2020 年 06 月 30 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

市场信心重拾升势，小型企业压力不减

摘要

- **经济复苏持续，市场信心重拾升势。**6 月制造业 PMI 上行 0.3 个百分点至 50.9%，连续两个月回落后再拾升势，且连续四个月保持在临界值以上，从现阶段来看，防控下的复工复产稳步推进，北京的局部性疫情控制及时，对企业信心影响非常有限。
- **大、中、小型企业出现分化。**大、中型企业 PMI 较上月有所回升，但小型企业 PMI 较上月下降 1.9 个百分点，跌破荣枯线，仅为 48.9%，小型企业在本轮疫情中受冲击严重，复工之后复产压力一直较大，同时考虑到小型企业的重要吸纳作用，下半年对小型企业的政策倾斜或将继续加码。
- **PMI 分类指数涨多跌少，外需恢复显著。**生产指数、新订单指数和原材料库存指数上行，从业人员指数略有回落。新出口订单指数虽仍低于临界点，但已大幅回升，随着国内经济复苏和海外经济重启，进出口指数均有改善，当前海外疫情尚未完全得到控制，美国疫情上周创出单日新高，外部市场的不确定性依然存在。
- **就业边际改善，但压力仍大。**制造业从业人员指数降幅减缓，非制造业从业人员指数小幅回升，但仍都低于 50%的临界值。就业优先、财政帮扶等“保就业”的政策效果正在显现，虽然 1-5 月份，全国城镇新增就业已完成全年就业目标的 51.1%，但仍低于去年同期的完成率，加上北京这次的突发疫情，也加重了企业的避险情绪，尤其是吸纳就业较多的服务业，这个冲击性预计会有 1-2 个月，因此下半年的压力依然较大。
- **风险提示：**海外疫情可能出现的二次爆发，外需恢复不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

相关研究

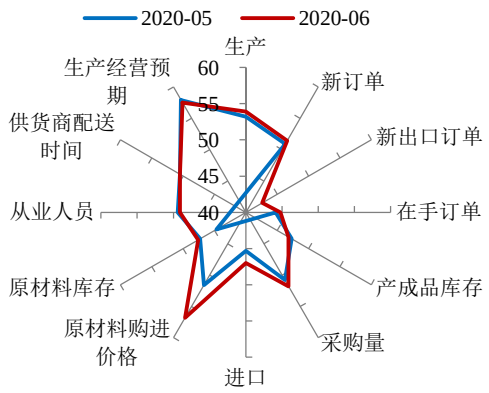
1. 宏观周报（6.22-6.27）：海外疫情形势严峻，财爸央妈告诉你别慌 (2020-06-27)
2. 宏观评论:“稳杠杆”周期下的“加杠杆”能走多远？ (2020-06-27)
3. 战略新篇，守正而升——2020 年下半年中国宏观经济展望 (2020-06-19)

1 制造业 PMI：连续两个月下行后重拾升势

PMI 连续处于景气区间，生产持续恢复。6 月中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.8%，比上月上升 0.2 个百分点。总体来看，经济趋于复苏，北京疫情控制及时，对企业信心影响有限，总体需求逐步恢复但未超预期。6 月制造业 PMI 指数连续四个月保持在临界值以上，现阶段，已全面复工复产，市场信心也在持续恢复中。

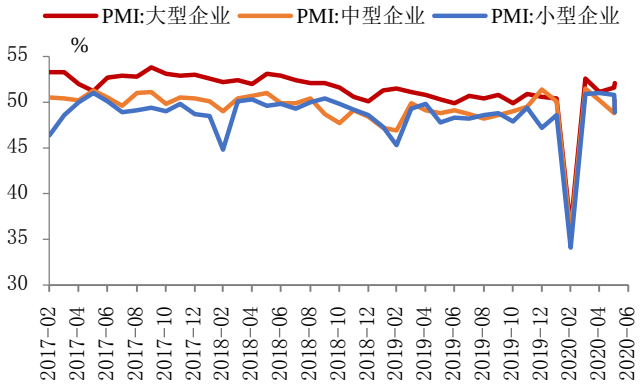
大、中、小型企业出现分化。6 月大、中型企业 PMI 较上月有所回升，但小型企业 PMI 较上月下降 1.9 个百分点，跌破荣枯线，仅为 48.9%。小型企业在本轮疫情中受冲击严重，复工之后复产压力一直较大。稳住市场主体，对落实“六保”任务至关重要，小型企业的吸纳作用十分突出，下半年对小型企业的政策倾斜或将继续加码。目前多项利好政策已在逐步推进：6 月 1 日，中国人民银行联合银保监会等多部门集中发布多项举措支持中小企业发展，其中包括创设普惠小微企业贷款延期支持工具，推出普惠小微企业信用贷款支持计划，出台 30 条政策措施强化中小微企业金融服务等。与货币政策工具相比，这些新举措具有更为显著的市场化、普惠性和直达性等特点。

图 1：PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

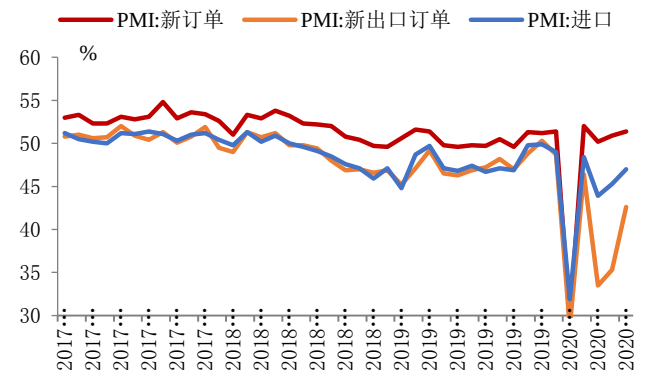
图 2：PMI 分企业规模比较



数据来源：wind、西南证券整理

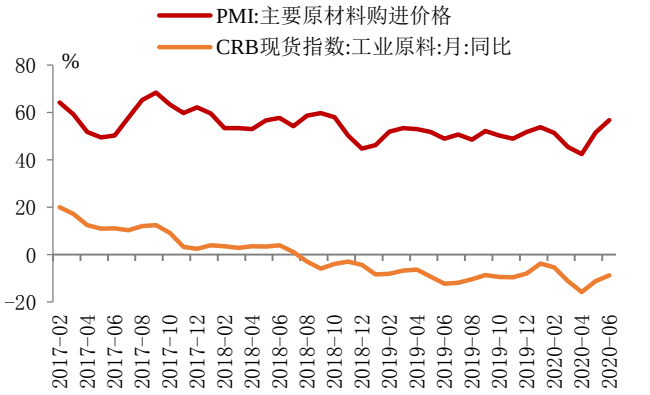
进出口指数反弹，外需不确定性仍需警惕。随着海外经济重启，6 月进出口指数均有改善，新出口订单大幅回升至 42.6%，造纸印刷、石油加工、通用设备、电气机械器材等 7 个制造行业回升幅度大于 10.0 个百分点；进口订单回升 1.7 个百分点至 47.0%，但石油加工、化学原料制品、化学纤维及橡胶塑料、汽车等 6 个制造行业高于临界点。当前海外疫情尚未完全得到控制，美国疫情上周创出单日新高，外部市场的不确定性依然存在。

图 3：内外需均有回升，但进、出口指数仍低于临界值



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：PMI：主要原材料价格变化

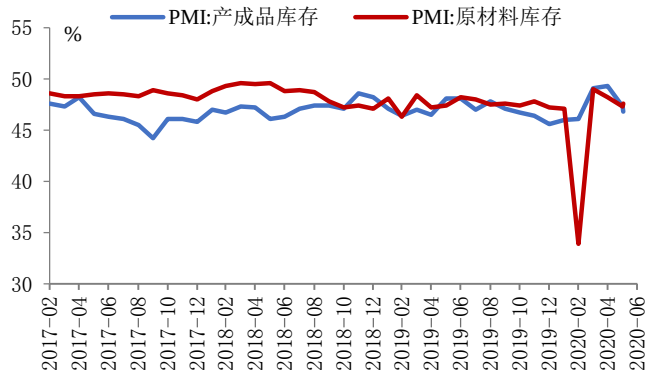


数据来源：wind、西南证券整理

原材料购进价格指数快速上行。6 月主要原材料购进价格指数上升 5.2 个百分点至 56.8%，价格效应一定程度上促进了企业的利润修复和扩大生产，但同时也存在隐忧：3 月以来中国已逐步复工复产，但美国疫情仍在高位，印度、巴西等也都还处于疫情发酵阶段，其经济景气度短期内难以修复，原油需求短期内仍难恢复，之后还需要限产协议或美国自主减产的配合，原油价格才有可能出现均值回归。

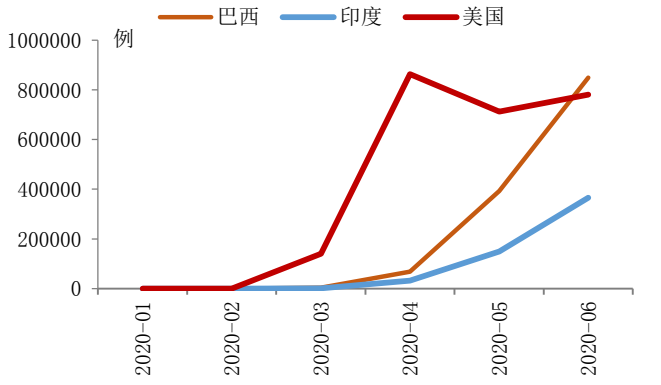
制造业整体去库延续。6 月原材料库存指数小幅回升 0.3 个点至 47.6%，产成品库存回落 0.5 个点至 46.8%。原材料库存指数上行，产成品库存指数回落，体现出生产端和需求端均在改善。5 月底 PPI 已现触底迹象，预计本月在生产端恢复的拉动之下，PPI 将呈现出回升之势。

图 5：消费指数重新上行



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：海外部分国家疫情仍在发酵

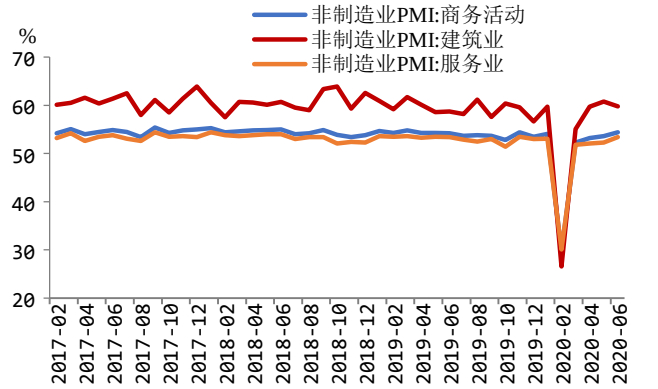


数据来源：wind、西南证券整理

2 非制造业 PMI：保持平稳增长势头

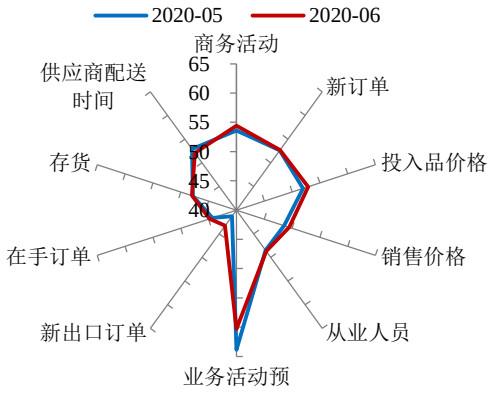
非制造业连续四个月回升。6 月，非制造业商务活动指数为 54.4%，较上月上升 0.8 个百分点，分行业看，建筑业商务活动指数较上月回落 1.0 个百分点，至 59.8%，但仍处于扩张区间；服务业继续修复。新订单指数、投入品价格指数、销售价格指数和从业人员指数较上月都有上升，非制造业市场需求平稳回升，销售价格总体降幅继续收窄，用工景气小幅回升，业务活动预期指数虽较上月回落 3.6 个百分点，但仍高于 60.0%，非制造业企业对近期市场的恢复比较乐观。

图 7：2020 年 3 月以来非制造业指数持续位于荣枯线之上



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动

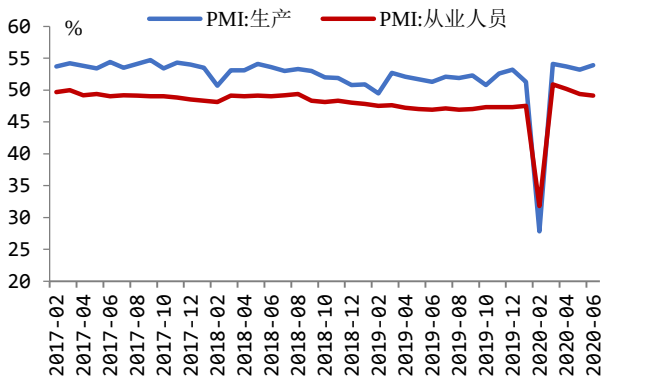


数据来源：wind、西南证券整理

3 制造业与非制造业就业边际改善，但压力仍大

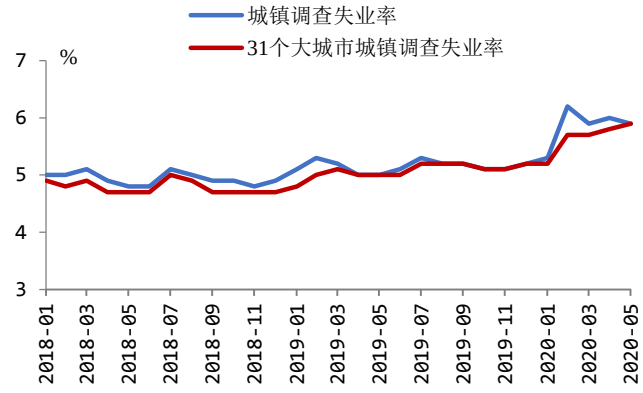
就业边际改善，但压力仍大。制造业从业人员指数降幅减缓，非制造业从业人员指数小幅回升，但仍都低于 50%的临界值。就业优先、财政帮扶等保就业的政策效果正在显现，虽然 1-5 月份，全国城镇新增就业已完成全年就业目标的 51.1%，但仍低于去年同期的完成率，加上北京本次的突发疫情，也加重了企业的避险情绪，尤其是吸纳就业较多的服务业，这个冲击预计会持续 1-2 个月，因此下半年的就业压力依然较大。今年硕士和博士研究生的扩招，以及军队大学生毕业后参军名额扩大等措施，缓解了应届生就业的部分压力，后续仍需加大逆周期调节力度，刺激用工需求，创造出更多的就业岗位，稳住就业和经济的基本盘面。

图 9：PMI 生产指数回升，从业人员指数降幅收窄



数据来源：wind、西南证券整理

图 10：失业率仍在近年高位



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06
中采制造业PMI															
PMI 总指数	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9
生产量	52.1	51.7	51.3	52.1	51.9	52.3	50.8	52.6	53.2	51.3	27.8	54.1	53.7	53.2	53.9
雇员	47.2	47.0	46.9	47.1	46.9	47.0	47.3	47.3	47.3	47.5	31.8	50.9	50.2	49.4	49.1
新订单	51.4	49.8	49.6	49.8	49.7	50.5	49.6	51.3	51.2	51.4	29.3	52.0	50.2	50.9	51.4
出口订单	49.2	46.5	46.3	46.9	47.2	48.2	47.0	48.8	50.3	48.7	28.7	46.4	33.5	35.3	42.6
现有订货	44.0	44.3	44.5	44.7	44.8	44.7	44.9	44.9	45.0	46.3	35.6	46.3	43.6	44.1	44.8
产成品库存	46.5	48.1	48.1	47.0	47.8	47.1	46.7	46.4	45.6	46.0	46.1	49.1	49.3	47.3	46.8
原材料库存	47.2	47.4	48.2	48.0	47.5	47.6	47.4	47.8	47.2	47.1	33.9	49.0	48.2	47.3	47.6
采购量	51.1	50.5	49.7	50.4	49.3	50.4	49.8	51.0	51.3	51.6	29.3	52.7	52.0	50.8	51.8
购进价格	53.1	51.8	49.0	50.7	48.6	52.2	50.4	49.0	51.8	53.8	51.4	45.5	42.5	51.6	56.8
供应商配送时间	49.9	50.9	50.2	50.1	50.3	50.5	50.1	50.5	51.1	49.9	32.1	48.2	50.1	50.5	50.5
进口	49.7	47.1	46.8	47.4	46.7	47.1	46.9	49.8	49.9	49.0	31.9	48.4	43.9	45.3	47.0
中采服务业PMI	53.3	53.5	53.4	52.9	52.5	53.0	51.4	53.5	53.0	53.1	30.1	51.8	52.1	52.3	53.4
中采建筑业PMI	60.1	58.6	58.7	58.2	61.2	57.6	60.4	59.6	56.7	59.7	26.6	55.1	59.7	60.8	59.8
综合PMI产出指数	53.4	53.3	53.0	53.1	53.0	53.1	52.0	53.7	53.4	53.0	28.9	53.0	53.4	53.4	54.2
非制造业商务活动指数	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4
财新制造业PMI	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	——

数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn