

## 6月PMI数据解读

### 经济低位均衡

#### 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号  
S1060522100001  
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号  
S1060522080003  
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn

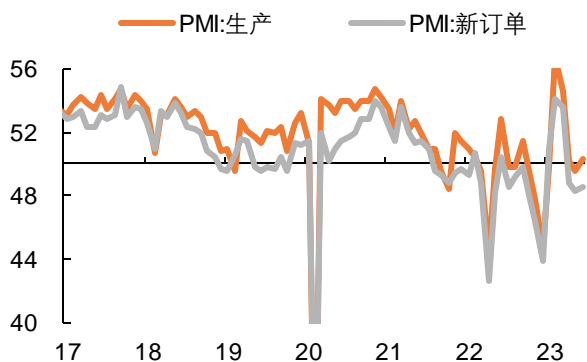


#### 平安观点：

- 国家统计局发布 2023 年 6 月中国采购经理指数运行情况。
- 1、中国经济仍呈“制造业收缩 vs 服务业扩张”的组合，但其缺口有弥合的迹象。一方面，制造业生产低位企稳，6 月中国制造业 PMI 为 49，仍处收缩区间，但较上月微升 0.2 个百分点，生产和新订单指数同步恢复。另一方面，非制造业扩张动能放缓。5 月非制造业商务活动指数为 53.2%，较上月回落 1.3 个百分点；新订单指数持平于 49.5，延续收缩状态。中国经济结构上呈现三个特征：制造业以中游装备制造业景气最佳，原材料行业是主要拖累；服务业以数字经济、交通运输及金融表现较好，房地产服务继续收缩；建筑业以基建土木工程需求为主要带动，房屋建筑拖累加大。
- 2、制造业需求支撑不强，生产恢复偏弱，价格和投资依然低迷。1) 内需支撑不强，外需拖累持续。6 月新订单指数自低位略有回升，在手订单指数降至历史中位数以下，新出口订单指数的定基同比进一步下降。2) 制造业企业加速“去库存”。6 月 PMI 制造业生产经营活动预期指数连续第四个月回落，企业家信心有待进一步提振。6 月 PMI 产成品库存指数加速下行，生产仅小幅回升，表明企业“主动”加速去库存。3) 价格继续探底。主要原材料购进价格指数自低位略有上行，据此预测 6 月 PPI 环比跌幅可能收窄至-0.6%，但其同比增速或从上月的-4.6%进一步下降至-5.1%，工业品出厂价格或将“触底”。4) 不同规模企业景气分化加剧。制造业大中型企业的 PMI 上行，但小型企业 PMI 在收缩区间进一步走低，其生产、新订单、新出口订单、在手订单、采购量、生产经营活动预期同步走弱。
- 3、建筑业和服务业生产扩张速度放缓，就业吸纳有所减弱。1) 6 月建筑业产需进一步放缓，企业预期也有下行。2) 服务业商务活动指数走弱，但新订单及预期指数较上月略有回升，需求和信心有边际好转迹象。3) “稳就业”压力显现。三大行业从业人员指数均降至收缩区间，尤其是服务业和建筑业从业人员指数环比下行超 1 个百分点，或对农民工就业形势产生不利影响。
- 综上，6 月中国经济增长动能不强：建筑业受地产拖累较大，服务业复苏斜率放缓，制造业产需回温程度有限。同时，制造业、服务业和建筑业从业人员指数同步下行，稳就业总体性压力依然存在，结构上青年人群是“后进先出”的脆弱群体，临近毕业季更不容乐观。6 月以来，国内稳增长政策有所加码，央行降息、新能源车购置税减免政策出台、基建项目开工也有加速迹象，助力经济增长的动能“止跌”。然而，当前已出台的政策仍以托底为主，较难将经济推升至潜在增速水平附近，尚未促成市场主体信心的明显恢复。往后看，宏观政策还有必要进一步加码。财政政策最可能的增量在于加快地方专项债的发行和使用进度、推出新一批政策性开发性金融工具，以及配合产业政策的财政贴息工具；货币政策还将继续推动降成本，二次降准可以期待，年内存在再次降息的可能性。

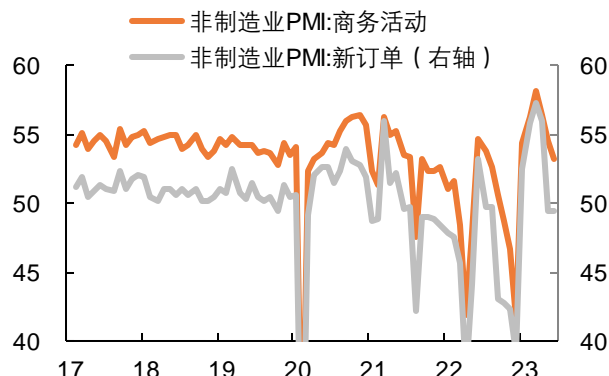
国家统计局发布数据显示，6月中国综合 PMI 产出指数保持在景气区间，但较上月下降 0.6 个百分点，表明中国经济的恢复性增长呈斜率放缓迹象。从复苏结构看，中国经济仍呈现“制造业收缩 vs 服务业扩张”的组合，但制造业生产低位企稳，非制造业扩张动能放缓，二者缺口有弥合的迹象。

图表1 6月中国制造业生产指数微升至扩张区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 6月中国非制造业商务活动指数下行



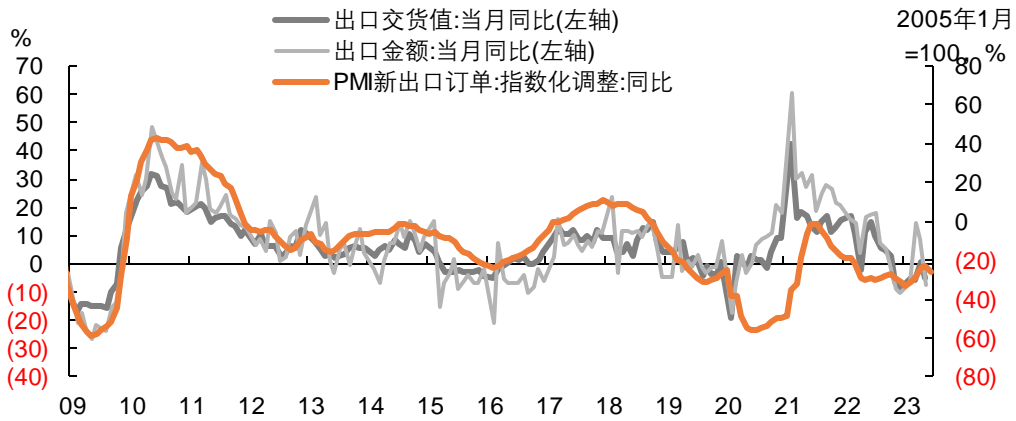
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 一、弱需求制约制造业生产恢复

制造业外需进一步回落，内需复苏的支撑并不强劲，企业信心依然不足，因而生产恢复力度较弱，“去库存”还在继续。这体现在以下分项指标上：

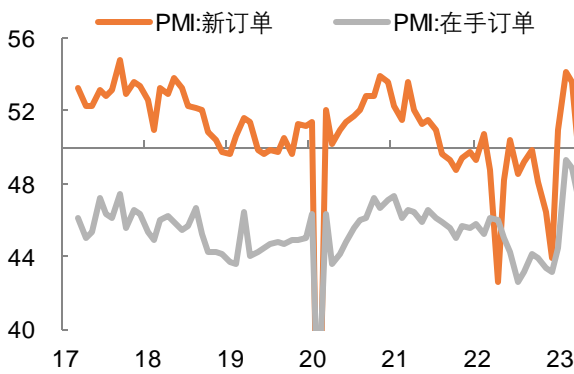
- **新订单指数所体现的需求支撑并不强劲。**6月制造业新订单指数虽有小幅回升，但仅处2012年以来6.4%分位水平，且在手订单指数降至历史中位数以下。同时，新出口订单指数进一步下降，经定基调整后，其同比水平较上月进一步走低。结合6月美国、欧元区制造业 PMI 在收缩区间进一步下行的数据，6月外需对制造业的拖累可能持续。
- **制造业企业加速“去库存”。**6月 PMI 产成品库存指数较快下行，单月降幅为2012年8月以来的次高（仅低于2020年10月）；原材料库存指数亦有所下行，6月降至2012年以来19%分位水平。将生产和库存指标结合来看，6月制造业生产回升幅度仅0.2个百分点，而产成品库存下行2.8个百分点，二者的分化态势在一定程度上体现出制造业企业希望降至“低安全库存”，对未来需求的看法仍偏谨慎。6月 PMI 制造业生产经营活动预期指数连续第四个月回落，降至2013年以来18%分位水平，亦指向企业家信心有待进一步提振。
- **主要原材料购进价格指数自低位略有上行。**从其与 PPI 环比之间的相关性推断，我们预测6月 PPI 环比跌幅可能收窄至-0.6%，对应 PPI 同比从上月-4.6%进一步下降至-5.1%，工业品出厂价格同比增速或将“触底”。
- **制造业小型企业生产经营继续承压，与大中型企业的景气度分化加大。**6月大中型企业的 PMI 均有回升，但小型企业 PMI 在收缩区间进一步走低，小型企业的生产、新订单、新出口订单、在手订单、采购量、生产经营活动预期等分项同步走弱。

图表3 6月新出口订单指数同比指向外需下行压力加大



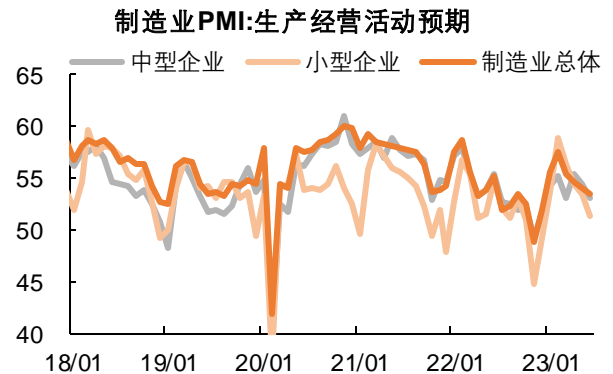
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表4 6月制造业在手订单指数继续下行



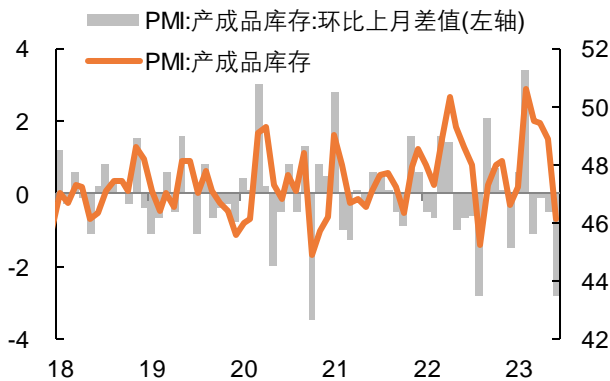
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 6月制造业生产经营活动预期转弱



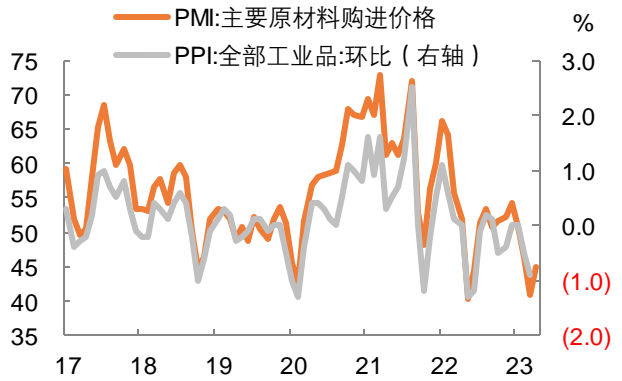
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 6月制造业产成品库存加速下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 6月制造业原材料价格指数有所回升



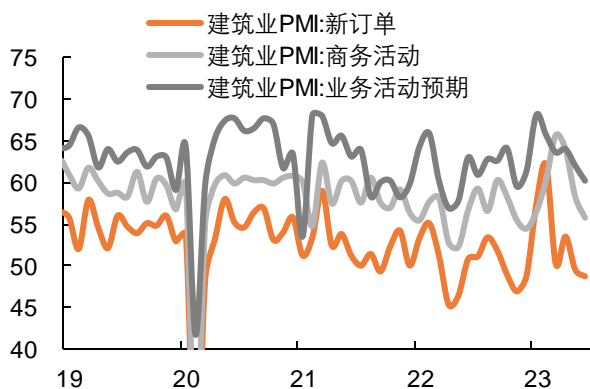
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、非制造业复苏放缓拖累就业

6月非制造业生产扩张速度放缓，就业吸纳能力有所减弱。

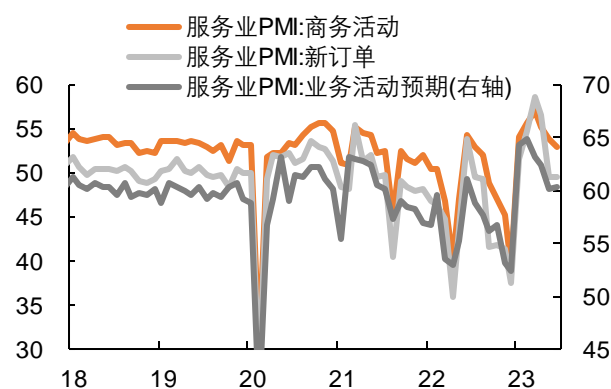
- **建筑业产需进一步放缓，企业预期也有下行。**6月建筑业商务活动指数、新订单指数、业务活动预期指数同步回落，分别处2012年以来的8%、6.5%和12.6%分位。
- **服务业商务活动指数走弱，但新订单和预期指数企稳。**6月服务业商务活动指数进一步下行，至2012年以来的40%分位。不过，服务业的新订单和业务活动预期指数均较上月略有回升，服务业需求和企业家信心出现边际企稳迹象。
- **“稳就业”压力有所加大。**6月服务业、建筑业和制造业的从业人员指数均降至收缩区间。尤其是，服务业和建筑业从业人员指数分别较上月下滑1.6和1.3个百分点，二者皆是吸纳农民工就业的“大户”。据国家统计局数据解读，6月批发、居民服务等行业商务活动指数低于临界点，疫情后领先复苏的接触性服务业复苏势头有所放缓，可能对前期表现较好的农民工就业形势产生不利影响。

图表8 6月建筑业商务活动和新订单指数均放缓



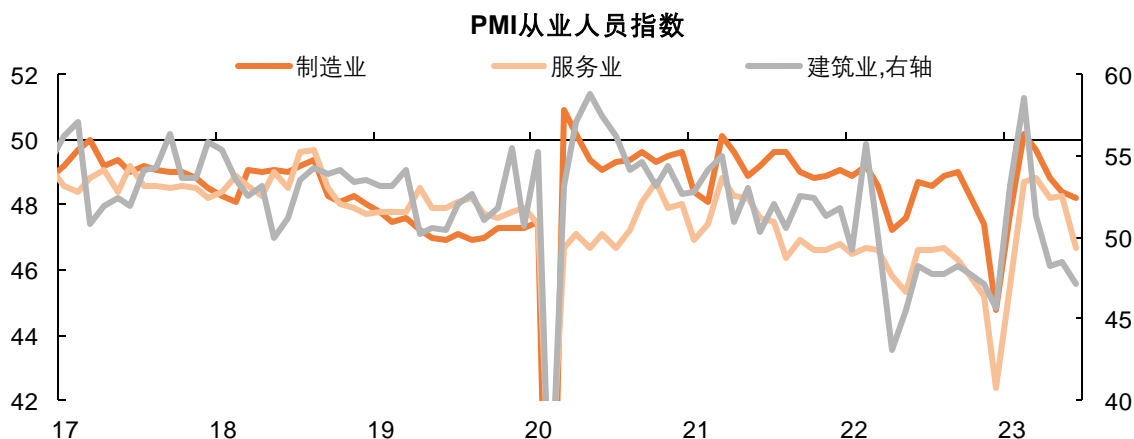
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 6月服务业新订单和预期指数企稳



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 6月三大行业从业人员指数同步下行



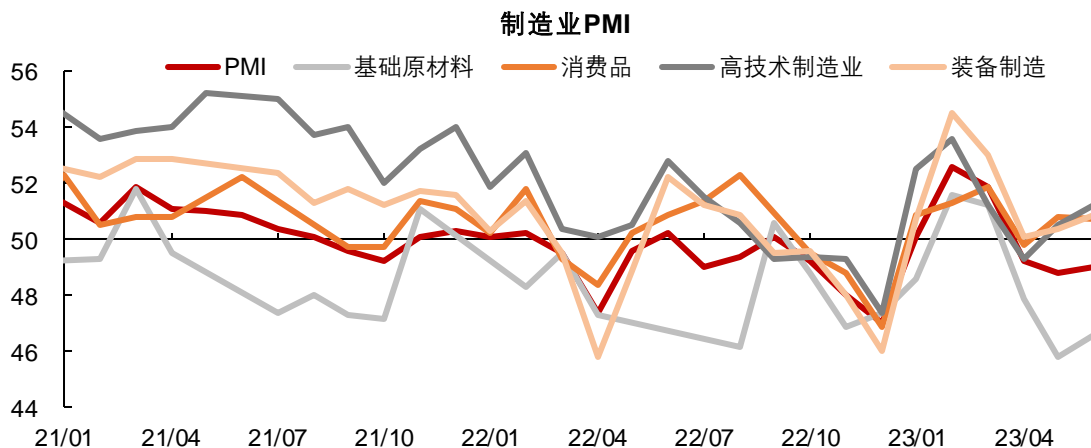
资料来源: wind, 平安证券研究所

### 三、当前中国经济运行结构特征

根据国家统计局解读，6月中国经济运行的结构性特征如下：

- 从复苏结构看，中国经济仍呈“制造业收缩 vs 服务业扩张”的组合，但其缺口有弥合的迹象。一方面，制造业生产低位企稳，6月中国制造业PMI为49，仍处收缩区间，但较上月微升0.2个百分点，生产和新订单指数同步恢复。另一方面，非制造业扩张动能放缓。5月非制造业商务活动指数为53.2%，较上月回落1.3个百分点；新订单指数持平于49.5，延续收缩状态。
- 制造业以中游装备制造业景气最佳，原材料行业是主要拖累。一则，装备制造业和高技术制造业6月PMI分别为50.9%和51.2%，均处扩张区间，且连续两个月回升。尤其是，汽车、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材、计算机通信电子设备等4个行业生产及新订单指数均位于扩张区间，产需释放较快。不过，前五个月计算机通信和其他电子设备制造业的利润较去年同期下降五成，在其生产边际企稳后，向盈利和投资的传导仍需时日。二则，消费品行业6月PMI为50.7%，扩张速度略有放缓，居民商品需求恢复力度不强。三则，高耗能行业仍是主要拖累，6月PMI为46.6%，处荣枯线以下的偏低位置；但其PMI相比于上月有所提升，对制造业总体的拖累边际减弱。
- 服务业以数字经济、交通运输及金融表现较好，房地产服务继续收缩。分行业看，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；房地产行业，以批发、居民服务为代表的部分接触性服务业商务活动指数低于临界点。从市场预期看，铁路运输、航空运输、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务等行业业务活动预期指数均高于67.0%，行业发展预期继续向好。
- 建筑业以基建土木工程需求为主要带动，房屋建筑拖累加大。建筑业包含房屋建筑和土木工程建筑业两个主要行业，其中土木工程建筑业的需求主要源于基建投资。据国家统计局解读，6月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。尽管建筑业总体扩张步伐放缓，但土木工程建筑业产需均有恢复，侧面体现出房地产建筑需求依然低迷，但基建投资进一步托底，对建筑业需求形成一定支撑。

图表11 6月制造业重点行业PMI表现



资料来源: wind, 平安证券研究所

总体看，当前中国经济增长的动能不强：建筑业受地产拖累较多，服务业商务活动指数复苏斜率放缓，制造业产需回温程度有限。在经济复苏基础不够牢固的背景下，制造业、服务业和建筑业三大行业的从业人员指数同步下行，稳就业总体性压力依然存在，结构上青年人群是“后进先出”的脆弱群体，临近毕业季更不容乐观。就业市场的景气度与居民的收入和消费息息相关，在中国经济持续“行稳致远”的情况下，居民消费的潜力才有望滞后释放，打通内需的良性循环。

6月以来，国内稳增长政策有所加码，央行降息、新能源车购置税减免政策出台、基建项目开工也有加速迹象，助力经济增长的动能在低位“止跌”。然而，当前已出台的政策仍以托底为主，虽有助于经济增长达成低位均衡，却可能较难将经济推升至潜在增速水平附近，尚未能促成市场主体信心的明显恢复。往后看，宏观政策还有必要进一步加码。财政政策最可能的增量在于加快地方专项债的发行和使用进度、推出新一批政策性开发性金融工具、以及配合产业政策的财政贴息工具；货币政策还需继续推动降成本，二次降准可以期待，年内存在再次降息的可能性。

**风险提示：**稳增长政策力度及效果不及预期，海外发达经济体衰退程度超预期，国际地缘政治冲突升级等。



## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层