



宏观点评

证券分析师

芦哲
资格编号: S0120521070001
邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁
资格编号: S0120122070060
邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

环比回升再确认

6月PMI数据点评

投资要点:

- **核心观点:**继5月社零、工业生产、固定资产投资三项指标环比增速回升后,6月PMI产需指数和价格指数均止跌回升,4-5月基本可确认为本轮经济环比下行的底部。6月PMI产需指数有所恢复,生产端强于需求端的结构特征不变,总需求特别是外需不足问题短期内压力仍大。价格指数连降3个月 after 大幅回升是6月PMI数据中最亮眼的关注点,或指向物价环比有所回暖。库存指数继续下降,已降至偏低水平,企业去库短期内难言结束。6月PMI核心关注点即为大幅回升的价格指数,PMI价格指数对通胀数据在公布时间上领先,对库存周期有参考意义,后续重点关注6月通胀数据,若PPI降幅收窄则后续通胀、库存周期转向均可期待。
- **产需:**6月生产指数和新订单指数分别为50.3%和48.6%,较上月上升0.7和0.3个百分点,制造业产需景气水平在2月以来连续3个月下降后首次止跌回升。生产PMI再次回到50%的荣枯线以上,但新订单指数仍处于收缩区间,需求端修复依然弱于供给端。更具体来看,6月新出口订单指数为46.4%,较上月下降0.8个百分点,连续第4个月下降,在海外加息周期持续演绎下,外需进一步走弱,出口压力依然存在。而6月在手订单指数为45.2%,较上月下降0.9个百分点,在手订单回落至较低水平同样是受到生产端修复好于需求端的影响。汽车制造、运输设备、电气机械、通信电子等行业产需指数均位于扩张区间,这些都是本轮去库的主导行业,产需指数回到扩张区间意味着后续去库节奏或放缓。
- **价格:**6月原材料购进指数为45.0%,较上月回升4.2个百分点;产成品价格指数为43.9%,较上月回升2.3个百分点。原材料价格和产成品价格双双在连降3个月 after 大幅回升,虽然两项价格指数绝对水平依然较低,但环比回升意义显著,或指向后续物价下行动能趋弱、物价降幅收窄。
- **库存:**6月原材料库存指数为47.4%,较上月下降0.2个百分点,产成品库存指数为46.1%,较上月下降2.8个百分点。原材料和产成品库存指数进一步下行至偏低水平,企业主动去库仍在继续,结合新出口订单指数下滑,本轮去库短期内仍难以看到尾声,但价格指数大幅回升释放积极信号,库存周期受PPI影响明显,重点关注后续PPI走势变化。
- **企业规模:**6月大型企业PMI为50.3%,较上月上升0.3个百分点,产需的恢复对大型企业PMI拉动作用明显;中型企业PMI为48.9%,较上月上升1.3个百分点,中型企业景气水平有所改善但仍在收缩状态;小型企业PMI为46.4%,较上月下降1.5个百分点,小微企业面临的经营困难仍然存在。大中小企业恢复节奏分化或主要由于我国微观主体资产负债表受损,今年的弱复苏、慢复苏是因为居民和企业有意修复资产负债表,在这个过程中中小型企业压力仍大。
- **非制造业:**服务业商务活动指数为52.8%,较上月下降1个百分点,但仍位于荣枯线以上,继续保持恢复发展态势。6月端午假期旅游业延续高景气,根据文旅部发布的统计数据,端午假期国内旅游出游人数达到1.06亿人次,超过2019年同期水平,旅游需求的释放持续支撑交通、餐饮、邮政快递、通信服务等行业景气。建筑业商务活动指数为55.7%,较上月下降2.5个百分点,其中,基建回升、房建回落。代表基建的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¹，土木工程建筑业产需扩张加快。但由于建筑业整体景气回落，在基建回升的情况下，预计房建拖累较大。

- **展望：**6 月 PMI 的边际小幅改善主要得益于价格指数的回升和产需的恢复。往后看，国内产需修复大概率继续，而海外需求在主要发达经济体加息周期下受到压制，外需短期内难以出现显著好转，出口仍将面临压力。另一方面，需要关注 PMI 价格指数的回升能否持续，价格指数回升能否反映为 6 月 PPI 环比改善，这对后续库存周期演绎的判断至关重要，也对国内经济信心恢复有重要意义。
- **风险提示：** 房地产下行超预期；出口压力加大；青年就业压力。

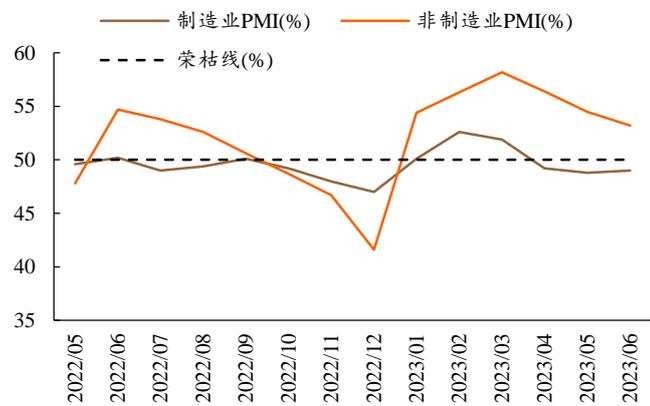
¹ 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 6 月中国采购经理指数 - 国家统计局 ([stats.gov.cn](https://www.stats.gov.cn))

表 1: 6 月 PMI 数据概览

	制造业 PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	原材料价格	产成品价格	非制造业 PMI	建筑业 PMI	服务业 PMI
2022/06	50.2	52.8	50.4	49.5	44.2	52.0	46.3	44.2	55.2	54.7
2023/01	50.1	49.8	50.9	46.1	44.5	52.2	48.7	44.5	55.6	54.4
2023/02	52.6	56.7	54.1	52.4	49.3	54.4	51.2	49.3	57.5	56.3
2023/03	51.9	54.6	53.6	50.4	48.9	50.9	48.6	48.9	55.5	58.2
2023/04	49.2	50.2	48.8	47.6	46.8	46.4	44.9	46.8	54.7	56.4
2023/05	48.8	49.6	48.3	47.2	46.1	40.8	41.6	46.1	54.1	54.5
2023/06	49.0	50.3	48.6	46.4	45.2	45.0	43.9	45.2	53.4	53.2

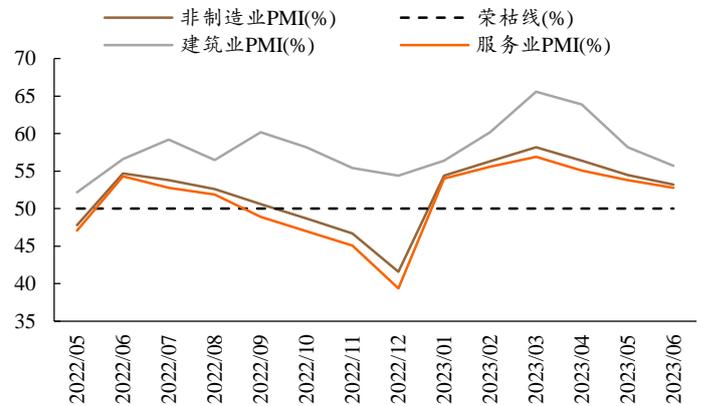
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: 制造业与非制造业 PMI 走势分化



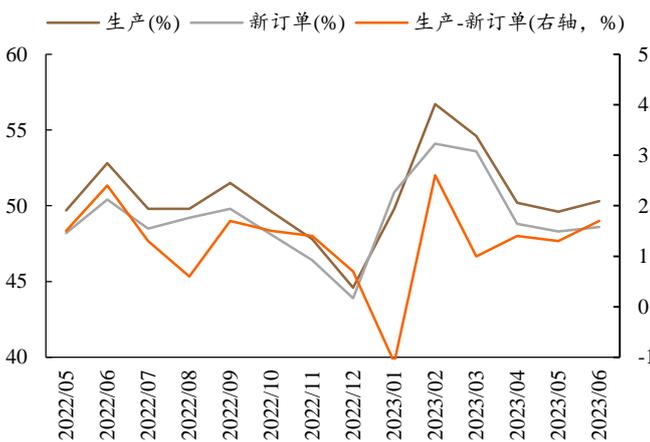
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 建筑业与服务业 PMI 继续回落



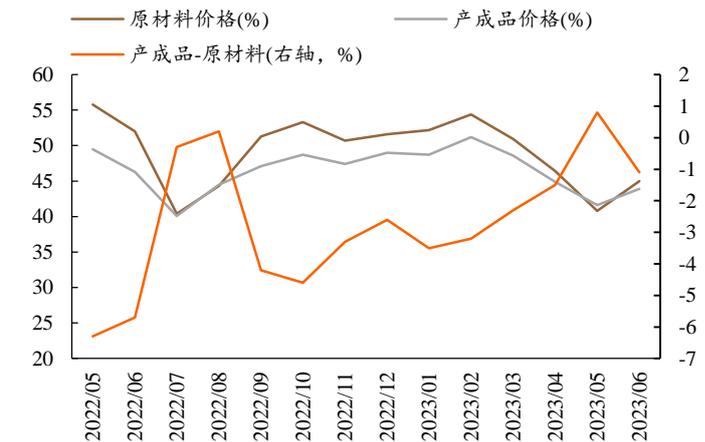
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 产需指数双双回升, 生产-新订单指数差值扩大



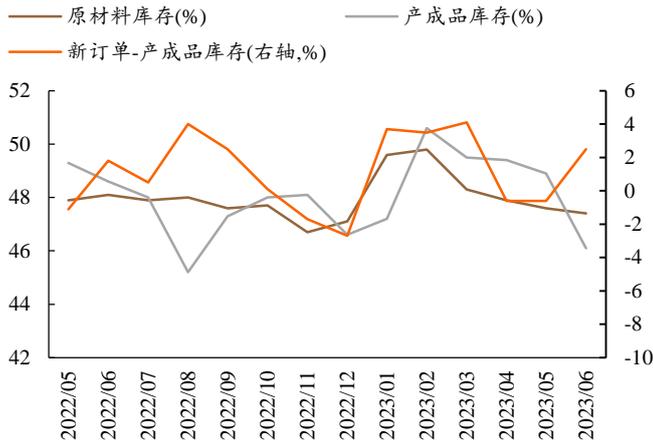
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 进出厂价格双双回升



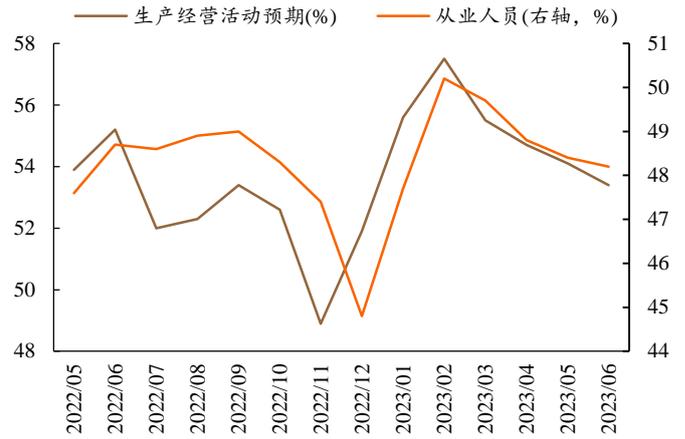
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：库存指数双双下降



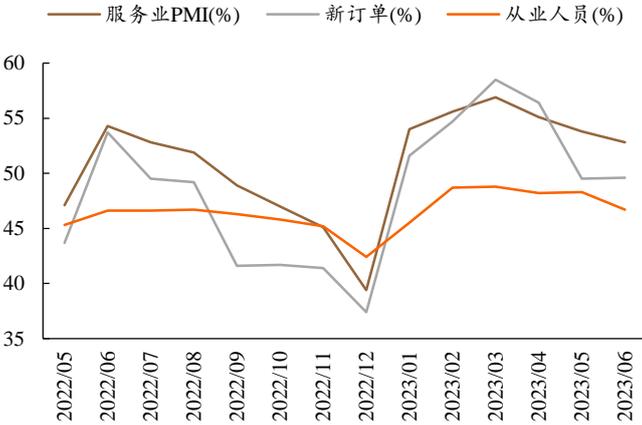
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：预期继续回落，从业人员继续收缩



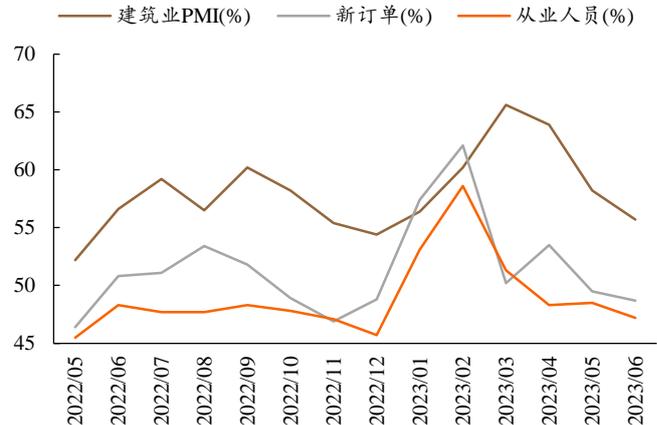
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：服务业 PMI 延续缓慢回落



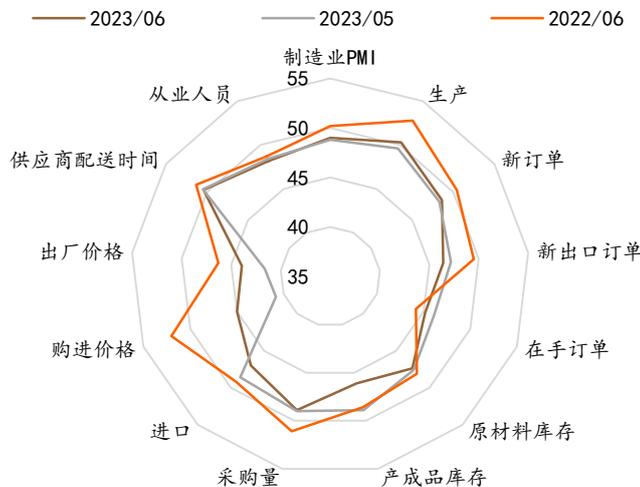
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：建筑业 PMI 继续快速回落



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：6 月 PMI 分项多数较 5 月回落，主要上升项为价格指数和产需指数 (%)



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。