2020 年 6 月 30 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

PMI 淡季不淡，经济延续修复

——2020 年 6 月 PMI 点评

行业点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

宏观报告：PMI 呈现四大分化——2020 年 5 月 PMI 点评

2020-5-31

● PMI 淡季不淡，经济延续修复

PMI 淡季不淡，经济延续修复。6 月 PMI 为 50.9%，比上月上升 0.3 个百分点，6 月通常是淡季，PMI 往往会出现回落，2005 年以来，6 月 PMI 环比上涨的年份只有 2009 年、2014 年和 2017 年，而这些年份 6 月经济数据都出现了回升，PMI 淡季不淡预示着 2020 年 6 月经济处于继续修复的进程中。

生产较强预示 6 月可能出口还不错。6 月季节性高温多雨，一般生产指数会环比回落，2020 年 6 月南方多地降雨量强度高于 2019 年同期，理论上对工业生产负面影响会更大，但生产指数反而出现 0.7 个百分点的回升，可能有两个主要原因：（1）铁矿石补库存带动采矿业生产增速可能继续回升。（2）由于制造业在工业增加值中比重较高，6 月生产淡季不淡可能预示出口可能并不差。

欧美经济重启，新出口订单超季节性回升。6 月新出口订单指数回升 7.3 个百分点，升幅为历史同期最高，可见随着欧美经济重启并在 6 月出现明显扩张后，外需出现较快的恢复。近期美国部分州疫情数据出现明显反弹，然而，除非疫情导致美国再度全面封锁，否则美国经济渐进式修复的进程不变，中国外需也会持续回暖。

PPI 同比大概率触底回升。6 月主要原材料购进指数与出厂价格指数分别回升至 56.8%、52.4%，较上月均有明显回升，我们预计 6 月 PPI 同比大概率触底回升。随着国内经济修复、欧美经济重启，需求逐渐恢复的同时，由于单季度潜在经济增速在 5%附近，只要实际经济增速超过 5%，产出缺口就可能转为正值。再加上油价的供给冲击，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。

就业表现一般，政策难言转向。6 月 PMI 从业人员指数回落 0.3 个百分点至 49.1%，是唯一拖累 PMI 的分项，反映疫情冲击下，企业会将自身经营压力通过降薪裁员转移到居民部门，尤其是受疫情冲击大的小型企业，。政府报告的底线思维体现在保就业上，保就业就需要稳企业，尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关，整个宏观调控政策也是围绕这个展开的，在就业没有全面改善的情况下，政策难言转向。

● 非制造业表现继续好于制造业

6 月非制造业 PMI 为 54.4%，比上月高 0.8 个百分点，整体表现继续好于制造业。和上月不同的是，6 月服务业相对建筑业表现更好，服务业 PMI 回升 1.1 个百分点，随着生产生活秩序加快恢复，市场信心增强，服务业需求继续释放，统计局调查的 21 个行业中，有 15 个行业 PMI 高于临界点，多数行业生产经营持续恢复。6 月建筑业 PMI 较上月回落 1 个百分点，可能与 6 月高温、南方降雨量大有关，不过逻辑上，建筑业链条确定性仍然较强。

● 风险提示：海外疫情超预期扩散；政策落实不及预期

目 录

1、 PMI 淡季不淡，经济延续修复.....3
2、 非制造业表现继续好于制造业.....5

图表目录

图 1: 6 月制造业 PMI 强于季节性.....4
图 2: 6 月与 5 月制造业 PMI 各分项表现.....4
图 3: BDI 与 MyIpic 矿价指数上涨.....4
图 4: 6 月 PMI 生产指数回升的年份，工业增加值增速均出现回升.....5
图 5: PMI 从业人员指数季节性下滑.....5
图 6: 非制造业表现好于制造业.....6
图 7: 建筑业 PMI 改善幅度小于服务业.....6

1、 PMI 淡季不淡，经济延续修复

PMI 淡季不淡，经济延续修复。6 月 PMI 为 50.9%，比上月上升 0.3 个百分点，6 月通常是淡季，PMI 往往会出现回落，2005 年以来，6 月 PMI 环比上涨的年份只有 2009 年、2014 年和 2017 年，而这些年份 6 月经济数据都出现了回升，PMI 淡季不淡预示着 2020 年 6 月经济处于继续修复的进程中，可以进一步佐证这一点的是，6 月中国企业经营状况指数(BCI)环比上升 3.9 个百分点。

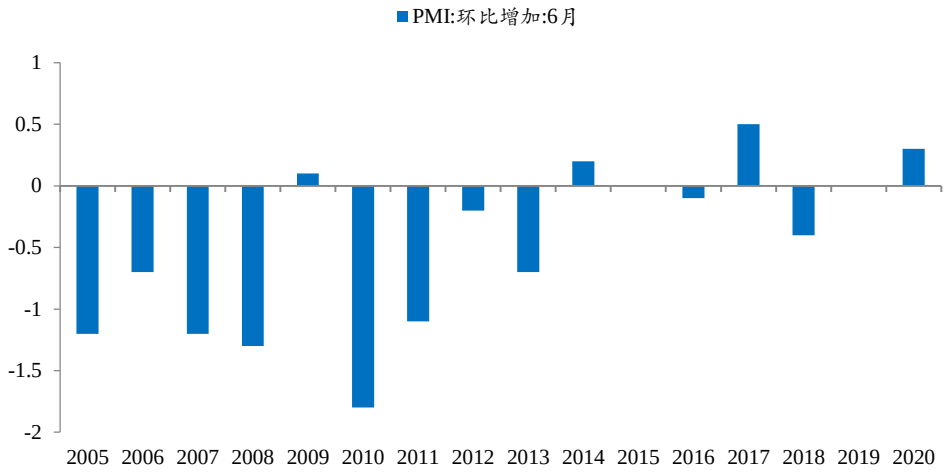
生产较强预示 6 月可能出口还不错。6 月季节性高温多雨，一般生产指数会环比回落，2005 年以来，6 月生产指数环比回升的年份只有 2009 年、2014 年、2016 年、2017 年，而这些年份 6 月工业增加值增速均出现回升，2020 年 6 月南方多地降雨量强度高于 2019 年同期，理论上对工业生产负面影响会更大，但生产指数反而出现 0.7 个百分点的回升，可能有两个主要原因：（1）6 月以来 BDI 指数大幅上涨 256%，一定程度上与国内建筑业赶工带来铁矿石补库存有关，6 月铁矿石综合价格指数上涨 9%，铁矿石价格与采矿业生产增速高度相关，6 月采矿业生产增速可能继续回升。（2）由于制造业在工业增加值中比重较高，6 月生产淡季不淡可能预示出口可能并不差，从可比经济体来看，韩国 6 月前 20 日出口同比降幅从-20.3%收窄至-7.5%。

欧美经济重启，新出口订单超季节性回升。6 月新出口订单指数回升 7.3 个百分点，升幅为历史同期最高，是支撑新订单指数回升的主要贡献，可见随着欧美经济重启并在 6 月出现明显扩张后，外需出现较快的恢复。近期美国部分州疫情数据出现明显反弹，加剧市场对疫情二次爆发的担忧，然而，除非疫情导致美国再度全面封锁，否则美国经济渐进式修复的进程不变，中国外需也会持续回暖。

PPI 同比大概率触底回升。6 月主要原材料购进指数与出厂价格指数分别回升至 56.8%、52.4%，较上月均有明显回升，我们预计 6 月 PPI 同比大概率触底回升。随着国内经济修复、欧美经济重启，需求逐渐恢复的同时，由于单季度潜在经济增速在 5%附近，只要实际经济增速超过 5%，产出缺口就可能转为正值。再加上油价带来的供给冲击，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。

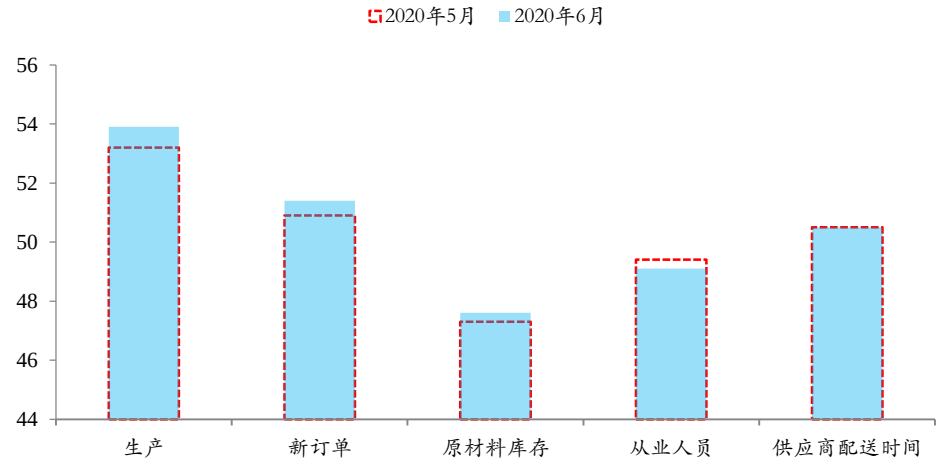
就业表现一般，政策难言转向。6 月 PMI 从业人员指数回落 0.3 个百分点至 49.1%，是唯一拖累 PMI 的分项，反映疫情冲击下，企业会将自身经营压力通过降薪裁员转移到居民部门，尤其是受疫情冲击大的小型企业，统计局指出“小型企业生产经营困难较大，PMI 为 48.9 %，比上月下降 1.9 个百分点，且反映订单不足的小型企业占比高于大中型企业”。政府报告的底线思维体现在保就业上，保就业就需要稳企业，尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关，“留得青山，赢得未来”，整个宏观调控政策也是围绕这个展开的，在就业没有全面改善的情况下，政策难言转向。

图1： 6 月制造业 PMI 强于季节性



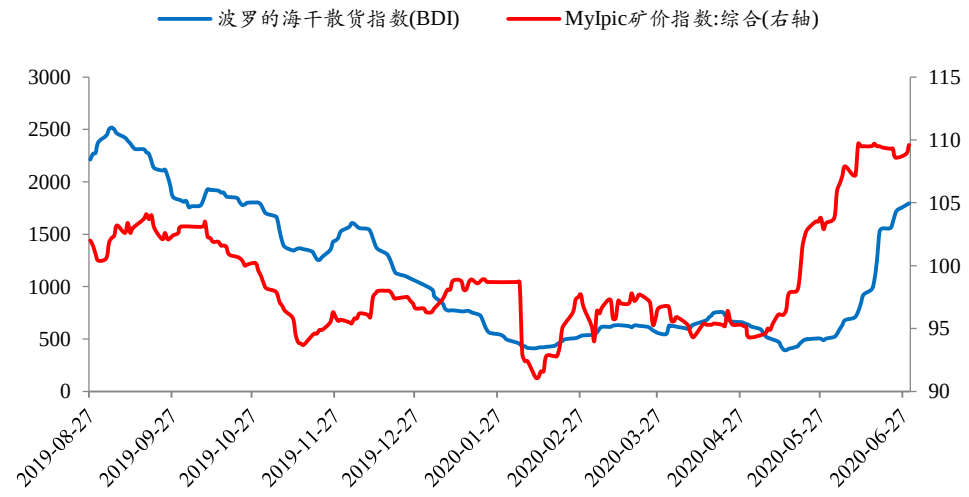
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 6 月与 5 月制造业 PMI 各分项表现



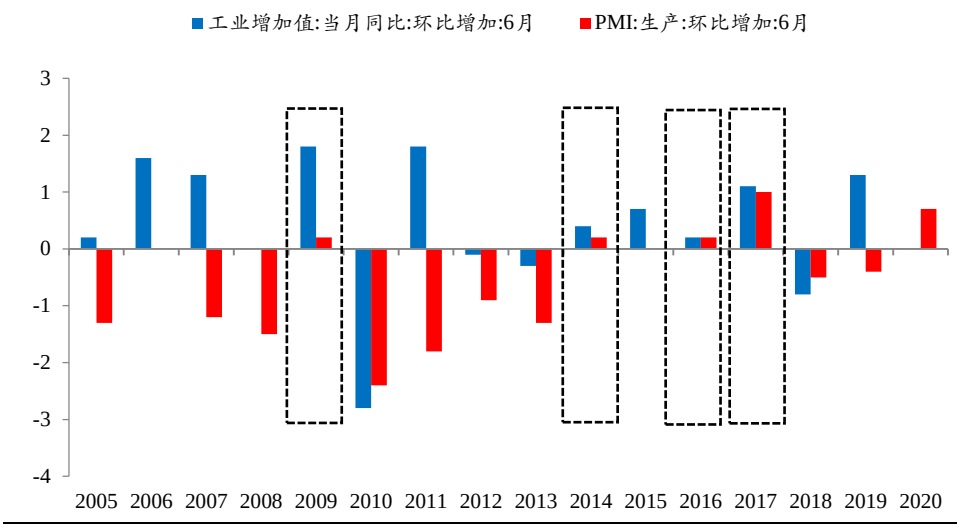
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： BDI 与 MyIpic 矿价指数上涨



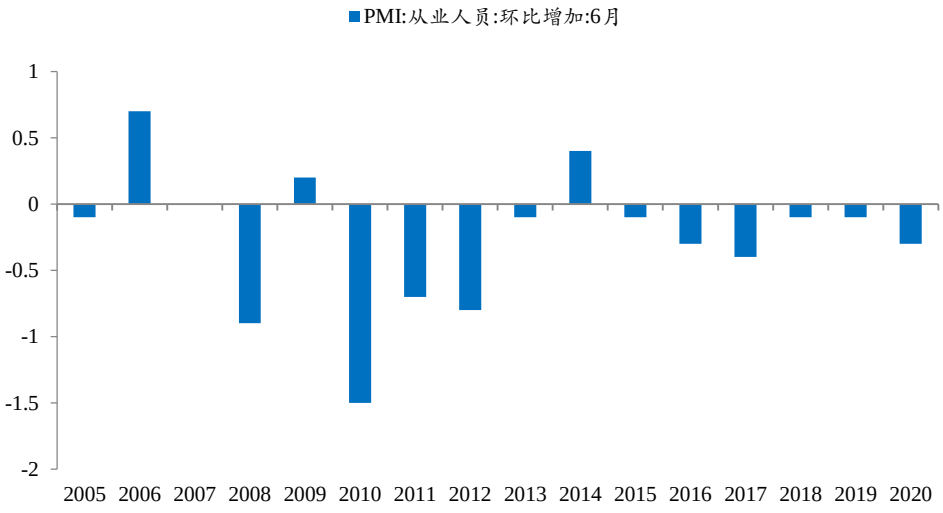
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 6 月 PMI 生产指数回升的年份，工业增加值增速均出现回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： PMI 从业人员指数季节性下滑



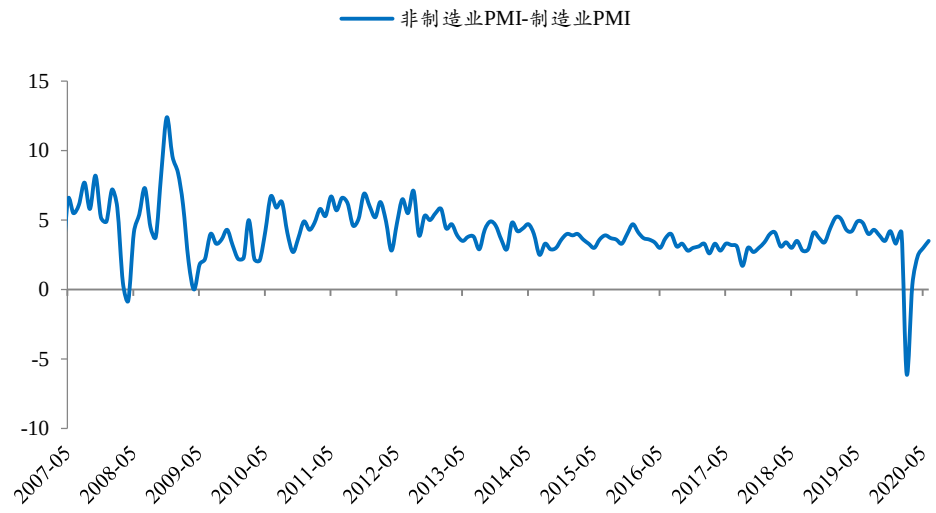
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 非制造业表现继续好于制造业

6 月非制造业 PMI 为 54.4%，比上月高 0.8 个百分点，整体表现继续好于制造业。和上月不同的是，6 月服务业相对建筑业表现更好，服务业 PMI 回升 1.1 个百分点，随着生产生活秩序加快恢复，市场信心增强，服务业需求继续释放，统计局调查的 21 个行业中，有 15 个行业 PMI 高于临界点，多数行业生产经营持续恢复。其中，交通运输仓储和邮政业、信息传输软件和信息技术服务、金融业处于 59.0%及以上，业务量有所加大。6 月建筑业 PMI 较上月回落 1 个百分点，可能与 6 月高温、南方降雨量大有关，逻辑上，建筑业链条确定性仍然较强：基建、地产受海外疫情影响很小，赶工的阻力最小，且需求只是因为疫情延后而不会消失，而政策相对友好，财政政策发力进程较往年明显前移，专项债与狭义财政赤字都显著高于近年同期水平，此外，虽然房地产调控没有明确放松，但货币宽松下，贷款利率稳步

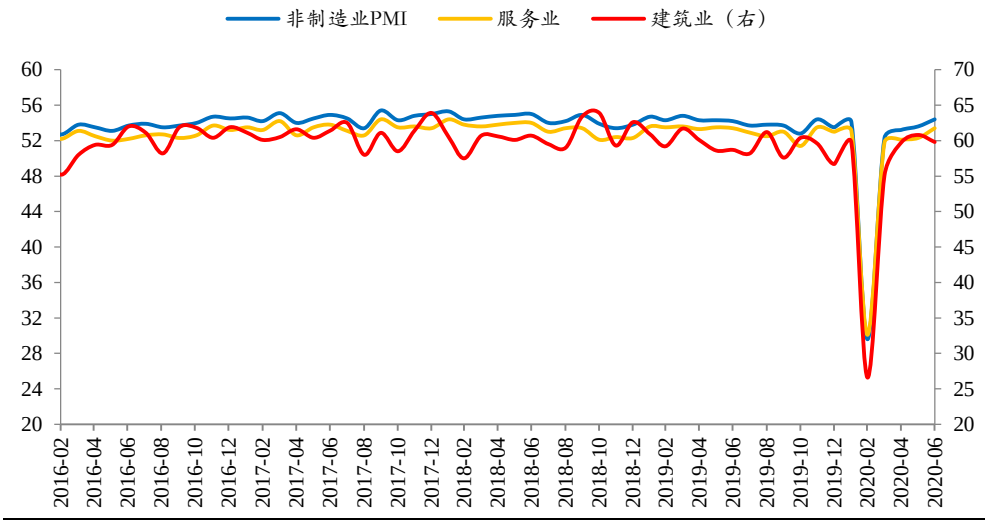
下移，对购房需求有提振。

图6： 非制造业表现好于制造业



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 建筑业 PMI 改善幅度小于服务业



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/