

宏观数据点评

# 结构性复苏格局延续——6月PMI数据点评

2023年07月03日

## 【事项】

- ◆ 国家统计局数据显示，2023年6月份我国制造业PMI为49.0%，较5月提高0.2个百分点；非制造业PMI为53.2%，较5月下降1.3个百分点；综合PMI产出指数为52.3%，较5月下降0.6个百分点。

## 【评论】

- ◆ **结构性复苏格局延续。**一方面，不同行业冷热不均。6月份制造业PMI整体下行，但装备制造业、高技术制造业、消费品行业继续处于扩张区间。另一方面，不同类型企业加速分化。大型企业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；而中小型企业制造业PMI仍处于收缩区间，特别是小型企业景气程度低位进一步下行。
- ◆ **往后看，我们预计制造业PMI有望平稳回升，但能否重返扩张区间还需观察逆周期政策效果。**随着下半年逆周期政策加大发力，国内需求不足问题有望得到一定缓解，预计将带动制造业PMI边际回升。但未来PPI低位运行、工业企业去库存周期延续，加之海外需求下行压力加大，出口下降或将对制造业生产形成一定拖累，我们认为制造业PMI回升斜率偏慢，且可能出现波动。
- ◆ **预计非制造业PMI继续高位放缓趋势。**本月建筑业、服务业商务活动指数进一步回落，特别是从业人员指数低位大幅下行，反映就业压力加大。往后看，国内服务业修复空间仍大，我们预计将继续带动非制造业PMI保持在扩张区间，但“报复性”消费情绪边际减弱、居民就业压力加大阻碍“就业-收入-消费”循环、房地产继续探底等因素或致其扩张放缓。

## 【风险提示】

- ◆ 美联储货币政策进一步收紧，引发全球金融风险
- ◆ 海外需求大幅下滑风险

 **东方财富证券**  
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

## 东方财富证券研究所

证券分析师：曲一平

证书编号：S1160522060001

联系人：陈然

电话：18811464006

## 相关研究

《低基数效应减弱，政策发力必要性提升——5月经济增长数据点评》

2023.06.19

《货币传导待疏通，宽松政策在路上——5月货币数据点评》

2023.06.14

《经济结构性复苏特征增强——5月PMI数据点评》

2023.06.05

《复苏中的投资机会（五）——“窖藏”资金慢释放，权益类资产估值中枢有望上移》

2023.05.26

《由全面复苏转向结构性复苏——4月经济增长数据点评》

2023.05.18

## 1、生产支撑 PMI，大中小企业是主力

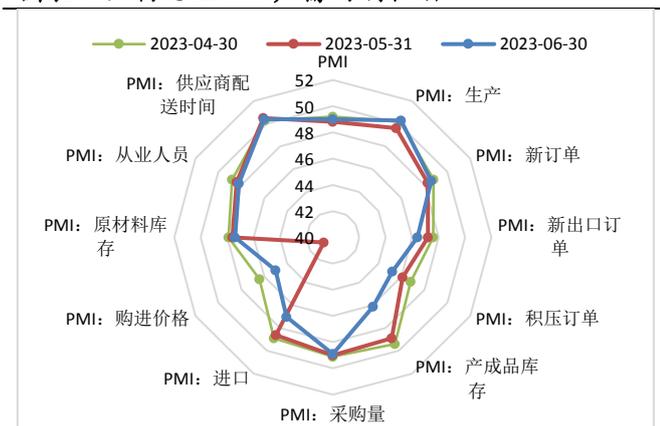
**生产重返扩张区间，产需两端均边际回升。**从构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，6 月份生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数、供应商配送时间指数分别录得 50.3%、48.6%、47.4%、48.2%、50.4%，较 5 月份变化+0.7、+0.3、-0.2、-0.2、-0.1 个百分点。其中，生产指数重返扩张区间，反映制造业企业生产活动有所加快。

**重点行业保持扩张，结构性复苏形势延续。**分行业看，6 月份装备制造业、高技术制造业、消费品行业 PMI 分别为 50.9%、51.2%、50.7%，均处于扩张区间。其中装备制造业和高技术制造业 PMI 连续两个月回升，行业扩张力度持续加大。

**企业利润空间或进一步压缩，仍处于去库存阶段。**从价格指标看，6 月份购进价格、出厂价格录得 45.0%、43.9%，较 5 月份提升 4.2、2.3 个百分点，出厂价格降幅大于购进价格，且二者差距仍在进一步扩大，表明企业利润空间继续承压。企业利润率偏低导致企业去库存意愿较强，6 月份原材料库存、产成品库存 PMI 为 47.4%、46.1%，较前值低 0.2、2.8 个百分点，表明企业处于加速去库存状态。

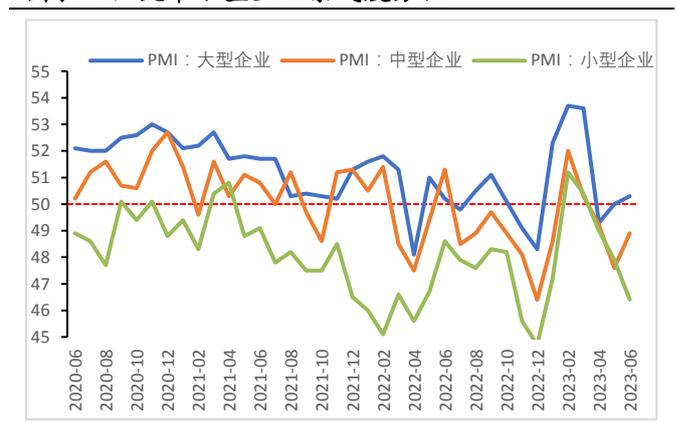
**大、中、小型企业 PMI 高度分化。**6 月份大型企业、中型企业和小型企业制造业 PMI 分别录得 50.3%、48.9%和 46.4%，较 5 月变动+0.3、+1.3 和-1.5 个百分点。大型企业生产指数和新订单指数连续两个月均高于临界点，产需持续增长，对本月制造业 PMI 拉动作用明显；而中小型企业制造业 PMI 仍处于收缩区间，特别是小型企业景气程度低位进一步下行。

图表 1：制造业 PMI 产需两端收缩



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，截至2023年6月

图表 2：大中小型企业景气度分化



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，截至2023年6月

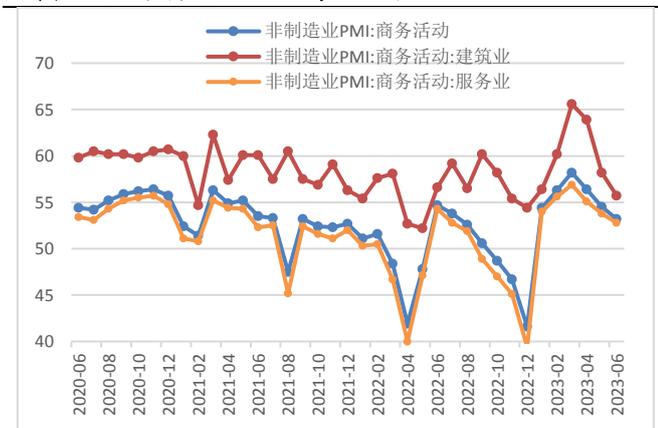
往后看，我们预计制造业 PMI 有望平稳回升，但能否重返扩张区间还需观察逆周期政策效果。随着下半年逆周期政策加大发力，国内需求不足问题有望得到一定缓解，预计将带动制造业 PMI 边际回升。但未来 PPI 低位运行、工业企业去库存周期延续，加之海外需求下行压力加大，出口下降或将对制造业生产形成一定拖累，我们认为制造业 PMI 回升斜率偏慢，且可能出现波动。

## 2、非制造业景气边际回落，但保持高预期

需求边际放缓，就业压力加大。6月份建筑业、服务业商务活动指数进一步回落，主要与房地产业二次探底拖累建筑行业、疫情放开对服务业的支撑边际减弱等因素有关。值得关注的是，从业人员指数较5月下行1.6个百分点至46.8%，表明非制造业企业用工景气度有所下降，用工需求减少。服务业是吸纳就业“主渠道”，2022年服务业就业人员3.46亿人，占我国就业人员的比重为47.1%；建筑业也是吸纳外出务工人员的重要渠道之一。当前服务业、建筑业用工景气度持续走低，反映就业形势仍严峻。

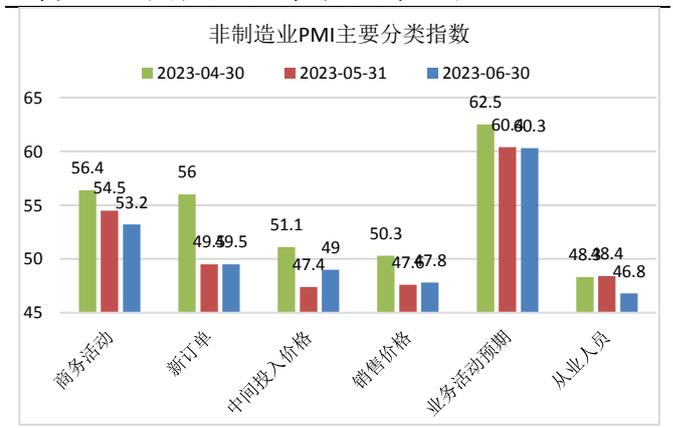
非制造业市场恢复发展信心仍较强。6月非制造业业务活动预期指数为60.3%，其中建筑业业务活动预期指数为60.3%，服务业业务活动预期指数为60.3%，今年以来始终处于60%以上的高景气区间。

图表 3：非制造业 PMI 高位回落



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，截至2023年6月

图表 4：非制造业主要指数趋于回落



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，截至2023年6月

往后看，国内服务业修复空间仍大，我们预计将继续带动非制造业 PMI 保持在扩张区间，但“报复性”消费情绪边际减弱、居民就业压力加大、房地产继续探底等因素或致其扩张放缓。

### 【风险提示】

美联储货币政策进一步收紧，引发全球金融风险  
海外需求大幅下滑风险

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

#### 分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。