

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话：86-10-81152672

相关研究

- 宏观经济周报：端午热度下滑，外部不确定性抬升
- 宏观经济周报：短期或震荡，中期有机会？
- 5月经济数据点评：5月经济数据的一些积极特征

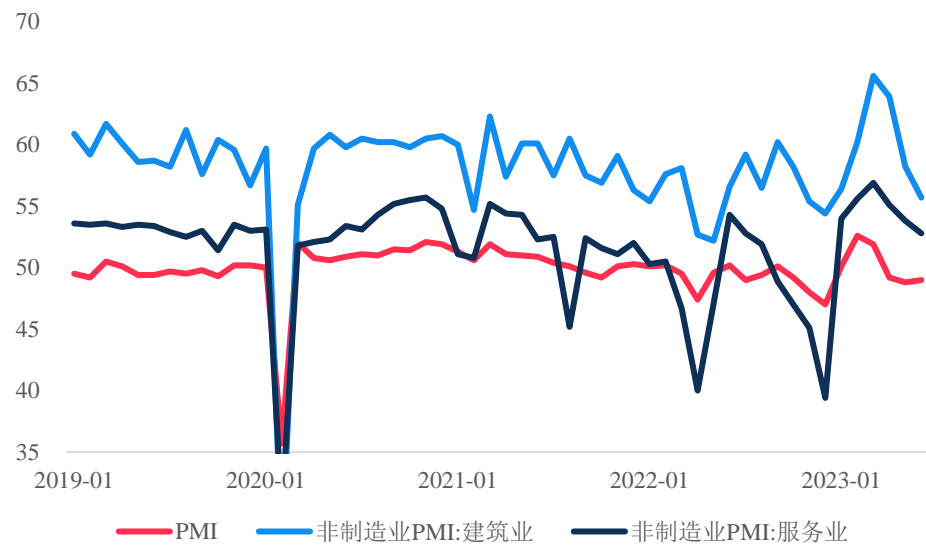
- 6月PMI显示经济下行压力略有缓解，制造业PMI小幅回升，非制造业PMI仍处于景气扩张区间，但生产经营活动预期仍处于下行趋势，经济的复苏可能仍需等待。
- 下行速率放缓，制造业PMI小幅反弹。6月制造业PMI较前值小幅回升，建筑业和服务业PMI仍然处于扩张区间，经济出现企稳的迹象。数据显示，6月制造业PMI、建筑业PMI、服务业PMI分别录得49.0%、55.7%和52.8%，较前值分别上升0.2、下降2.5和下降1.0个百分点。
- 6月PMI的5个特征。一是经济低位企稳，制造业PMI分项6月较5月未大幅下滑；二是价格分项反弹明显，但企业仍在去库；三是内需好于外需，出口订单走弱而国内订单回升；四是企业景气度分化，小企业压力大；五是生产经营活动预期的下行趋势未改，经济复苏可能仍需等待。
- 经济修复仍需时间。央行发布的二季度问卷调查显示，调查对象对经济的感受和预期均有所下滑，包括收入与就业、各行业的贷款需求等。居民的储蓄仍处于高位，更多储蓄占比与一季度持平，更多消费占比边际修复但程度有限，更多投资占比较一季度有所减少。
- 后市展望。短期看，经济整体低位的态势难以大幅变化，基本面的好转可能还需要时间。A股与美股的背离继续扩大，当前两者之差已达到较大数值，考虑到全球经济联系紧密，因此，如果美股不明显下跌，短期A股下跌的空间不大，上行概率更高。市场当前对经济下行及政策博弈的预期较足，建议观望等待。
- 风险提示。疫情发展超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

6月PMI显示经济下行压力略有缓解，制造业PMI小幅回升，非制造业PMI仍处于景气扩张区间，但生产经营活动预期仍处于下行趋势，经济的复苏可能仍需等待。

1 下行速率放缓，制造业PMI小幅反弹

6月制造业PMI较前值小幅回升，建筑业和服务业PMI仍然处于扩张区间，经济出现企稳的迹象。数据显示，6月制造业PMI、建筑业PMI、服务业PMI分别录得49.0%、55.7%和52.8%，较前值分别上升0.2、下降2.5和下降1.0个百分点。

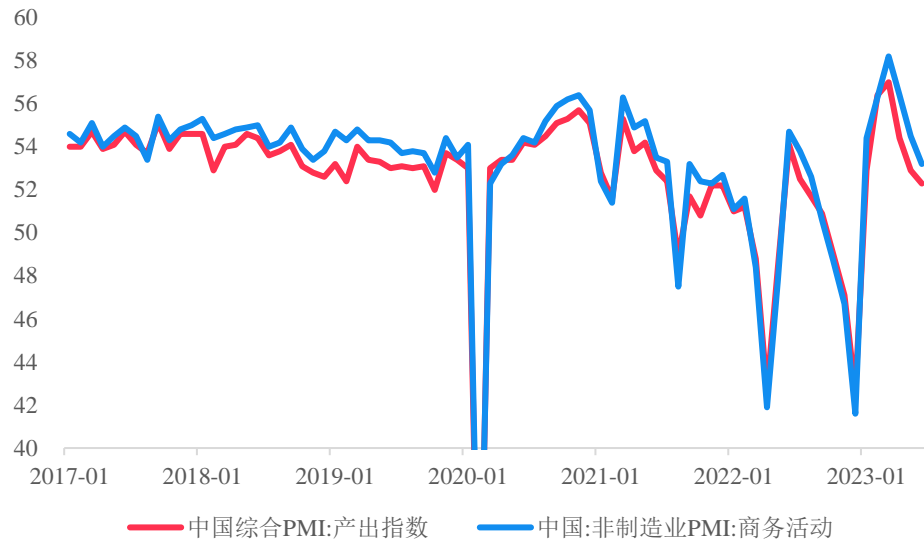
图1：制造业PMI小幅反弹，非制造业下行（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

综合PMI和商务活动PMI均处于景气扩张区间，6月分别录得52.3%和53.2%，较前值分别下降0.6和1.3个百分点，下降速率放缓。

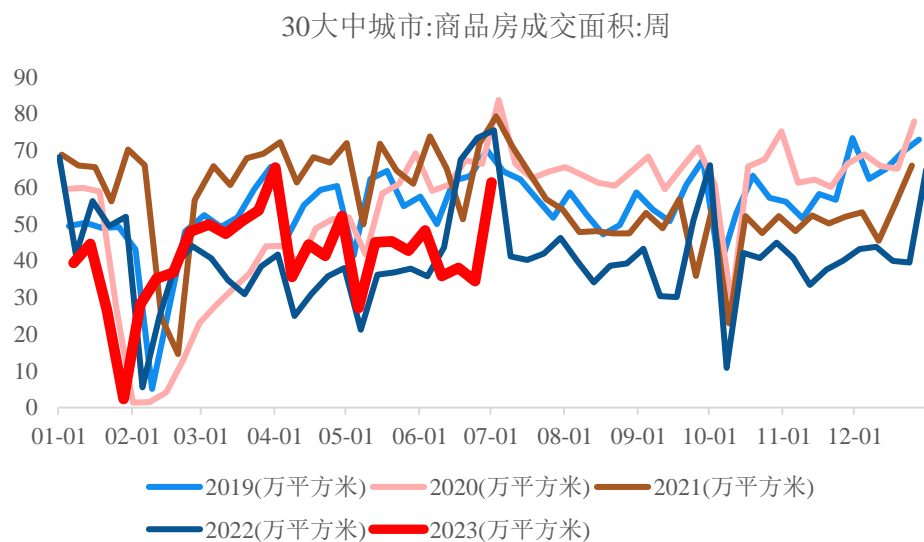
图 2：综合 PMI 处于扩张区间，下降速度放缓（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

在非制造业分项中，建筑业 PMI 和服务业 PMI 较前值均有所下滑，建筑业 PMI 受房地产走弱的拖累，服务业 PMI 由于积累的需求逐渐释放完毕，且居民的消费意愿仍然有待进一步修复，因此读数出现下滑。

图 3：6 月房地产销售弱于季节性



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

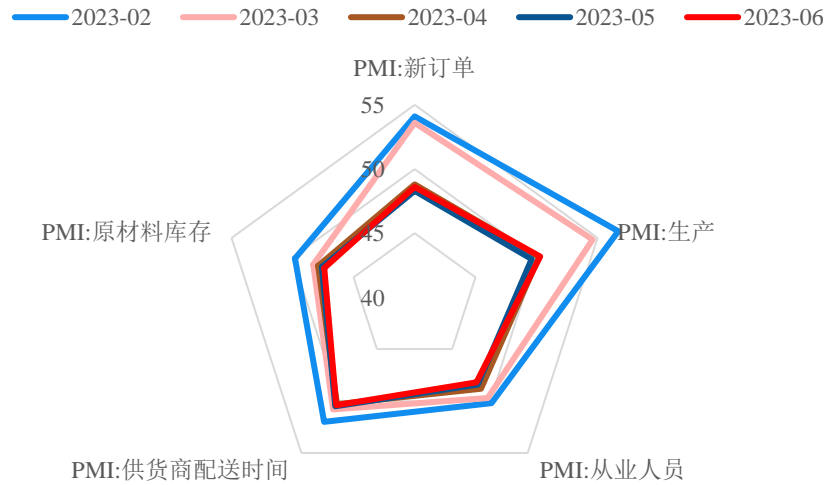
2 6 月 PMI 的 5 个特征

进一步观察 6 月 PMI 的结构，其显示了当前经济的 5 个特征。

一是经济低位企稳，制造业 PMI 分项 6 月较 5 月未大幅下滑，生产分项较前值还上

升了 0.7 个百分点，6 月录得 50.3%。

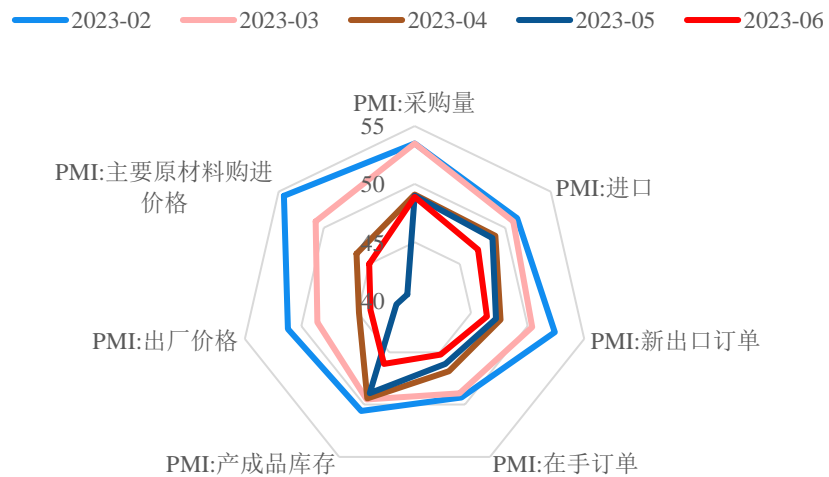
图 4：PMI 企稳 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

二是价格分项反弹明显，但企业仍在去库。6 月主要原材料购进价格和出厂价格分别录得 45.0% 和 43.9%，较前值分别回升 4.2 和 2.3 个百分点。产成品库存录得 46.1%，较前值下降 2.8 个百分点，企业的盈利预期仍未明显改善。

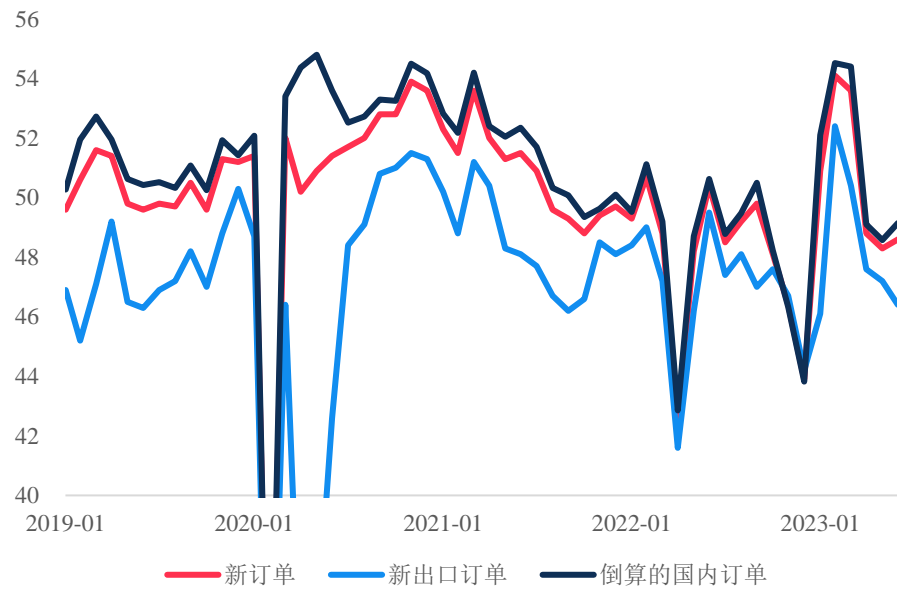
图 5：库存走弱、价格反弹 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

三是内需好于外需。6 月新订单 PMI、新出口订单 PMI 和倒算的国内订单 PMI 分别为 48.6%、46.4%、和 49.2%，较前值分别上升 0.3、下降 0.8 和上升 0.6 个百分点。

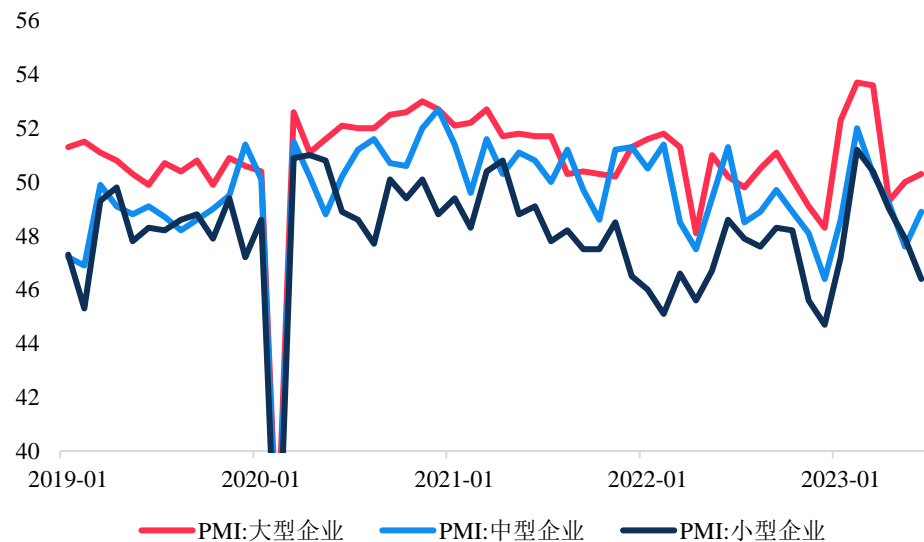
图 6：需求反弹，内需好于外需（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

四是企业景气度分化, 小企业压力大。6月大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 50.3%、48.9%、46.4%，较前值分别上升 0.3、1.3 和下降 1.5 个百分点。

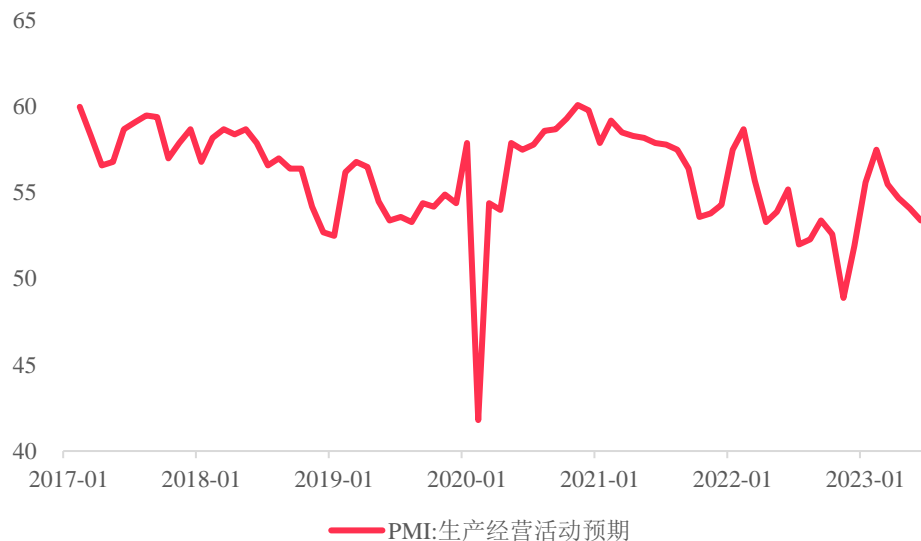
图 7：企业景气度分化（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

五是生产经营活动预期的下行趋势未改，经济复苏可能仍需等待。6月生产经营活动预期 PMI 录得 53.4%，较前值下降 0.7 个百分点，自 2 月的高点之后逐月下滑。

图 8：生产经营活动预期趋势未改（%）



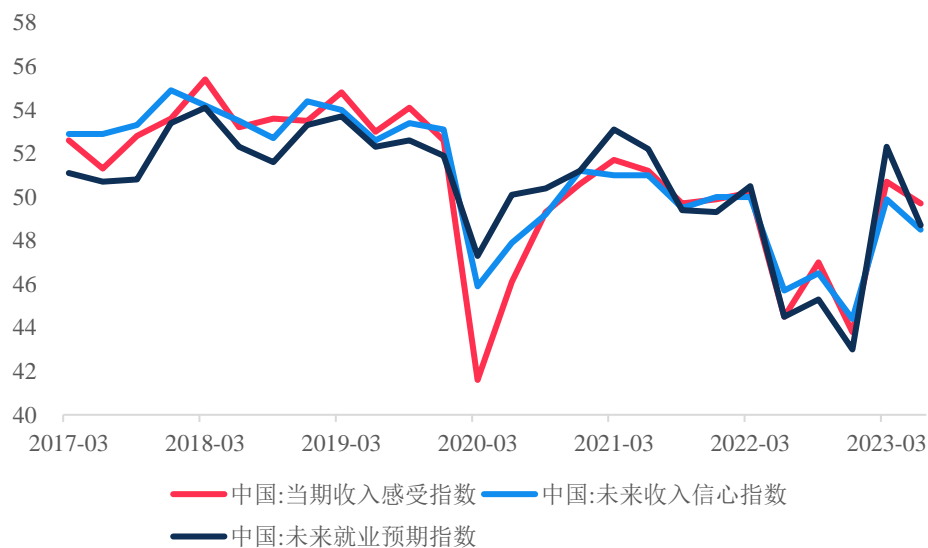
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 经济修复仍需时间

央行发布的二季度问卷调查结果显示，调查对象对经济的感受和预期均有所下滑，包括收入与就业、各行业的贷款需求等。

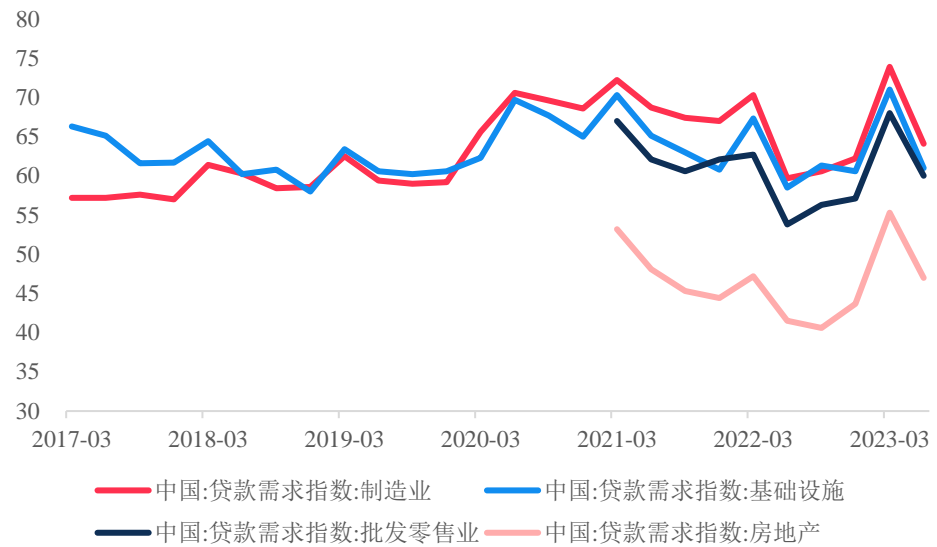
居民的储蓄仍处于高位，更多储蓄占比与一季度持平，更多消费占比边际修复但有限，更多投资占比较一季度有所减少。

图 9：收入与就业问卷调查（%）



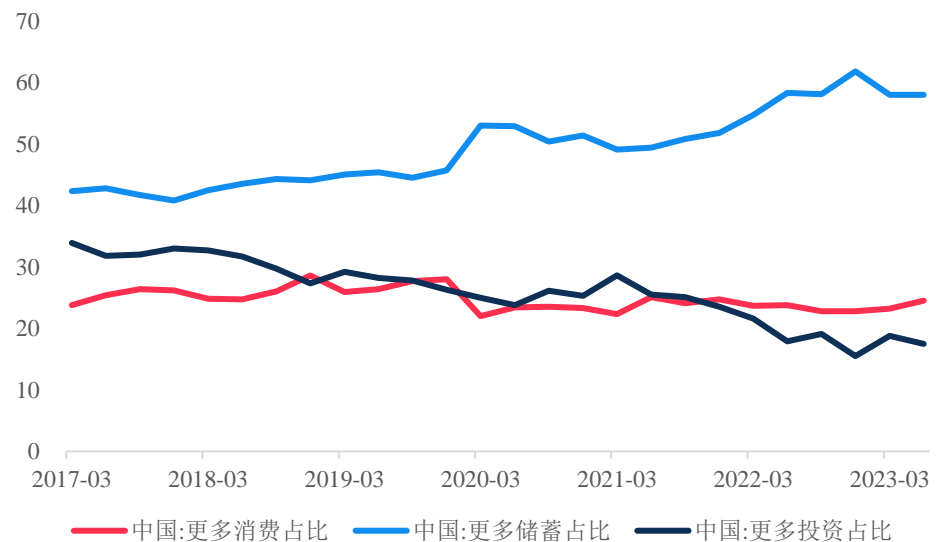
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 10：贷款需求指数 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：消费、储蓄、投资问卷调查 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

4 后市展望

短期看，经济整体低位的态势难以大幅变化，基本面的好转可能还需要时间。A股与美股的背离继续扩大，当前两者之差已达到较大数值，考虑到全球经济联系紧密，因此，如果美股不明显下跌，短期A股下跌的空间不大，上行概率更高。市场当前对经济下行及政策博弈的预期较足，建议观望等待。

5 风险提示

疫情发展超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

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，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现