



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《当前经济形势分析及展望》 -
2023.06.26

宏观研究

PMI 显示筑底迹象，政策预期适度

● 核心观点

6月中采制造业 PMI 公布，在连续3个月下行后止跌。供需同步改善，库存压力、盈利压力缓和，提振大企业景气度，进一步对经济整体形成支撑。经济景气的底部正在逐步形成。当然服务业扩张动能放缓，居民收入增长较慢，可能导致经济恢复的斜率较为平缓。预计二季度 GDP 读数可能在7%左右，全年有望实现5%左右的预期增长目标。而经济景气底部的形成，也意味着逆周期调节的力量也可以相应转向温和。此时关注顺周期行业政策预期，适当参与房地产，同时配置如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: PMI 新出口订单与全球制造业 PMI	4
图表 2: 美联储加息周期制造业 PMI 波动	4
图表 3: 大型企业 PMI 与装备制造业 PMI	5
图表 4: 基础原材料行业及消费品行业 PMI	5
图表 5: 产成品库存压力缓和	6
图表 6: 工业企业盈利降幅收敛	6
图表 7: 美国服务业 PMI	7
图表 8: 新加坡 PMI	7
图表 9: 居民收入、就业感受指数	8
图表 10: 居民消费、储蓄、投资意愿	8

6月中采制造业PMI公布，在连续3个月下行后止跌。供需同步改善，库存压力、盈利压力缓和，提振大企业景气度，进一步对经济整体形成支撑。

经济景气止跌，需求的向上拐点正在形成。6月中采制造业PMI为49%，较5月微升0.2个百分点，自3月景气连续下行后止跌。从季节性来看，历史上6月经济景气往往较为平稳，部分年份小幅上升，因此今年6月经济景气变动整体符合季节性。从结构看，6月制造业PMI生产分项提高0.7个百分点至50.3%，重回扩张区间，拉动PMI提高0.2个百分点。工业生产的加速，一个原因是受到季节性因素影响。结合高频数据看，石化产业链中PTA开工率季节性上升，但样本企业沥青开工率则基本平稳；建筑行业伴随高温多雨进入需求淡季，同时企业库存普遍高位承压，扩产动能不足。

——另一个原因是，受到新订单改善的拉动。6月新订单分项微升0.3个百分点至48.6%，拉动PMI提高0.1个百分点，但新出口订单继续下降0.8个百分点至46.4%，反映6月份外需延续走弱而内需上行抵消了外需的拖累。这在6月中旬的政策部署中已有清晰显示。国务院总理李强在6月16日国务院常务会议提到，外部环境更趋复杂严峻，全球贸易投资放缓等，直接影响我国经济恢复进程。针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好。会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。6月份，土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为64.3%和53.9%，比上月上升2.6和2.2个百分点，土木工程建筑业产需扩张加快。“着力扩大有效需求”的一项政策可能正是加快基建投资，进而带动了6月内需的改善。

——同时，外需可能已接近底部。一方面，从我国历史经验看，6月新出口订单分项降至46.4%，剔除2020年上半年、以及2022年4月和12月的极低值后，新出口订单分项已接近历史低位。另一方面，结合海外需求看，今年3月以后摩根大通全球制造业PMI已连续3个月走平，背后是美联储加息周期可能接近尾声。假如本次美联储紧缩周期中美国经济能够实现软着陆，参考2015-2018年加息周期，美国ISM制造业PMI的最低值为47.8%，全球制造业PMI的最低值为49.3%，而在美联储2019年转向降息宽松后，制造业PMI反弹。今年5月份美国

ISM 制造业 PMI、全球制造业 PMI 的读数分别为 46.9%、49.6%，已接近甚至低于上一轮美联储紧缩周期的最低点，因此假如美国能够实现软着陆，那么当前制造业的收缩压力可能已接近最大。当然，假如本轮美联储紧缩最终导致美国经济衰退，海外需求收缩压力向国内的传导则将持续。因此，若美可在本次收紧中实现软着陆，短期外需接近底部，总需求的拐点可能正在形成。

图表1：PMI 新出口订单与全球制造业 PMI



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表2：美联储加息周期制造业 PMI 波动

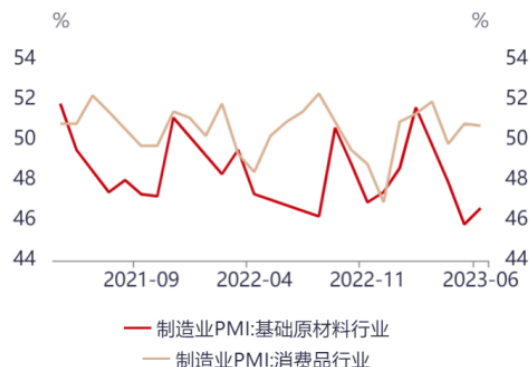


资料来源：ifind，中邮证券研究所

大企业支撑明显，库存、盈利压力缓和。分企业类型看，不同类型企业景气再度分化。大、中型企业 PMI 分别较上月上升 0.3、1.3 个百分点至 50.3%、48.9%；小型企业 PMI 则较上月下降 1.5 个百分点至 46.4%。大型企业 PMI 重回扩张区间，生产指数和新订单指数连续两个月均高于临界点，产需持续增长，对制造业 PMI 拉动作用明显，进一步的，大型企业景气抬升可能源于装备制造业、高耗能行业景气上行。6 月份，装备制造业、高耗能行业 PMI 分别较上月提高 0.5、0.8 个百分点至 50.9%、46.6%，值得关注的是，高耗能行业在 5 月份大幅下降 2.1 个百分点以后 6 月出现反弹；消费品行业 PMI 为 50.7%，微降 0.1 个百分点，仍然明显低于今年 3 月水平。因此，6 月份经济景气止跌的一个重要原因，就是上游基础原材料行业景气反弹，这种反弹与 6 月份工业企业库存、价格压力缓和存在一定关系。

图表3：大型企业 PMI 与装备制造业 PMI


资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表4：基础原材料行业及消费品行业 PMI


资料来源：ifind，中邮证券研究所

——6月产成品库存分项降至46.1%，已基本回到中间偏低水平，工业企业库存压力明显缓和。同时工业品价格下行压力边际缓和，6月原材料购进价格指数反弹至45%，隐含6月PPI环比降幅应有所收敛，但基数仍高导致PPI同比降幅可能继续扩大至-5%左右。统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河提到，调查中反映原材料成本高、物流成本高的企业占比均连续4个月回落，企业成本压力有所缓解。在上游原材料的价格挤压弱化后，工业企业盈利压力亦出现缓和。

——5月份工业企业利润同比下降12.6%，降幅较4月收窄5.6个百分点。制造业随着促进其发展的各项政策措施逐步显效，利润降幅明显收敛带动整体工业盈利改善，5月份制造业利润降幅较4月份收窄7.4个百分点，带动规上工业利润降幅收窄4.9个百分点。工业企业利润行业结构持续改善。5月份，装备制造业利润同比增长15.2%，连续两个月保持两位数增长，装备制造业利润占规上工业的比重为39.6%，连续三个月上升。具体分行业看，受汽车销售较快增长、新能源汽车产销两旺、投资收益增加等因素共同作用，汽车制造业利润增长1.02倍；电气机械行业受光伏设备、锂离子电池等新能源产品带动，利润增长27.3%；通用设备、专用设备、仪器仪表行业受中央空调、医疗设备、工业自动控制系统等产品带动，利润分别增长30.9%、27.7%、26.6%。因此，此前压制工业生产的库存压力、盈利压力逐步缓和，有助于经济景气渐次回升。

图表5：产成品库存压力缓和



资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表6：工业企业盈利降幅收敛



资料来源：ifind，中邮证券研究所

服务业扩张动能继续放缓。6月非制造业商务活动指数为53.2%，比上月下降1.3个百分点。6月份，综合PMI产出指数为52.3%，比上月下降0.6个百分点，连续3个月放缓。建筑业商务活动指数为55.7%，比上月下降2.5个百分点；服务业商务活动指数为52.8%，比上月下降1.0个百分点，亦均连续3个月放缓。从行业看，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数位于60.0%及以上高位景气区间；批发、房地产、居民服务等行业商务活动指数低于临界点。端午假期，经文化和旅游部数据中心综合测算，全国国内旅游出游1.06亿人次，按可比口径恢复至2019年同期的112.8%；实现国内旅游收入373.10亿元，按可比口径恢复至2019年同期的94.9%。恢复程度弱于五一假期。

——行至年中，经济的恢复性增长动能已基本释放充分，未来服务业演进参考海外来看。在2021年中疫苗获得普及后，各国逐步放松管控，相应的，美国服务业PMI在2021年四季度快速冲高，此后震荡下行，但始终维持在扩张区间。再看亚洲经济体的代表，新加坡自2021年6月逐步放松管控，2022年3月调整各项防疫政策，如放宽集会人数限制、允许线下工作等，同样出现了经济景气的冲高回落，但冲高时点处于2022年充分调整防控措施后，新加坡PMI在2022年4、5月快速冲高，此后至年末震荡回落至50以下。因此服务业的恢复性增长动能大概率属于一次性脉冲，后续支撑不足，那么由制造业带动的经济回升过程可能比较缓慢。进一步的，服务业扩张动能的放缓可能与居民收入增长动力不足有关。

图表7：美国服务业 PMI



图表8：新加坡 PMI



资料来源：ifind，中邮证券研究所

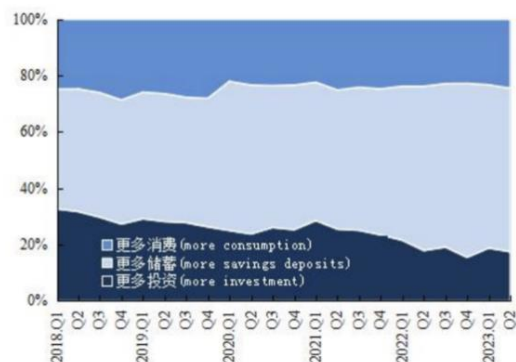
资料来源：ifind，中邮证券研究所

居民部门收入获得感趋势待观察。本周央行发布了 2023 年第二季度调查问卷报告，结合报告看，居民收入获得感在一季度跳升后减弱，但是居民消费意愿上升。具体的，收入方面，二季度居民收入感受指数为 49.7%，比上季下降 1.0 个百分点。其中，14.4%的居民认为收入“增加”，比上季减少 1.4 个百分点，70.5%的居民认为收入“基本不变”，比上季增加 0.8 个百分点，15.1%的居民认为收入“减少”，比上季增加 0.6 个百分点。收入感受下降的一个原因可能与就业压力相关，二季度居民就业感受指数为 37.6%，比上季下降 2.3 个百分点。其中，认为“形势较好，就业容易”以及“一般”的居民占比均较上季下降，43.7%的居民认为“形势严峻，就业难”或“看不准”，较上季上升 2.5 个百分点。

——但是，倾向于“更多消费”的居民反而增加了，二季度占比 24.5%，比上季增加 1.2 个百分点，倾向于“更多储蓄”的居民占 58.0%，比上季增加 0.1 个百分点；倾向于“更多投资”的居民占 17.5%，比上季减少 1.3 个百分点。二季度以来，金融市场波动增大，中国理财网信息显示，截至 6 月 20 日，存续的 35 只权益类理财中有 23 只破净，有产品累计净值下跌近 50%。金融产品的波动可能对居民投资信心产生了一定影响，导致原本计划投资的资金可能部分转为消费。

图表9：居民收入、就业感受指数


资料来源：ifind，中邮证券研究所

图表10：居民消费、储蓄、投资意愿


资料来源：中国人民银行调查统计司，中邮证券研究所

综上，6月份工业企业在连续3个月景气下行后，呈现供需同步改善态势，扩大有效需求政策的逐步发力，以及外需可能已触底，意味着经济景气的底部正在逐步形成。当然服务业扩张动能放缓，居民收入增长较慢，可能导致经济恢复的斜率较为平缓。预计二季度GDP读数可能在7%左右，全年有望实现5%左右的预期增长目标。而经济景气底部的形成，也意味着逆周期调节的力量也可以相应转向温和。此时关注顺周期行业政策预期，适当参与与房地产，同时配置如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、卫星互联网、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048