

6月PMI数据解读

服务业有望领跑内生复苏

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师: 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码: S0980513100001
联系人: 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项:

6月30日,6月中国采购经理人指数(PMI)公布,其中制造业PMI为49(环比上升0.2pct),非制造业为53.2(环比下降1.3pct)。

评论:

图1: 中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送时间	从业人员	生产/业务活动预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口订单	原材料	产成品	材料/投入	出厂/销售				
制造业	2023-06	49.00	50.30	48.90	46.40	50.30	48.60	46.40	47.40	46.10	45.00	43.90	50.40	48.20	53.4
	2023-05	48.80	50.00	47.60	47.90	49.60	48.30	47.20	47.60	48.90	40.80	41.60	50.50	48.40	54.1
	2023-04	49.20	49.30	49.20	49.00	50.20	48.80	47.60	47.90	49.40	46.40	44.90	50.30	48.80	54.7
	2023-03	51.90	53.60	50.30	50.40	54.60	53.60	50.40	48.30	49.50	50.90	48.60	50.80	49.70	55.5
	2023-02	52.60	53.70	52.00	51.20	56.70	54.10	52.40	49.80	50.60	54.40	51.20	52.00	50.20	57.5
	2023-01	50.10	52.30	48.60	47.20	49.80	50.90	46.10	49.60	47.20	52.20	48.70	47.60	47.70	55.6
	较前值	0.20	0.30	1.30	-1.50	0.70	0.30	-0.80	-0.20	-2.80	4.20	2.30	-0.10	-0.20	-0.70
非制造业	2023-06	53.20	55.10	50.00	55.90	-	49.50	49.00	-	47.10	49.00	47.80	51.90	46.80	60.3
	2023-05	54.50	57.20	54.60	52.80	-	49.50	49.70	-	47.10	47.40	47.60	51.90	48.40	60.4
	2023-04	56.40	62.00	53.40	54.60	-	56.00	52.10	-	47.20	51.10	50.30	52.40	48.30	62.5
	2023-03	58.20	61.70	54.50	59.70	-	57.30	48.10	-	47.00	50.30	47.80	52.40	49.20	63.3
	2023-02	56.30	51.20	57.70	62.60	-	55.80	51.90	-	48.20	51.10	50.80	55.20	50.20	64.9
	2023-01	54.40	57.40	50.70	56.80	-	52.50	45.90	-	47.70	51.50	48.30	49.70	46.70	64.9
	较前值	-1.30	-2.10	-4.60	3.10	-	0.00	-0.70	-	0.00	1.60	0.20	0.00	-1.60	-0.10

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

结论: 6月PMI数据呈现出三点特征:

一是需求不足仍是当前的主要掣肘。制造业与非制造业新订单有所企稳,但仍位于收缩区间。

二是制造业生产触底回升。首先,制造业生产指标由收缩进入扩张区间。其次,产成品库存大幅下降,处于近年较低水平,叠加出厂价格回暖,均指向库存去化可能接近尾声。再次,原材料价格与企业原材料库存同步企稳,释放企业备产信号。

三是服务业内生动能凸显。6月制造业与非制造业企业景气度呈现鲜明的结构性特征。制造业中,大型企业明显跑赢小型企业;但非制造业中,以民营企业为代表的小型企业逆势胜出。小微企业集中的服务业有望领跑内生性复苏。

◆ 制造业

6月制造业PMI在5月低基数下小幅反弹0.2pct至49,结束了连续3个月的下行。尽管如此,当月仍创下2005年有记录以来的同期最低值。从贡献因素看,生产、新订单和配送时间指标成为拉动力量,分别

贡献 0.175pct、0.09pct 和 0.015pct，原料库存和雇员构成拖累。

从产需的力量变化观察，需求不足仍是当前制造业的主要掣肘。本月生产和需求两端景气度同时改善，但生产的恢复幅度大于新订单（0.7pct vs 0.3pct），导致产需缺口扩大。生产指数重新进入扩张区间（50.3），但三大需求指标依旧疲弱：新订单、新出口订单和在手订单分别为 48.6、46.4 和 45.2。

库存与价格指标指向企业的产销行为出现微妙变化：企业通过去库存满足需求的模式或接近尾声，产能利用率有望触底回暖。库存方面，制造业处于今年 2 月以来的去库周期，但出现新的结构特征。一方面原材料去化放缓，仅小幅下降 0.2pct（此前 3 个月为 1.5pct、0.4pct 和 0.3pct），另一方面产成品库存降幅增加，大幅下降 2.8pct 至 46.1，已处于过去三年较低水平（22 分位）。与库存下降相对应的是价格修复。6 月原材料与出厂价格指数均环比上行，虽然仍位于收缩区间，但指向价格跌幅可能明显收窄，PPI 拐点已近。具体来看，原材料价格上升 4.2pct 至 45，而出厂价格上升 2.3pct 至 43.9。供应链方面，配送时间边际上升，指向物流活动有所回暖。

与此同时，市场预期未见全面改善。就业方面，从业人员指数连续 4 个月回落，但回落幅度有所收敛，目前位于 48.2，仍高于（63 分位）过去三年的中位数水平。预期方面，制造业预期指数同样连续下滑，但目前仍处于乐观区间（53.4）。不同规模企业景气度方面，大小企业感受差异明显，大型企业持续修复（+0.3pct），小型企业大幅滑落（-1.5pct），“大小企业差”扩大 1.8pct 至 3.9。

◆ 非制造业

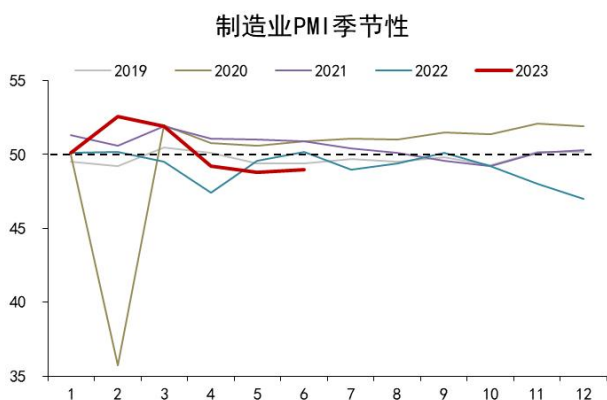
6 月份非制造业 PMI 反季节性下降 1.3pct 至 53.2%。从结构上看，服务业与建筑业均持续回落，但仍位于扩张区间。

服务业 PMI 环比下降 1.0pct 至 52.8%，而近 5 年同期平均上升 1.0pct。**需要注意的是，生产性服务业表现（+3.9pct）明显好于消费性服务业（-3.1pct）。**

建筑业 PMI 环比下降 2.5pct 至 55.7%，近 5 年同期平均上升 0.2pct。具体来看，建筑业内部“冰火两重天”，一方面房屋建筑业受地产投资萎缩影响，环比下降 5.0pct 至 50.6，远低于（-9.7pct）近 3 年同期均值；另一方面土木工程建筑业受近期重大基建项目落地提振，环比增加 2.6pct 至 64.3，高出过去 3 年同期均值 5.5pct。

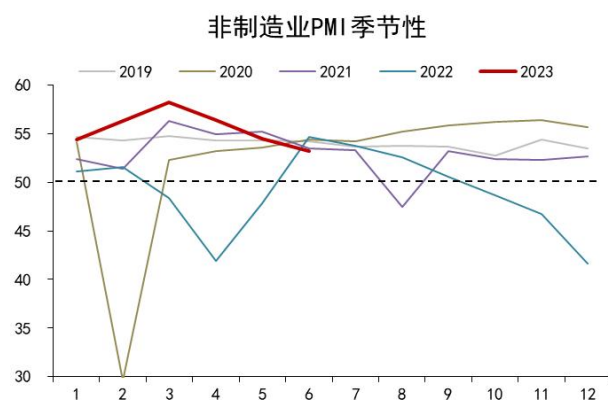
从分项表现看，有两方面值得关注：**一是非制造业新订单企稳，但企业利润下降，导致就业持续恶化。**6 月非制造业新订单保持 49.5 不变，但收费价格-投入价格指数收窄（-1.4pct）导致企业利润下降，进而明显影响企业扩员意愿（-1.6pct）。**二是小型企业感受更好。**6 月小型非制造业企业 PMI 环比大幅增加 3.1pct 至 55.9，指向以民营企业为代表的小型企业内生活力显著改善，小型企业新订单指数同样逆势大幅修复（+5pct），由收缩进入扩张（52.9）。

图2：制造业 PMI 的季节性



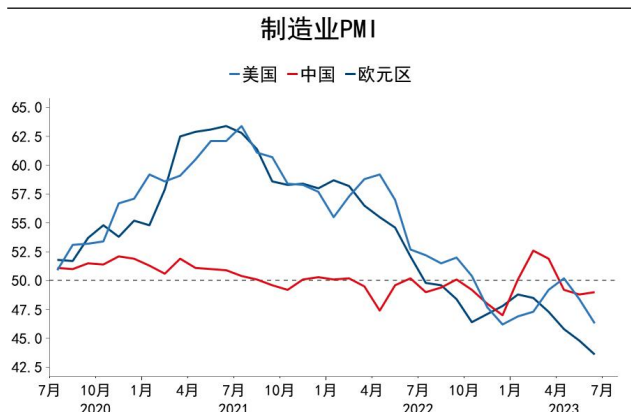
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：非制造业 PMI 的季节性



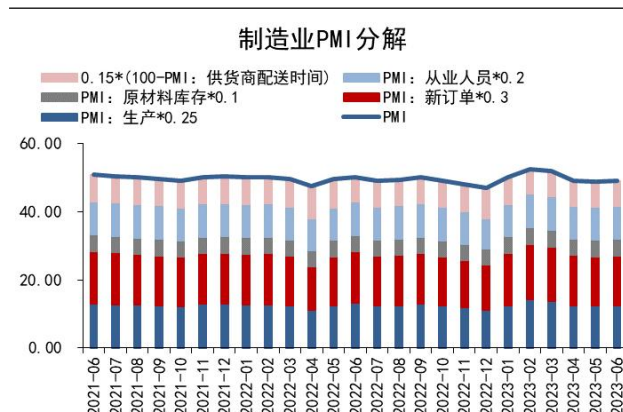
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 外需持续走弱



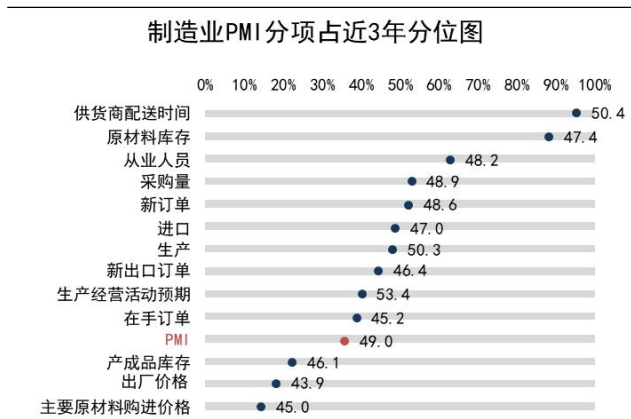
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



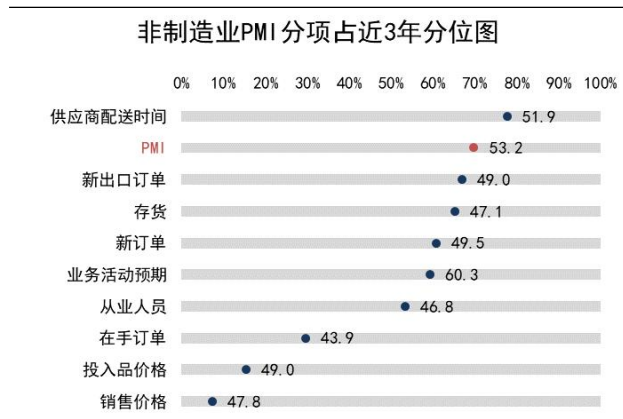
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



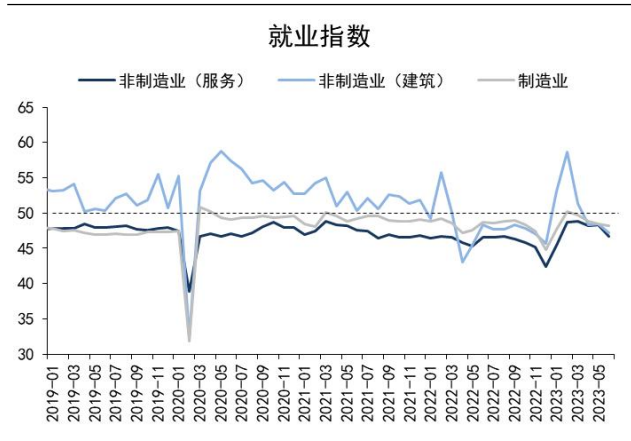
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



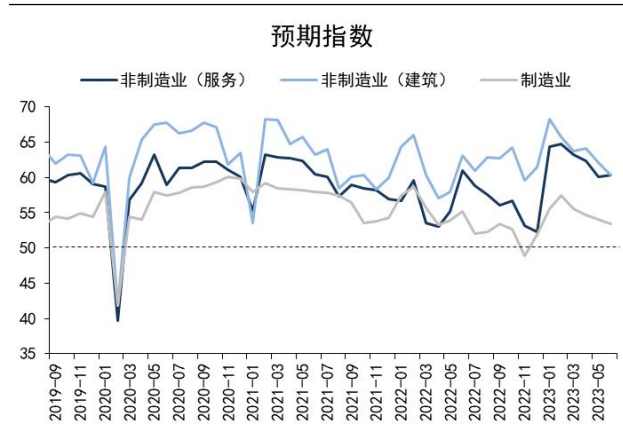
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 大类行业就业指数略高于近年历史中位水平



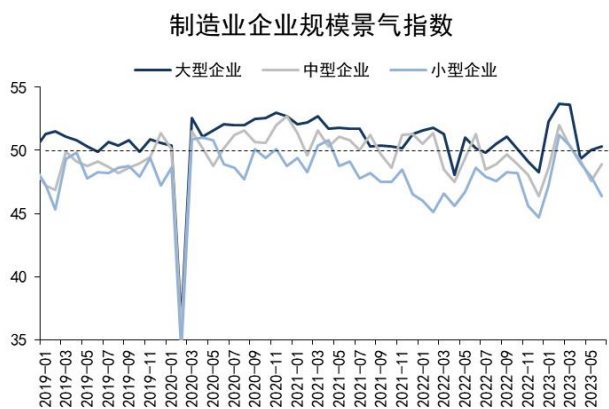
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 大类行业预期指数仍位于扩张区间



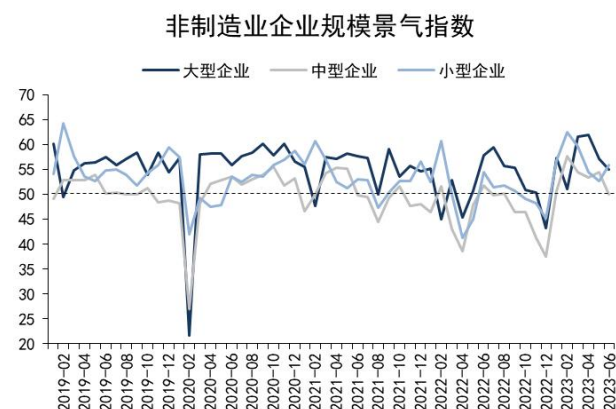
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 制造业大企业景气度好于小企业



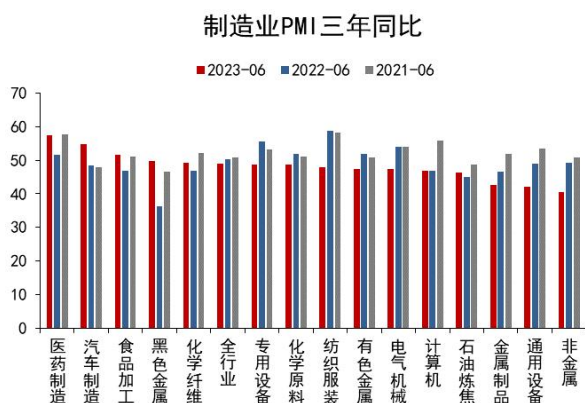
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 非制造业小企业景气度好于大企业



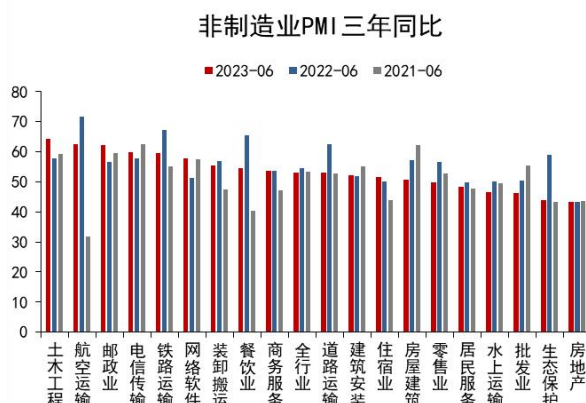
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

政策调整滞后, 经济增速下滑。

相关研究报告:

- 《美国 6 月 FOMC 会议点评》——2023-06-18
- 《央行 OMO 降息解读-货币政策降息先行, 财政宽松可期》——2023-06-13
- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 5 月宏观经济指标预期一览》——2023-06-01
- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 4 月宏观经济指标预期一览》——2023-05-06
- 《劳动节假期海外金融市场事项一览》——2023-05-04

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032