证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮　　宏观分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮　箱：xieyunliang@cindasc.com

政治局会议讲的不均衡问题正在缓解

2021 年 07 月 01 日

摘要：此前，中央政治局会议提出经济恢复不均衡，基础不稳固的判断，但本月 PMI 数据显示，这种不均衡已经出现缓解的迹象。

- **本月经济修复体现出四个“更加均衡”。**（1）经济的供需格局更加均衡。后疫情时代，中国经济生产超过需求已经持续了较长时间，但本月需求明显扩张，生产指数与新订单指数的差值显著收窄。（2）内外需相对力量更加均衡。本月新出口订单（外需）回落，而新订单指数（内需）回升。（3）上下游价格上涨趋势更加均衡。出厂价格和购进价格的上涨速度都出现放缓，其中购进价格放缓得更多。（4）不同规模企业的发展更加均衡。大型企业景气度基本平稳，小型企业则出现一定改善。

- **经济动能仍有韧性，需求增加，企业积极补库存。**本月经济动能虽然相较 5 月份有所降低（4.8%降低到 4.4%），但仍然有较强韧性。从库存周期来看，我们观察到企业产成品库存指数出现明显回升，这显示当下企业正在积极补库存。结合此前公布的工业企业产成品存货累计同比增速也在明显回升的态势，我们认为企业当下正处于主动补充库存的阶段。

- **本月受疫情影响，服务业被拖累，建筑业仍稳步扩张。**本月非制造业商务活动指数有所回落，主要原因是新的 Delta 病毒明显抑制了包括航空运输、住宿、餐饮等在内的服务业活动。但随着疫苗的逐渐普及，我们认为服务业将得到持续修复。与服务业不同的是，建筑业仍处于高景气度扩张的阶段。

- **风险因素：**政策调控力度超预期；国内新冠疫情超预期。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

目 录

一、经济修复的四个“更加均衡” 3
1.1 经济的供需格局更加均衡，需求明显扩张 3
1.2 内需相对外需更为强劲，内外需相对力量更加均衡 3
1.3 上游价格不断回落，主要原材料购进价格和出厂价格的差值缩小 4
1.4 小企业发力，不同规模企业的发展更加均衡 5
二、经济动能仍有韧性，需求扩张，企业积极补库存 7
三、本月因疫情影响，服务业被拖累，建筑业则稳步扩张 9
风险因素 12

图 目 录

图 1：2021 年 6 月 PMI 生产（供给）和新订单（需求）的差值缩窄 3
图 2：2021 年 6 月 PMI 新订单和新出口订单的差值较前月扩张 4
图 3：2021 年 6 月主要原材料购进价格和出厂价格的差值回落 4
图 4：2021 年 6 月大宗商品价格总指数回落，有色价格指数上升 5
图 5：2021 年 6 月主要原材料购进价格回落，PPI 工业品环比同比可能下滑 5
图 6：2021 年 6 月 PMI 大型企业和小型企业的 PMI 差值收窄 6
图 7：2021 年 6 月 PMI 小型企业发力 6
图 8：2021 年 6 月小企业的新订单修复较为亮眼 7
图 9：2021 年 6 月 PMI 分项 7
图 10：2021 年 6 月经济动能持续扩张，产成品库存增长较多 8
图 11：2021 年 6 月产成品库存和原材料库存的差，连续两个月增长 8
图 12：2021 年 6 月企业仍在积极补库存 9
图 13：2021 年 6 月小型企业经营持续发力 10
图 14：2021 年 6 月制造业新订单和服务业新订单都有所回落 10
图 15：2021 年 6 月建筑业保持平稳扩张，投入品价格大幅下滑 11

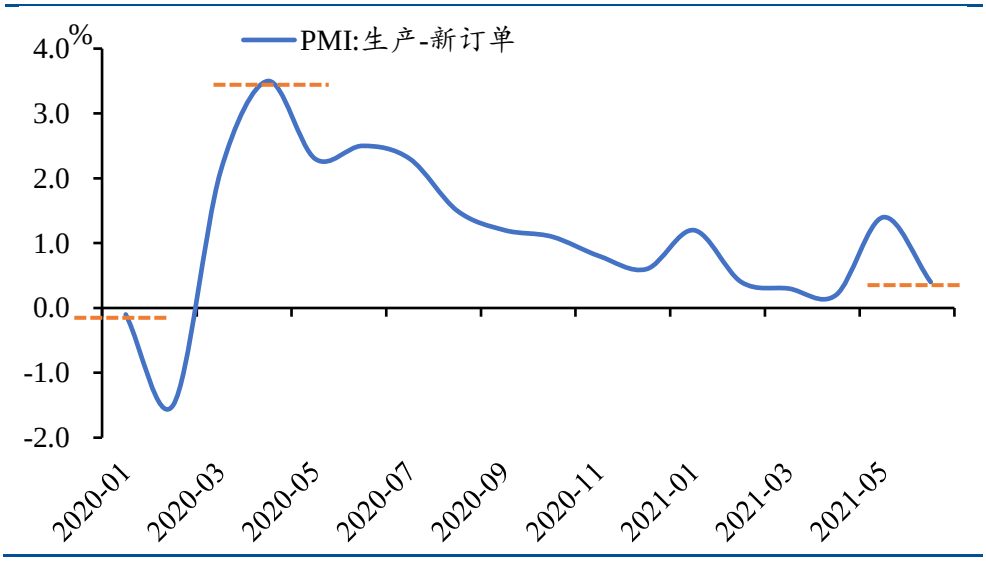
此前在4月30日政治局会议上，中央提出经济恢复不均衡、基础不稳固的判断。我们通过《逐句解读4.30政治局会议通稿：经济工作重心悄悄发生了转变》一文得出，此判断主要表现在“生产端和需求端复苏不均衡、工业和服务业复苏不均衡、制造业投资和房地产投资恢复不均衡、上下游价格上涨不均衡、居民收入和消费复苏不稳固等方面。”但本月PMI数据显示，这种不均衡已经出现缓解的迹象。

一、经济修复的四个“更加均衡”

1.1 经济的供需格局更加均衡，需求明显扩张

后疫情时代，中国经济生产超过需求已经持续了较长时间，但本月需求出现明显扩张，生产指数与新订单指数的差值明显收窄，基本恢复到疫情前水平，这表明经济的供需格局更加均衡。具体来说，我们将PMI生产和新订单的差值赋予供需差的含义，且可以观察到供需差从疫情后最差的3.5%回落到上个月的1.4%，再到本月的0.4%，这主要是源于PMI生产指数放缓。虽然此指数仅放缓0.8个百分点，但需求（PMI新订单）增加了0.2个百分点，整体来说国内经济的需求是在不断恢复的。疫情之前的供需差为0.1个百分点，当下基本恢复到疫情之前的水平。

图1：2021年6月PMI生产（供给）和新订单（需求）的差值缩窄



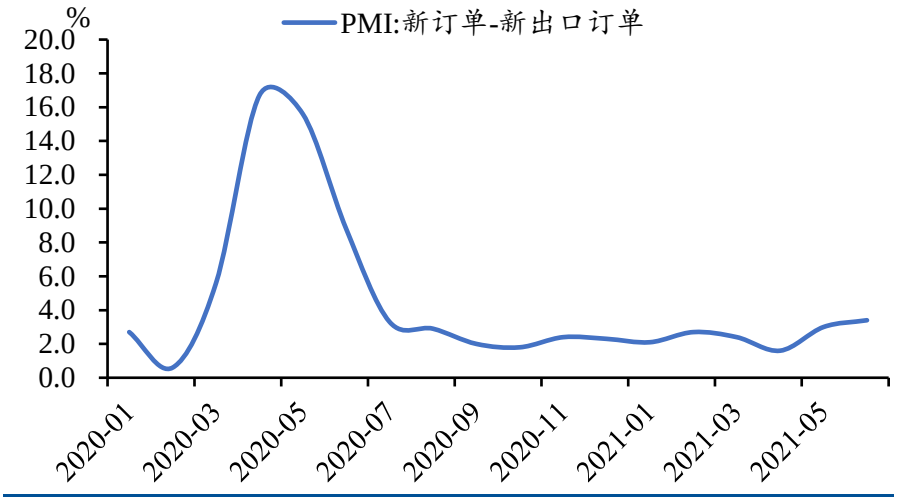
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

1.2 内需相对外需更为强劲，内外需相对力量更加均衡

内外需相对力量更加均衡。本月新出口订单（外需）回落，而新订单指数（内需）回升。具体反映在PMI新订单（内需）和PMI新出口订单（外需）差值的不断扩大。本月新订单为51.5%，较之前51.3%增长了0.2个百分点；本月新出口订单48.1%，比上月的48.3%减少了0.2个百分点，新出口订单整体仍然处于收缩区间，且扩张幅度较上个月有所收窄，表明我国出口可能已经开始放缓。**且从4月至今，PMI新出口订单每月依次减少1.1和0.2个百分点。这表明上游原材料价格上涨挤压下游企业而损坏出口的影响在不断减弱。**

内需修复背后是本月消费品行业的扩张。消费品行业本月的PMI为52.20%，整体处于扩张的水平，除去今年春节月，高于去年同期水平（去年6月大约在51.7%）。高端制造业PMI为55%，一致处于较高的水平。

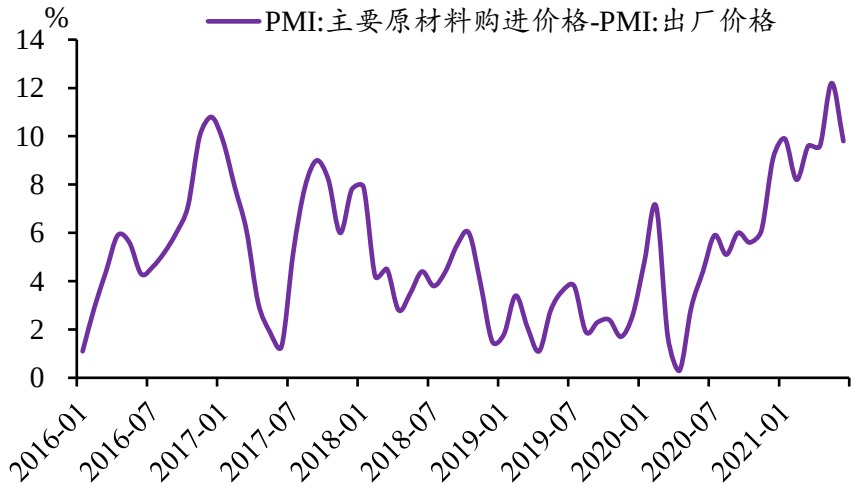
图 2：2021 年 6 月 PMI 新订单和新出口订单的差值较前月扩张



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

1.3 上游价格不断回落，主要原材料购进价格和出厂价格的差值缩小

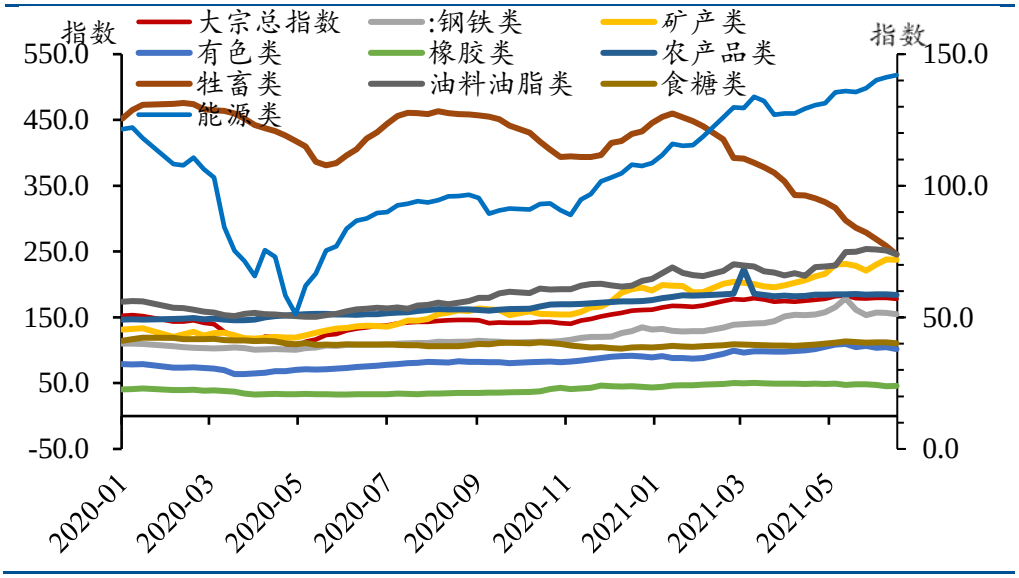
图 3：2021 年 6 月主要原材料购进价格和出厂价格的差值回落



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

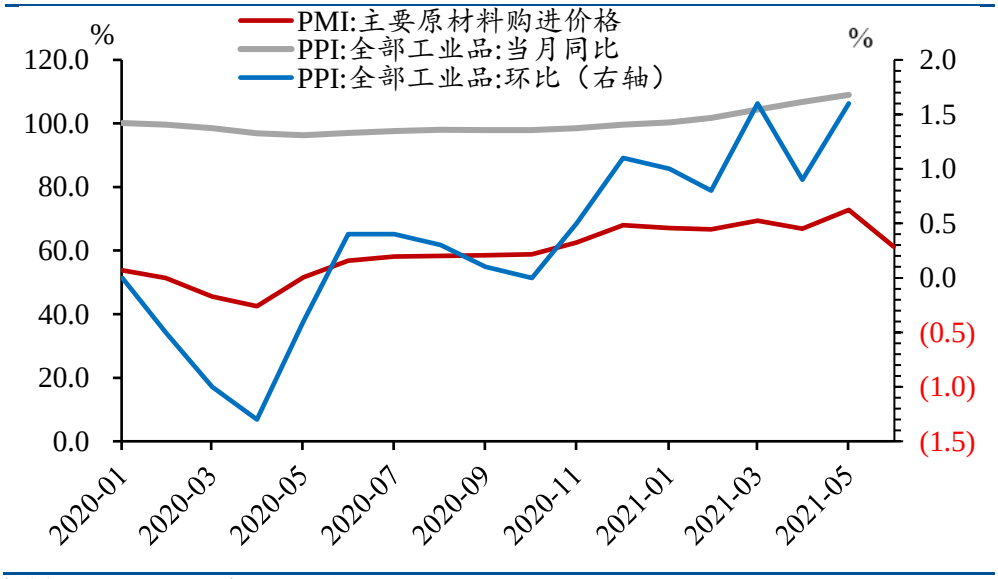
我们在上个月点评《原材料和产成品差价已经达到了历史高位》中提到：原材料价格和出厂价格上涨，原材料价格指数和产成品出厂价格指数的差值达到历史高位，这意味着中上游价格向下游传导效率不高。**但是本月上下游价格上涨更加均衡，出厂价格和购进价格上涨速度都出现放缓，其中购进价格放缓得更多。**原材料和产成品差价已经开始逐步回落（从 12.2%减低到 9.8%）。在此前政策密集调控下，6 月整体大宗商品价格出现了较为明显的回落（见图 4），相对缓解了下游的成本压力。我们还认为 PPI 的高点可能也在 6 月（见图 5）。具体来看，本月原材料购进价格的 PMI 值为 61.2%，相对上个月减少了 1.6 个百分点；本月产成品出厂价格的 PMI 为 51.4%，较上月降低了 9.2 个百分点。结合最近的工业企业数据（此前在工业数据点评《利润初现向中下游传导的迹象》中探讨过），下游制造业和消费品利润出现明显改善。**综上来看，由大宗商品价格上涨过快导致中上游利润占比提高的影响在慢慢减弱。**

图 4：2021 年 6 月大宗商品价格总指数回落，有色价格指数上升



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 5：2021 年 6 月主要原材料购进价格回落，PPI 工业品环比同比可能下滑

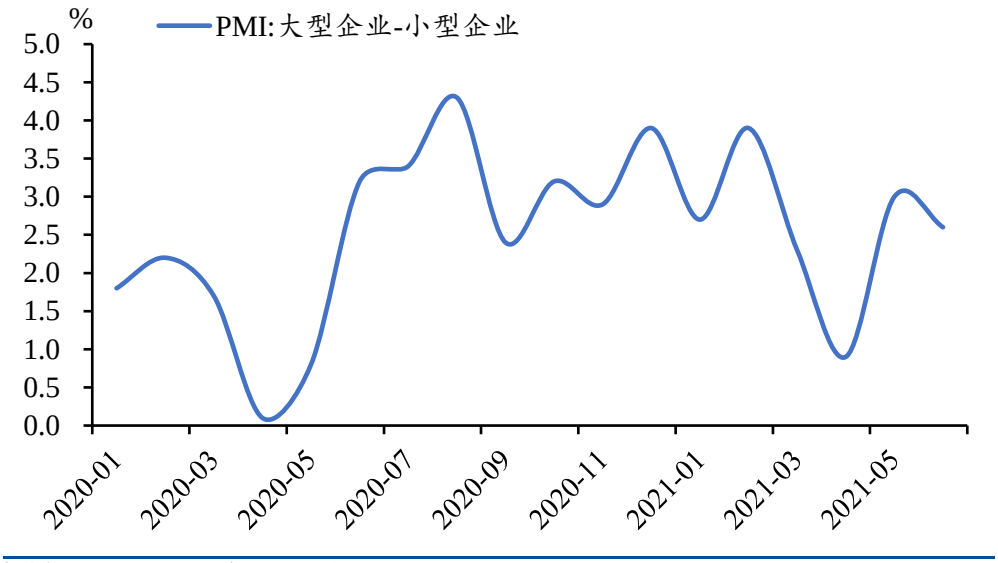


资料来源：万得，信达证券研发中心整理

1.4 小企业发力，不同规模企业的发展更加均衡

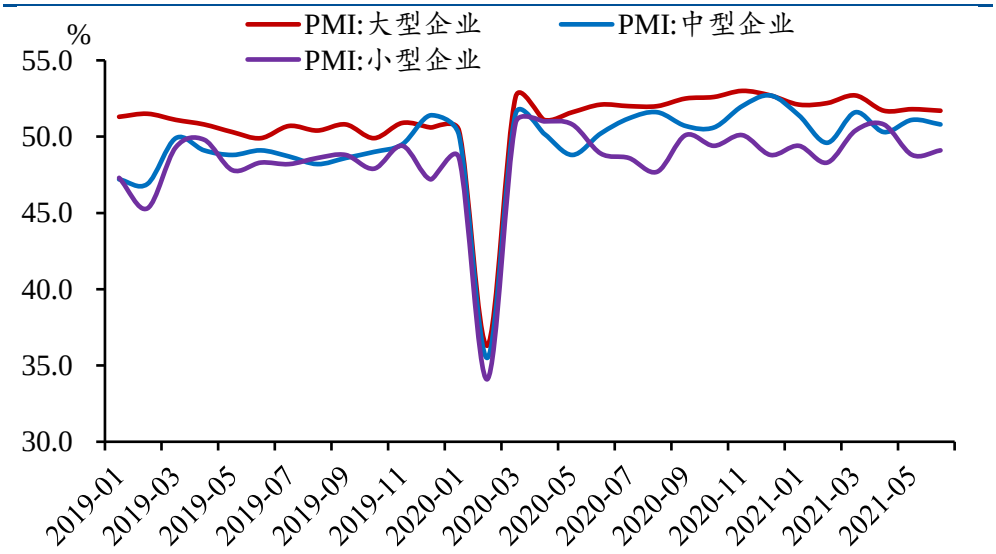
不同规模企业的发展更加均衡。大型企业景气度基本保持平稳，小型企业这方面则出现一定改善，国家货币和财政政策支持中小企业发展以减弱经济不均衡的政策效果有所显现。本月大型企业 PMI 为 51.7%，较上月 51.8%几乎没有变化；中型企业的 PMI 值为 50.8%，较上月的 PMI 值 51.1%下降了 0.3 个百分点；小型企业的 PMI 值为 49.1%，较上月增加了 0.3 个百分点，是本月增长突出的企业类型。政府启动逆周期政策进行宏观调控，首先受益的是大型企业，需求释放到中型企业，最后是小企业，如果小企业能全面恢复，我们认为经济会恢复得更为均衡。大小企业地 PMI 差值有所缩窄，不同规模企业的生产修复更为均衡。

图 6：2021 年 6 月 PMI 大型企业和小型企业的 PMI 差值收窄



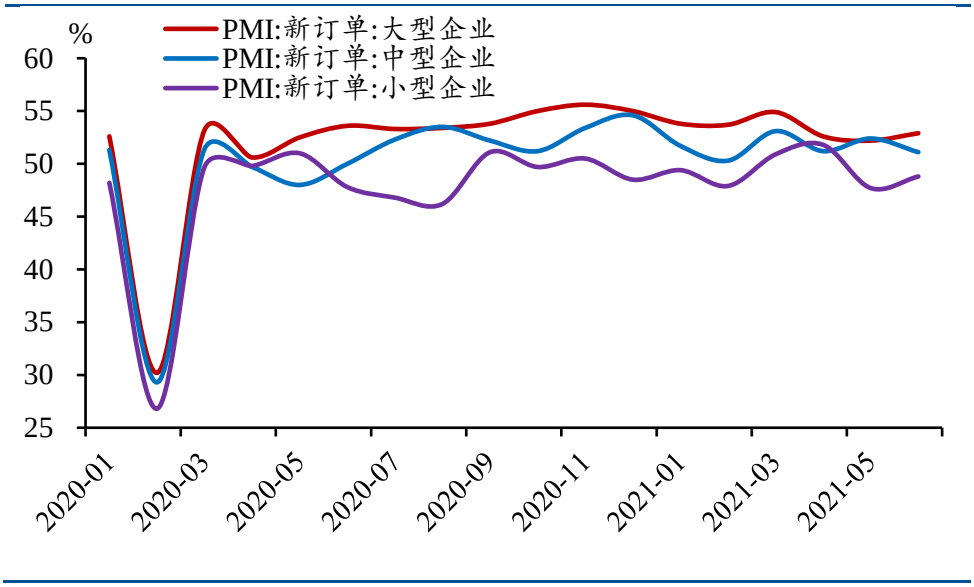
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 7：2021 年 6 月 PMI 小型企业发力



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 8：2021 年 6 月小企业的新订单修复较为亮眼

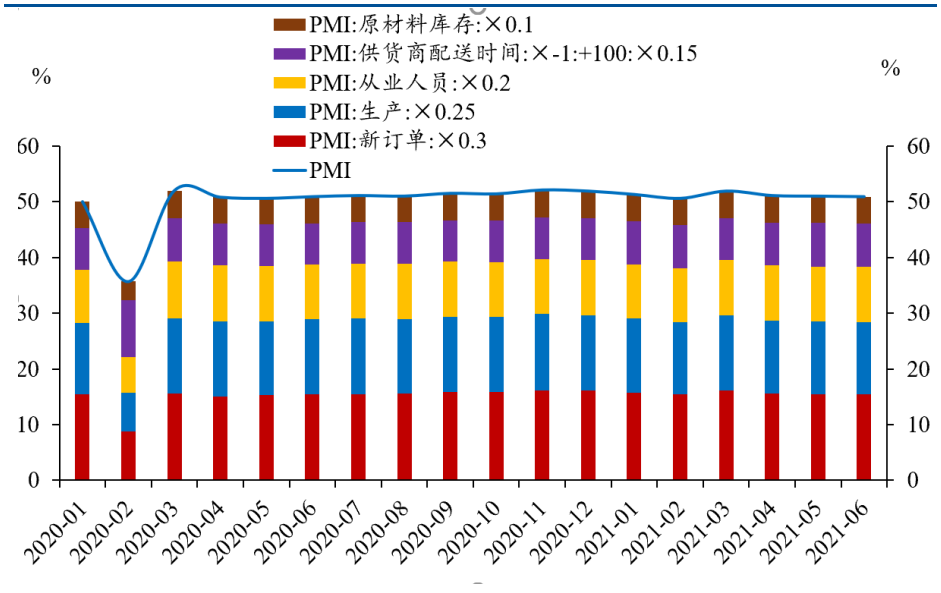


资料来源：万得，信达证券研发中心整理

二、经济动能仍有韧性，需求扩张，企业积极补库存

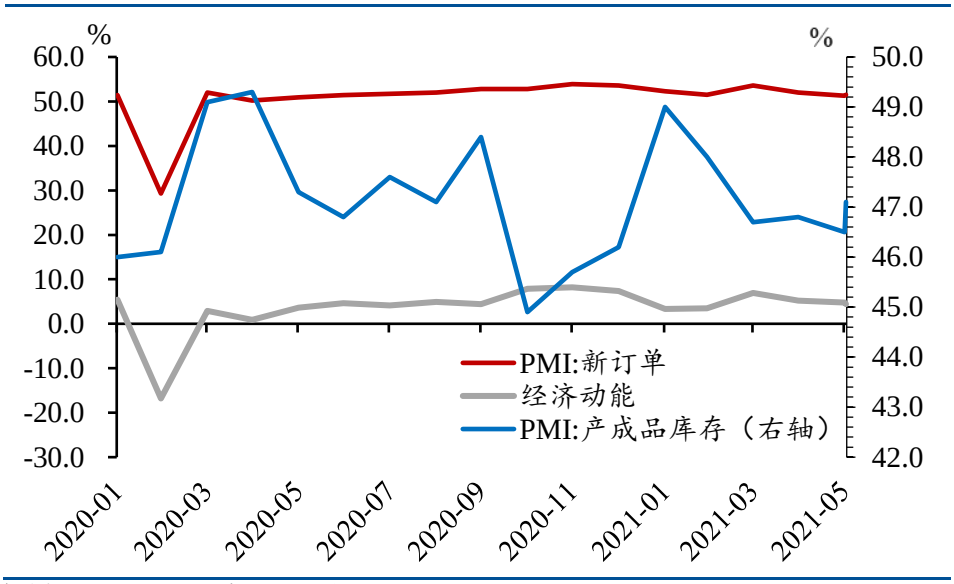
本月 PMI 指数为 50.9%，上个月为 51%，经济是在不断持续稳步扩张中的。分项来看（见图 9），和上月相比几乎没有太大的变化。我们用（新订单-产成品库存）作为经济动能指标，差值升高代表制造业动能走强。本月经济动能虽然相较 5 月份有所降低（4.8%降低到 4.4%），但这是由企业的产成品库存增长较多导致（见图 10），说明当下企业在积极加速补库存（见图 11）；原材料库存本月 48%较上月增长了 0.3 个百分点，产成品库存 47.1%较上月增长了 0.6 个百分点。产成品库存和原材料库存的差值连续两个月出现正向增长（见图 12），**这说明当下经济进入主动补库存阶段，需求继续回升，工业生产稳步改善。**

图 9：2021 年 6 月 PMI 分项



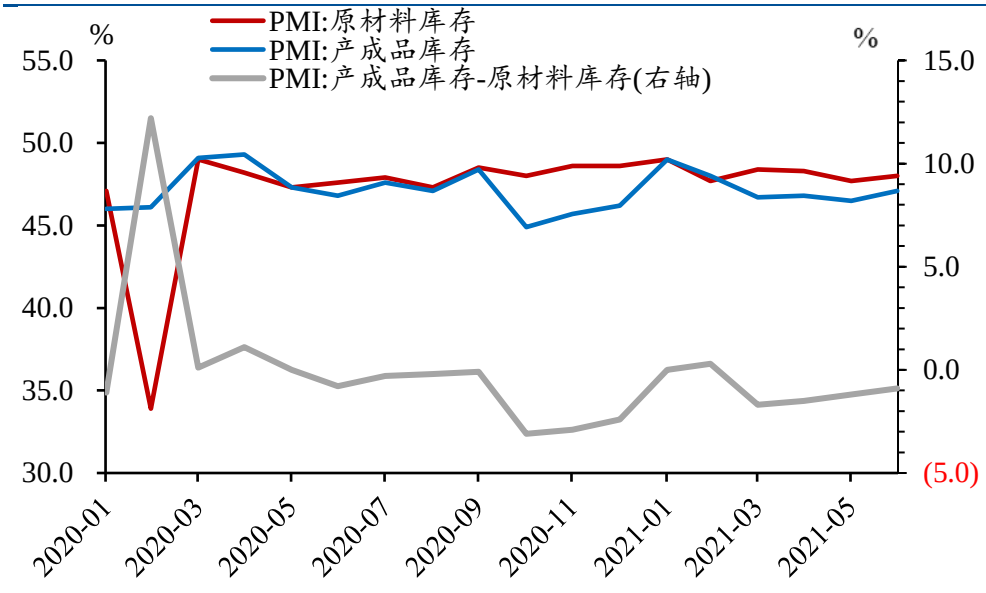
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 10：2021 年 6 月经济动能持续扩张，产成品库存增长较多



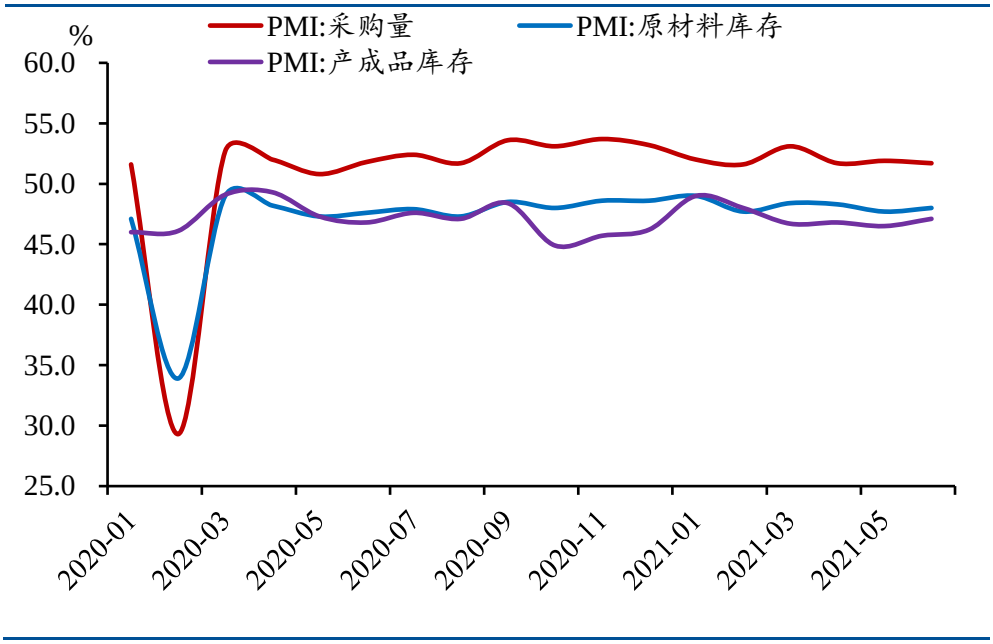
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 11：2021 年 6 月产成品库存和原材料库存的差，连续两个月增长



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 12：2021 年 6 月企业仍在积极补库存



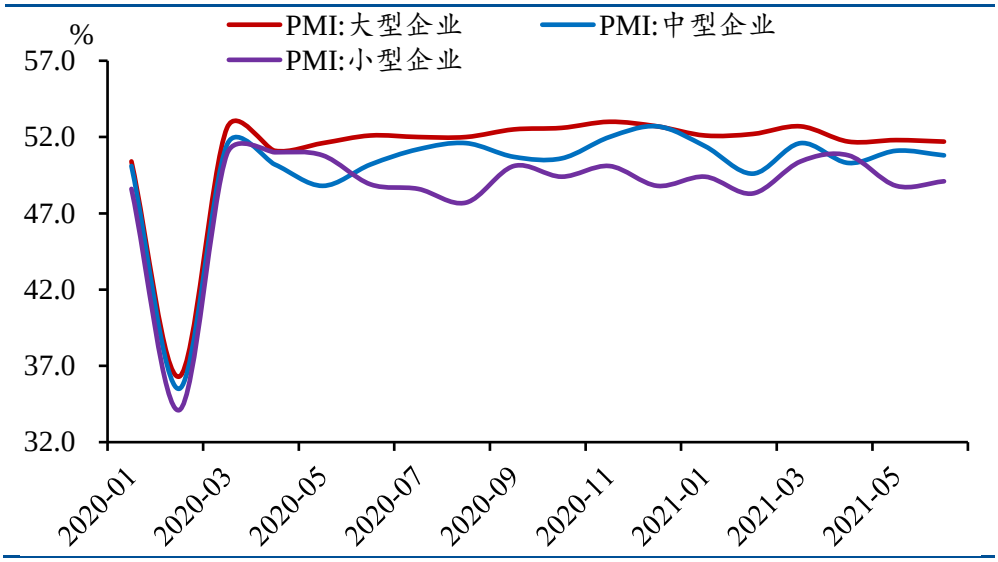
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

三、本月因疫情影响，服务业被拖累，建筑业则稳步扩张

6 月非制造业商务活动复苏进度放缓，服务业出现回落。商务活动 PMI 本月为 53.5%，较上月减少了 1.7 个百分点；建筑业 PMI 维持 60.1%，与前月基本持平；服务业 PMI 从 54.3%回落到本月的 52.3%，较上月降低了 2 个百分点，回落较大（见图 13），但从整体看来仍然都处在扩张区间。服务业的回落很可能与新的 Delta 病毒相关，病毒向亚太地区蔓延，Delta 病毒在广州等部分城市出现，对包括航空运输、住宿、餐饮等在内的服务业活动造成了明显的抑制和拖累，导致服务业复苏受到严重影响，新订单指数（见图 14）上个月也有所下滑。

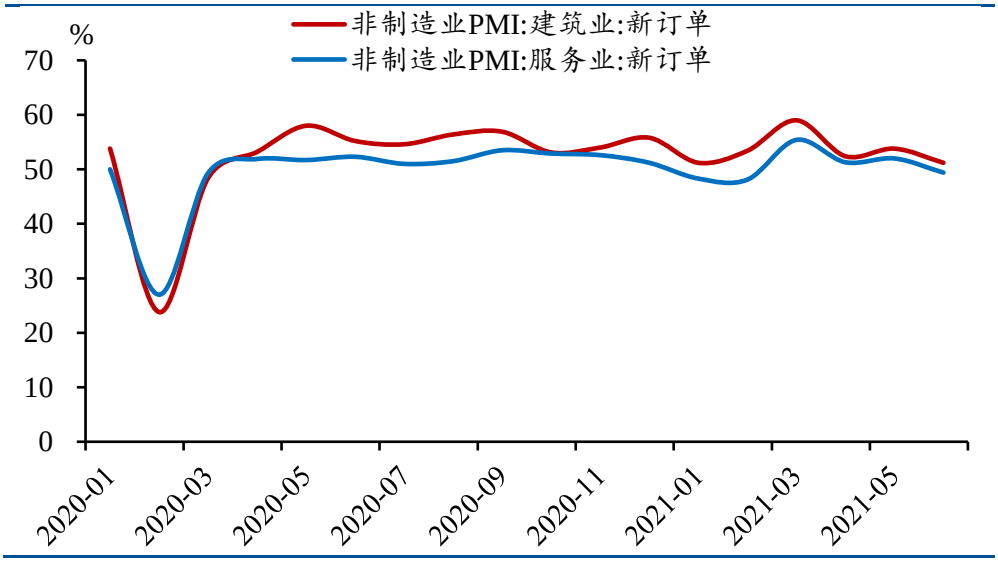
我们仍然对中国的经济动能有较高的信心。虽然本月由于疫情的反复导致服务业受到干扰，但是随着疫苗的普及，服务业会逐渐恢复；制造业方面仍然属于高景气度扩张（60%水平区间，见图 15），高端制造业的扩张十分明显（持续稳步扩张在 54%左右）；在国家政策调控下，地产和基建投资增速的放缓导致经济增速预期有所放缓，但是制造业尤其是高端制造业和消费需求的修复和回升，符合国家的产业转型战略。我们仍然对全年的经济增长抱有信心。

图 13：2021 年 6 月小型企业经营持续发力



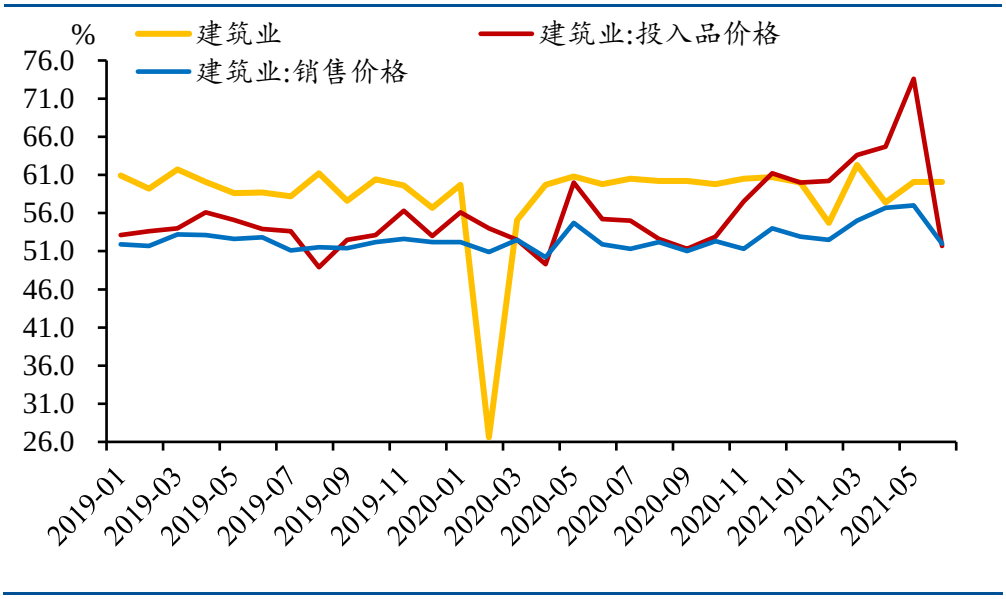
资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 14：2021 年 6 月制造业新订单和服务业新订单都有所回落



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

图 15：2021 年 6 月建筑业保持平稳扩张，投入品价格大幅下滑



资料来源：万得，信达证券研发中心整理

风险因素

政策调控力度超预期；国内病毒疫情超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21 世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东副总监（主持工作）	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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。