

2023年6月PMI点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

yang_fei@gjzq.com.cn

宏观经济组

联系人：袁征宇（执业 S1130123020066）

yuanzhengyu@gjzq.com.cn

PMI 边际回升，驱动来自哪里？

事件：

6月30日，国家统计局公布6月PMI指数，制造业PMI为49，前值48.8；非制造业PMI为53.2，前值54.5。

生产活动有所改善，需求仍待进一步增强

制造业PMI边际回升，生产重返扩张区间。6月，制造业PMI小幅回升0.2个百分点至49%，其中产需改善贡献较大，生产和新订单指数分别回升0.7和0.3个百分点至50.3%和48.6%。生产回升或受部分企业低价补库推动，但多数企业的预期仍不强、库存回落并未普遍提升采购意愿，需求改善仍需进一步稳固。

原材料价格回升，但持续性有待观察。6月，原材料购进价格回升4.2个百分点至45%。高频数据也显示，6月以来南华金属和工业品指数明显回升，但本轮价格回升主要由低库存下的预期主导，后续涨价的持续性仍取决于供需格局的转换。与此同时，伴随基数逐月下降、PPI见底企稳的可能性不小，价格对工业企业利润修复的支撑或逐步增强。

汽车产业链表现亮眼，消费链修复有所放缓。6月，高技术 and 装备制造业PMI分别回升0.7和0.5个百分点至51.2%、50.9%。其中，多数行业原材料库存回升、采购意愿有所下行，与EMPI的表现类似；汽车产业链产需明显扩张，部分缘于端午前后各地汽车促消费活动的大面积开展。此外，消费品行业PMI小幅回落0.1个百分点至50.7%。

大中型企业产需双双回升，外需对小型企业拖累明显。6月，大型和中型企业PMI分别回升0.3和1.3个百分点至50.3%、48.9%，小型企业PMI回落1.5个百分点至46.4%。其中，大型企业产需均重返扩张区间，中型企业产需改善幅度较大，生产和新订单指数均回升2.2个百分点，小型企业新出口订单回落4.7个百分点至39.4%、拖累产需大幅回落。

地产链拖累加大，服务业修复动能或放缓

非制造业PMI延续回落，建筑业是主拖累。6月，非制造业PMI录得53.2%，其中建筑业PMI回落2.5个百分点至55.7%，主要缘于地产链的回落、销售低迷持续压制新开工和竣工；稳增长的支撑在边际转好、6月沥青开工率明显提升。与此同时，建筑业新订单和业务预期延续回落、分别下降0.8和1.8个百分点，后续地产链活动或持续低迷。

服务业景气小幅回落，修复动能或放缓。6月，服务业PMI小幅回落1个百分点至52.8%，交运仓储、软件服务等景气度仍较高。尽管服务业新订单和业务预期分别回升0.1和0.2个百分点，但近期线下消费呈现“量增价减”、客单价回落的趋势，随着端午假期效应的消退、生活性服务业的支撑或逐步减弱。

重申观点：当前经济需求不足的问题有所改善，但在外需拖累加大、地产修复动能不足的情况下，内生动能仍亟待巩固增强，经济复苏的结构性分化仍将延续。伴随政策落地效果显现，经济有望平稳修复，但仍需进一步跟踪出口链和地产链带来的扰动影响。

风险提示

政策落地效果不及预期，经济复苏不及预期。

内容目录

1、生产活动有所改善，需求仍待进一步增强.....	3
2、地产链拖累加大，服务业修复动能放缓.....	5
风险提示.....	7

图表目录

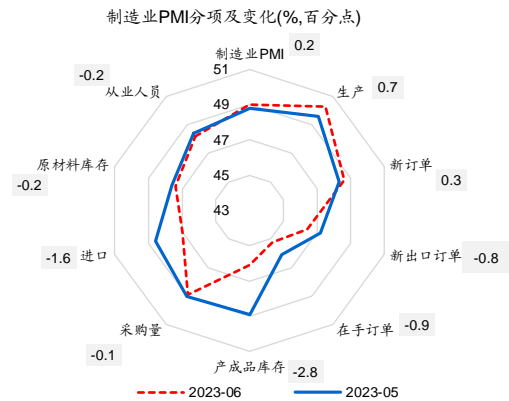
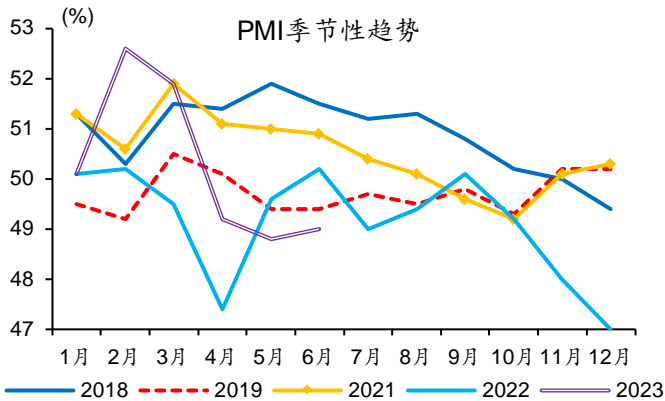
图表 1： 6 月，制造业 PMI 边际回升.....	3
图表 2： 6 月，PMI 分项分化.....	3
图表 3： 6 月，在手订单和产成品库存回落.....	3
图表 4： 6 月，采购量继续小幅回落.....	3
图表 5： 6 月，新出口订单进一步回落.....	4
图表 6： 6 月，生产经营预期进一步回落.....	4
图表 7： 6 月，原材料购进价格指数明显回升.....	4
图表 8： 6 月，南华金属和工业品指数大幅回升.....	4
图表 9： 6 月，分行业制造业 PMI 表现.....	5
图表 10： 6 月，EMPI 自有库存回升.....	5
图表 11： 6 月，中小企业经营恶化.....	5
图表 12： 6 月，中大型企业产需双双回升.....	5
图表 13： 6 月，非制造业 PMI 延续回落.....	6
图表 14： 6 月，建筑业 PMI 拖累较大.....	6
图表 15： 6 月，沥青开工率明显回升.....	6
图表 16： 6 月，地产销售不振.....	6
图表 17： 6 月，建筑业用工景气度回落.....	6
图表 18： 6 月，建筑业新订单和预期延续走弱.....	6
图表 19： 端午假期跨区出行活动提升明显.....	7
图表 20： 6 月，服务业新订单和预期企稳.....	7

1、生产活动有所改善，需求仍待进一步增强

制造业 PMI 边际回升，生产重返扩张区间。6 月，制造业 PMI 录得 49%，较 5 月小幅回升 0.2 个百分点、略超季节性。其中，供需改善对当月 PMI 的贡献较大、生产指数和新订单指数分别回升 0.7 和 0.3 个百分点至 50.3% 和 48.6%；就业压力仍有待缓解，从业人员指数下降 0.2 个百分点至 47.4%；原材料库存指数也延续回落、下降 0.2 个百分点至 47.4%。

图表1：6 月，制造业 PMI 边际回升

图表2：6 月，PMI 分项分化



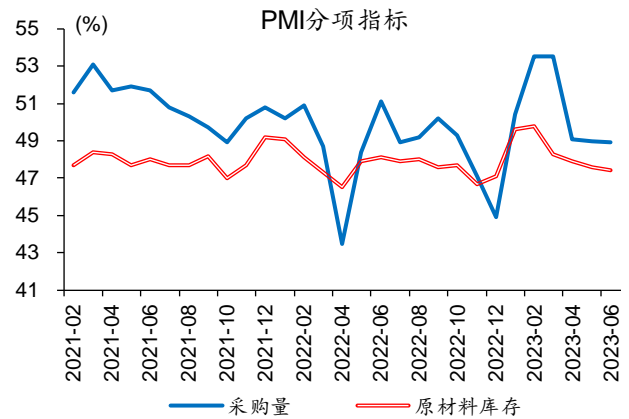
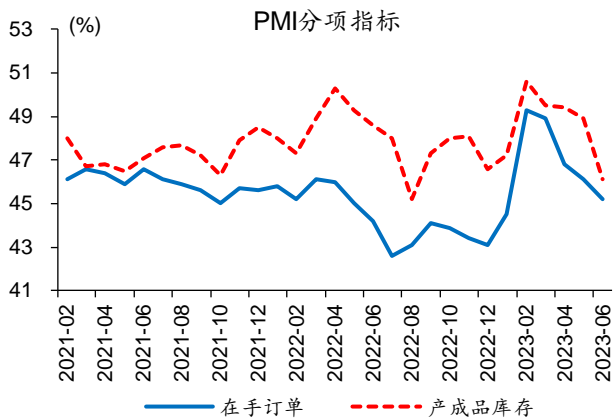
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

需求仍需进一步增强，企业经营预期延续回落。6 月，企业产成品库存指数回落 2.8 个百分点至 46.1%，但采购意愿仍然低迷、采购量指数回落 0.1 个百分点至 48.9%。与此同时，内需虽有所改善但外需的拖累加大，新出口订单回落 0.8 个百分点至 46.4%。总体来看，生产回升或受部分企业低价补库推动，但多数企业的预期仍不强、库存回落并未普遍提升采购意愿，需求改善仍需进一步稳固。

图表3：6 月，在手订单和产成品库存回落

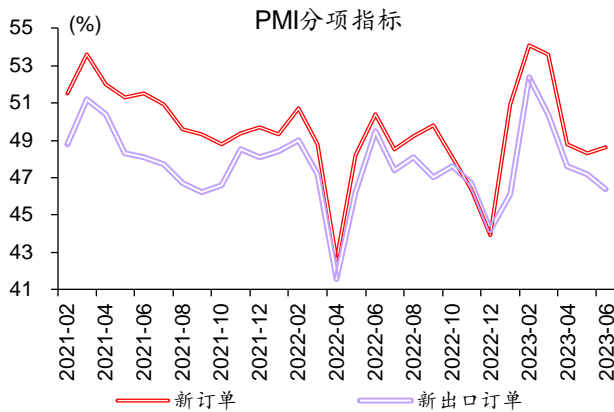
图表4：6 月，采购量继续小幅回落



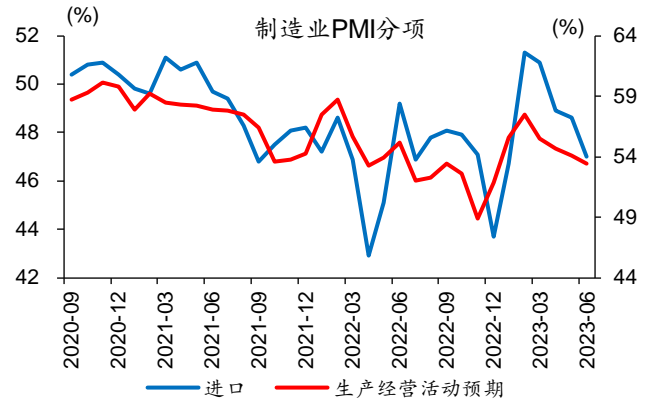
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表5: 6月, 新出口订单进一步回落



图表6: 6月, 生产经营预期进一步回落

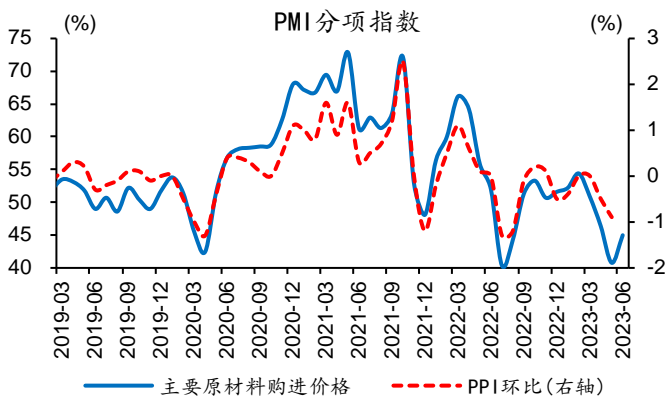


来源: Wind、国金证券研究所

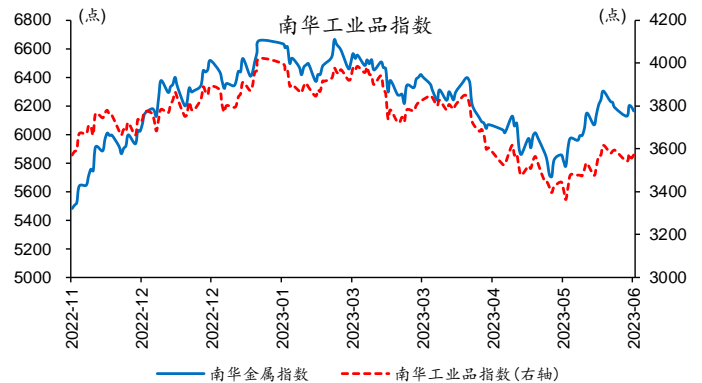
来源: Wind、国金证券研究所

原材料价格回暖, 但持续性有待观察。6月, 主要原材料购进价格大幅回升 4.2 个百分点至 45%, 或指向 PPI 环比企稳。高频数据也显示, 6 月以来南华金属和南华工业品指数均明显回升, 但本轮金属价格的回升主要由预期主导、地产链拖累仍然较大, 后续涨价的持续性有待进一步跟踪。与此同时, 伴随基数的逐月下降、PPI 见底企稳的可能性不小, 价格对工业企业利润修复的支撑或逐步增强。

图表7: 6月, 原材料购进价格指数明显回升



图表8: 6月, 南华金属和工业品指数大幅回升

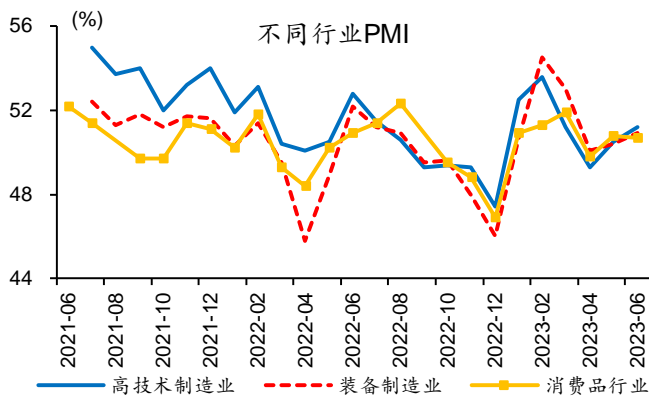


来源: Wind、国金证券研究所

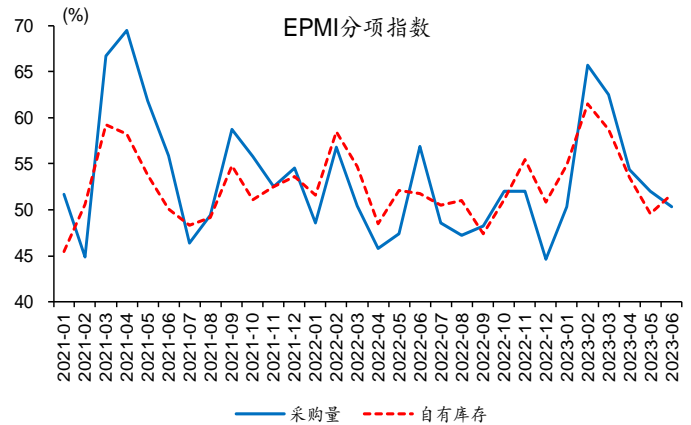
来源: Wind、国金证券研究所

汽车产业链表现亮眼, 消费链修复有所放缓。6月, 高技术制造业和装备制造业 PMI 分别回升 0.7 个 0.5 个百分点至 51.2%、50.9%。其中, 多数行业原材料库存回升、采购意愿有所下行, 与 EMPI 的表现类似; 汽车产业链表现亮眼、产需明显扩张, 部分缘于端午前后各地汽车促消费活动的大面积开展。与此同时, 消费品行业 PMI 小幅回落 0.1 个百分点至 50.7%, 后续修复动能有待进一步跟踪。

图表9: 6月, 分行业制造业PMI表现



图表10: 6月, EMPI自有库存回升

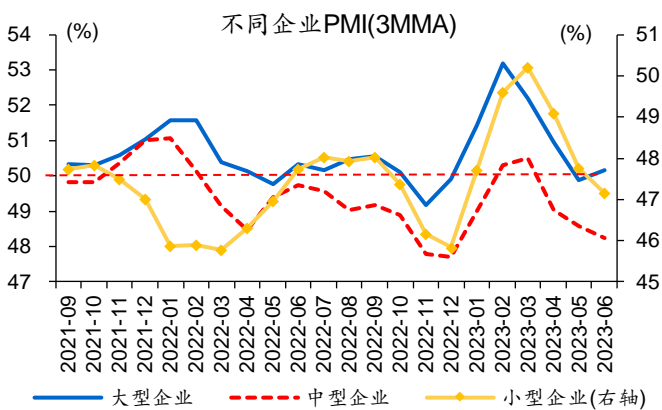


来源: Wind、国金证券研究所

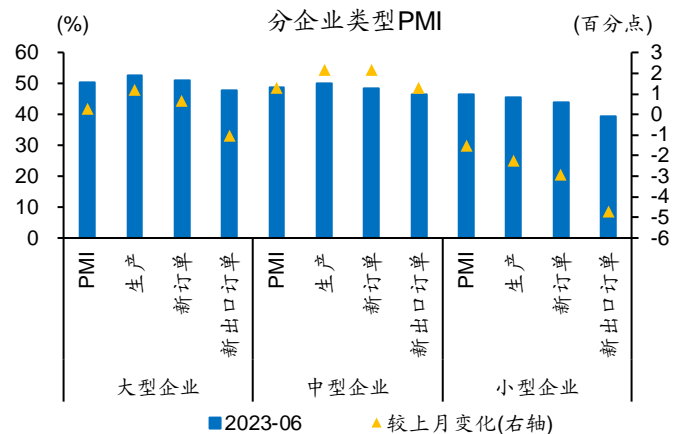
来源: Wind、国金证券研究所

大中型企业产需双双回升, 外需对小型企业拖累明显。6月, 大型和中型企业PMI分别回升0.3和1.3个百分点至50.3%、48.9%, 小型企业PMI回落1.5个百分点至46.4%。其中, 大型企业产需均重返扩张区间; 中型企业产需改善幅度较大, 生产和新订单指数均回升2.2个百分点至50.2%和48.5%; 小型企业新出口订单回落4.7个百分点至39.4%、带动生产和新订单指数回落2.2个2.9个百分点至45.7%、44%。

图表11: 6月, 中小企业经营恶化



图表12: 6月, 中大型企业产需双双回升



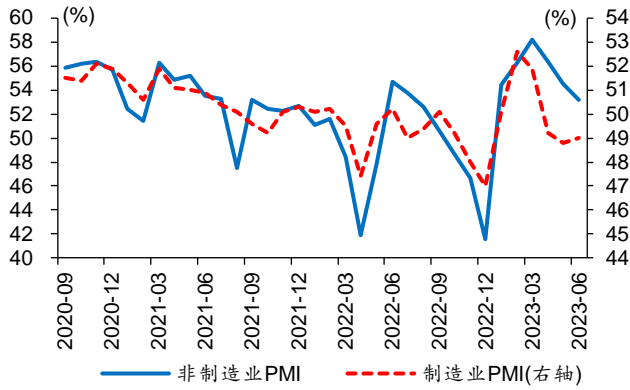
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

2、地产链拖累加大, 服务业修复动能放缓

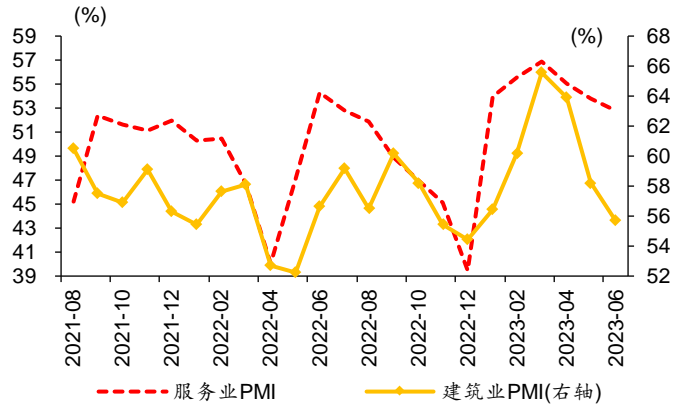
非制造业PMI延续回落, 建筑业是主拖累。6月, 非制造业PMI回落1.3个百分点至53.2%、连续三月景气回落。其中, 建筑业PMI回落2.5个百分点至55.7%, 主要缘于地产链的回落、销售低迷持续压制新开工和竣工; 稳增长的支撑在边际转好, 6月沥青开工率明显提升。服务业PMI小幅回落1个百分点至52.8%, 交运仓储、软件服务等行业景气度仍较高。

图表13: 6月, 非制造业PMI延续回落



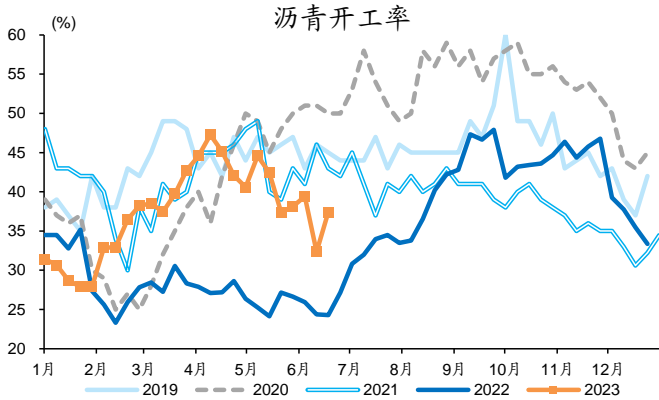
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 6月, 建筑业PMI拖累较大



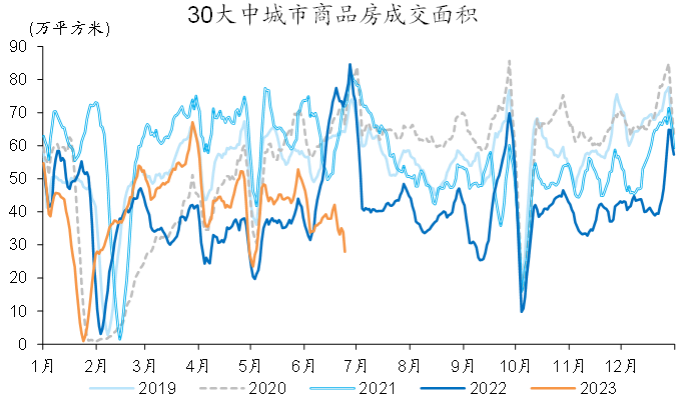
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 6月, 沥青开工率明显回升



来源: Wind、国金证券研究所

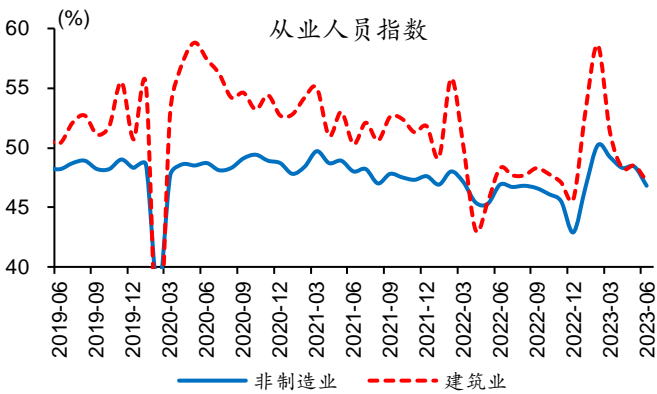
图表16: 6月, 地产销售不振



来源: Wind、国金证券研究所

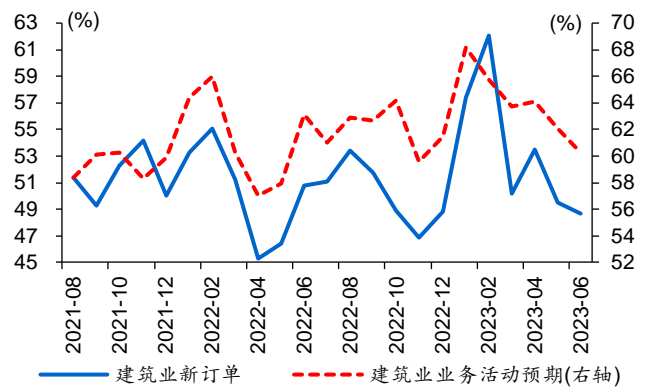
稳增长落地加快、地产链的拖累或加大。受建筑活动走弱影响、用工景气度有所下降, 6月建筑业从业人员指数回落1.6个百分点至46.7%。与此同时, 建筑业新订单指数和业务活动预期指数延续回落、分别下降0.8和1.8个百分点至48.7%、60.3%。往后看, 地产链活动或持续低迷、可以关注稳增长落地的托底效果。

图表17: 6月, 建筑业用工景气度回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 6月, 建筑业新订单和预期延续走弱

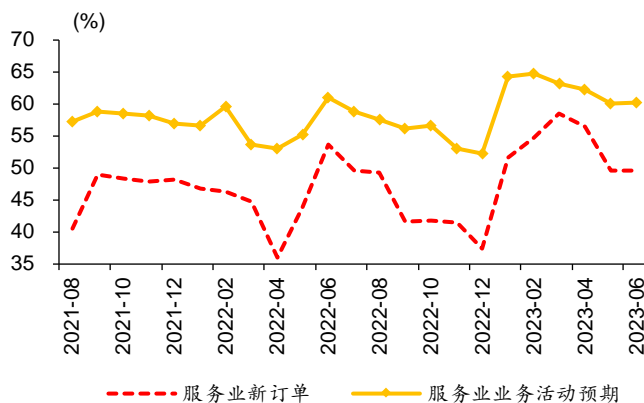
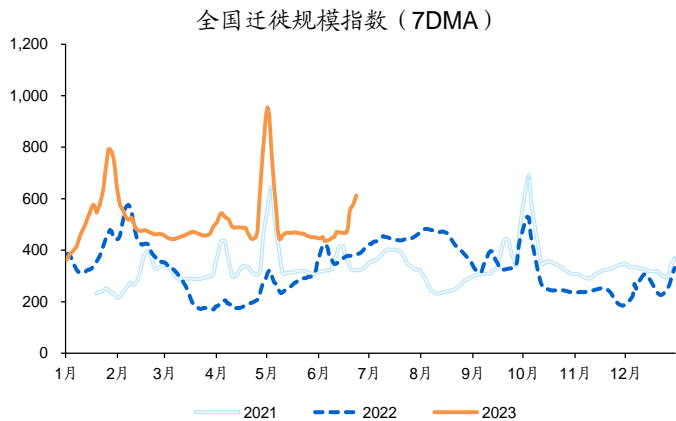


来源: Wind、国金证券研究所

服务业景气小幅回落，修复动能或放缓。在端午假期的提振下、跨区出行活动提升明显，对服务业需求形成了一定支撑。6月，服务业新订单指数小幅回升0.1个百分点至49.6%、但仍处于收缩区间；业务活动预期指数回升0.2个百分点至60.3%。但是往后看，近期线下消费呈线“量增价减”、客单价回落的趋势，生活性服务业的支撑或逐步减弱。

图表19：端午假期跨区出行活动提升明显

图表20：6月，服务业新订单和预期企稳



来源：百度地图、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

重申观点：当前经济需求不足的问题有所改善，但在外需拖累加大、地产修复动能不足的情况下，内生动能仍亟待巩固增强，经济复苏的结构性分化仍将延续。伴随政策落地效果显现，经济有望平稳修复，但仍需紧密跟踪出口和地产方面的超预期风险。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402