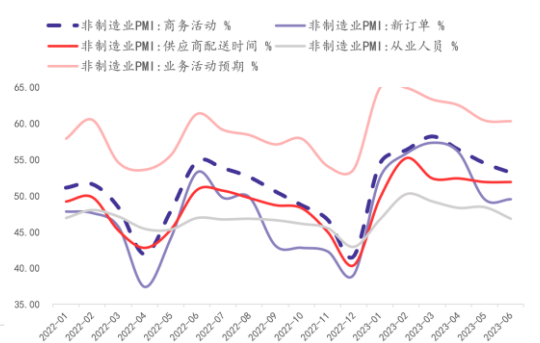
建筑业的回落对非制造业形成更明显的拖累，6月份建筑业经营活动状况下行2.5至55.7，低于近年均值3.1，尽管基建继续稳定发力，房地产再度走弱限制了修复。其中，有基建支持的土木工程经营活动状况回升2.6至64.3，房屋建筑回落5.0至50.6，建筑安装环比回落6.1至52.2，地产弱势对投资和开工的影响更加明显。房地产环比下行3.5至43.2，新订单回落1.9至39.9，均低于近年同期均值。居民资产负债表受损、对地产预期转弱以及偏缓的内生修复对收入恢复的限制都抑制了地产恢复，降低了房建和建筑安装的需求。

图 7：服务业 PMI 继续回升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：非制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 三、需求有企稳迹象，等待政策方向进一步明晰

在一季度需求的报复性增长过后，二季度内生增长带来的修复在制造业与服务业间开始分化，政策层注意到总需求不足的问题后再度降息以支持消费和刚性住房需求，并开始积极谋划推出复和扩大消费的政策。从制造业 PMI 的表现来看，价格的回升和库存的继续降低都体现出需求处于底部并有企稳回升的特征，未来的修复斜率也将取决于政策的进一步明晰。发改委给出的政策方向中，（新能源）汽车消费和配套设施以及能源、水利、交通等重大基础设施建设依旧是发力重点；同时，促进家居消费的政策也将实施。随着作为观察期的二季度过去，政策层将在高质量发展框架下有针对性支持符合发展目标且需求改善空间大的领域，对房地产业的发展模式可能也会更加清晰；不过，有失精准的大规模政策刺激可能不会出现。

价格和库存在淡季回升展现出的信号相对积极，但仍须对 PPI 修复的环比斜率保持观察。从基数考虑目前 PPI 已经接近底部，但其修复力度需要结合政策判断，同比增速仍可能经历两到三个季度的负增长。产成品库存的进一步下行也工业品库存周期接近底部的观察，需求偏弱下的主动去库存短期可能继续但未来有望向被动去库存转换。

### 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，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

#### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 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，银河证券可发出其它与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

#### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐媛玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)