宏观研究

中国经济呈现稳步复苏特征

——点评 6 月 PMI 数据

宏观数据点评 | 2020 年 6 月 30 日

报告摘要：

6 月 PMI 超预期回升，总量和结构有亮点，但仍有一些烦恼。

- **PMI 总量和结构有不少亮点。**
从生产看，6 月制造业和服务业生产指数分别比上月回升 0.7 个、1.1 个百分点，都处于扩张区间；从需求看，制造业和服务业新订单指数分别比上月回升 0.5 个、0.6 个百分点，也都处于扩张区间；从信心看，制造业和服务业预期分别为 57.5%和 59%，都处于较高景气区间。
- **PMI 内部仍存三点烦恼。**
一是外需持续低迷，制造业新出口订单录得 42.6%，尽管回升，但仍处于收缩区间，海外疫情反弹加大了外需的不确定性；二是小型企业制造业 PMI 扩张三月后重回收缩区间（48.9%），新订单也相对不足；三是行业冷热不均，纺织、纺织服装服饰、木材加工等行业仍不景气。
- **价格有望迎来边际改善，库存去化有所放缓。**
6 月 PMI 原材料价格指数再次大幅回升，带动 12 月移动均值触底反弹。与其具有高度同步性的 PPI 同比有望迎来边际改善。尽管制造业 PMI 库存仍处于下滑趋势，但是降幅有所收窄。5 月工业企业分行业库存景气仍有所分化。
- **经济呈现稳步复苏特征。**
结合高频数据来看，中国经济复苏具有如下特征：首先是生产修复，例如发电耗煤增速已转正，螺纹钢开工率已接近去年同期；然后是信心重建，企业家信心率先回升，消费者信心略微滞后；再后是需求恢复，商品房和汽车销售已率先回升至去年同期水平上方。总体看，稳步复苏是大概率事件。

- **风险提示：全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127665
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008
电话： 010-85127730
邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

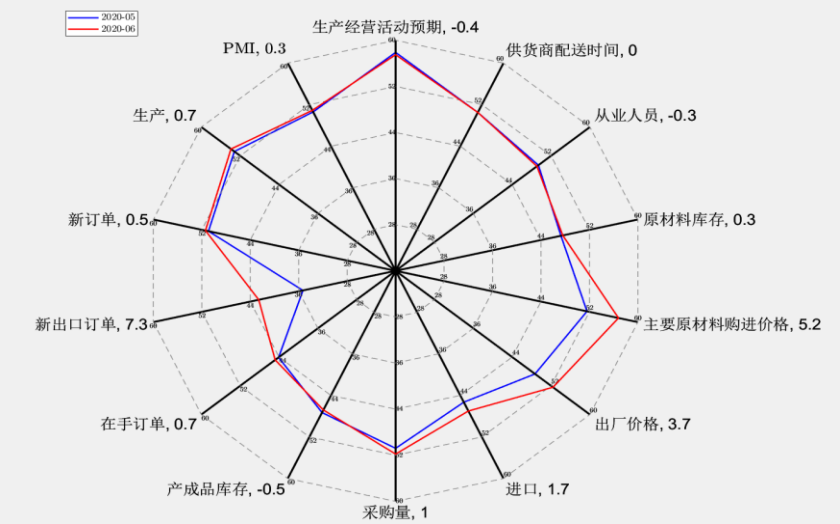
中国 6 月官方制造业 PMI 50.9%，预期 50.4%，前值 50.6%。

中国 6 月官方非制造业 PMI 54.4%，前值 53.6%。

一、PMI 总量和结构有亮点，但仍存三点烦恼

PMI 总量和结构都有不少亮点。6 月制造业 PMI 较上月回升 0.3 个百分点至 50.9%，高于市场预期 50.4%。从构成 PMI 指数分项来看，生产、新订单和原材料库存指标均有所回升，供货商配送时间指标与上月持平，仅从业人员指标有所下滑（图 1）。其中，新订单指数连续两个月回升，为 2019 年 1 月以来首次。从“新订单-扩产-扩员”的传播链条来看，如果需求出现持续改善，企业扩产和扩员的积极性将有所提升。因而，未来从业人员指标改善的关键仍是新订单指标回升是否具有趋势性。从制造业分行业来看，建筑系产业的强势表现带动其上游通用设备和电气机械的新订单和生产指数明显回升；价格改善则推动有色行业经济回升；以医药为代表的高技术产业维持高景气。

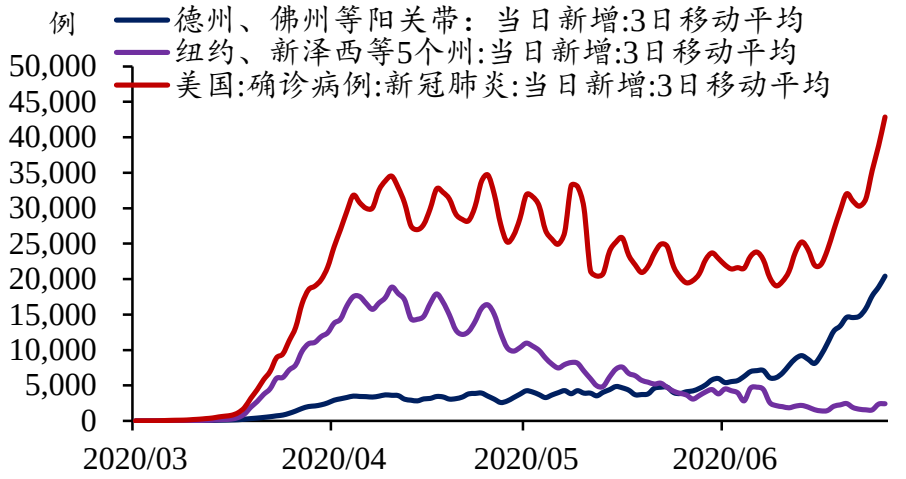
图 1：6 月制造业 PMI 整体呈现扩张迹象



资料来源：Wind，民生证券研究院

PMI 内部仍有三点烦恼。第一点是外需持续低迷，制造业新出口订单录得 42.6%，尽管回升，但仍处于收缩区间，海外疫情反弹加大了外需的不确定性。近期，美国新增病例人数屡创新高，疫情震中逐渐向南转移，迫使德州和佛州暂停部分经济重启计划（图 2）。美国糟糕的疫情可能提高其对中国进口的依赖性，加上近期 MarketWatch 报道共和党对于民主党 3.35 万亿美元复苏计划的态度有所软化，美国财政刺激的扩散作用有益于外需的稳定。但是，消息面上也有不利的因素存在。根据彭博报道，早前结束的广交会被传出远程参展颇具挑战性，可能难以达到线下活动的成果。

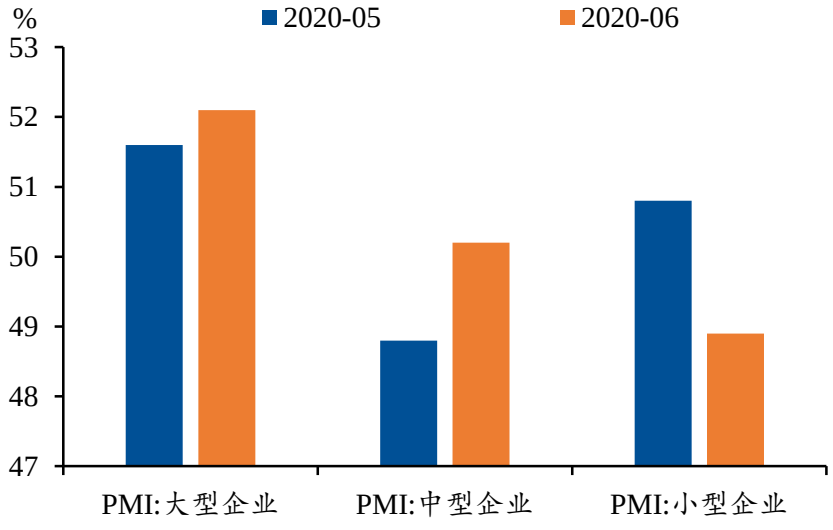
图 2：疫情“震中”难移，共和党和民主党州长的分歧加剧



资料来源：Wind，民生证券研究院

第二点是小型企业制造业 PMI 扩张三月后重回收缩区间（48.9%），各项指标的边际变化均弱于大中型企业（图 3）。其中，小型企业的新订单和生产指标双双下滑至不景气区间，同时产成品指数回升，表明库存积压状况有所加剧。第三点是行业冷热不均，纺织、纺织服装服饰、木材加工等行业仍不景气，与医药、计算机和电子等高技术产业形成鲜明对比。

图 3：小型企业再次落入不景气区间

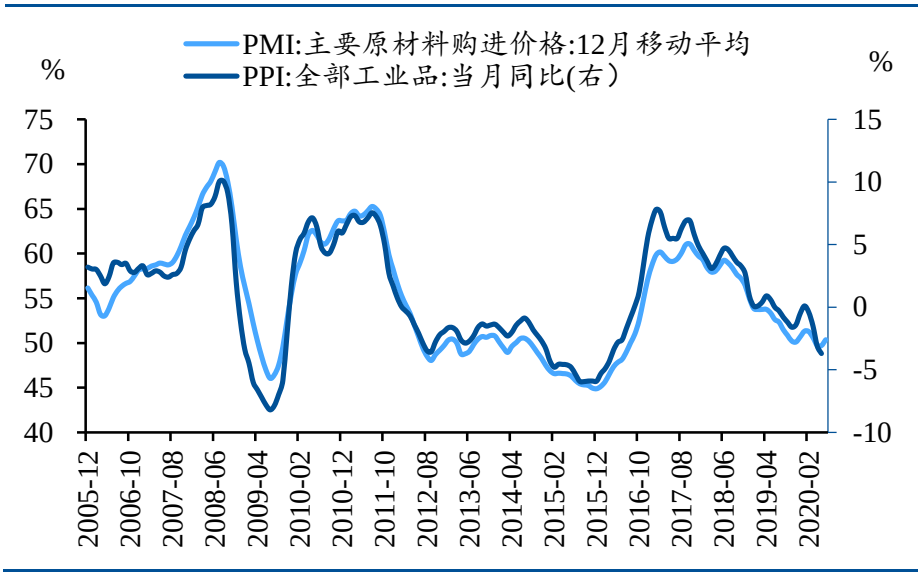


资料来源：Wind，民生证券研究院

需求逐渐衔接生产和原材料价格修复有助于 PPI 改善。虽然 6 月新订单和生产双双回升，但是两者之间的供需缺口再次扩大，表明生产的复苏弹性要高于需求。考虑到产成品库存尚处于去库存阶段，供大于求的局面不利于价格修复回升。但是，好在近期需求复苏的节奏逐渐衔接上生产，6 月汽车销售和商品房销售高频数据已率先回升至去年

同期水平以上。另一方面，随着原油、铜和钢材等原材料价格上升，PMI 原材料价格指数延续回升之势。12 月移动均值触底反弹，预示着 PPI 有望迎来边际改善（图 4）。

图 4：PMI 原材料价格移动均值触底反弹，预示 PPI 迎来边际改善



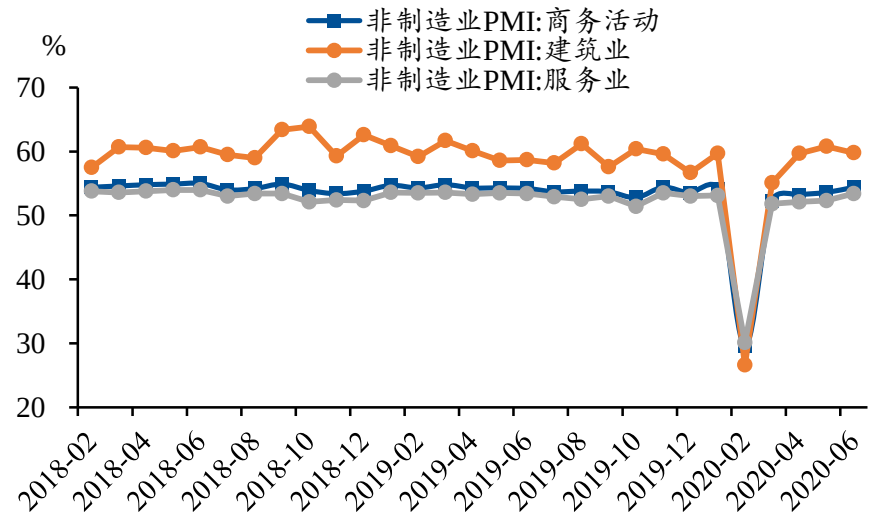
资料来源：Wind，民生证券研究院

库存去化有所放缓，行业库存景气存在分化。6 月产成品库存 PMI 指数回落至 46.8%，降幅较上月有所收窄。从 5 月工业企业分行业库存来看，下游消费品纺织业、皮革和印刷业的库存仍处 50 分位以上。除废弃资源综合利用业以外，中游制造业均处于库存下降阶段，整体库存水平偏高。其中，5 月黑色和有色金属冶炼及加工业的库存下降较为显著。下游制造业的库存则出现明显分化：医药和计算机电子设备制造业的库存连续两月持平或上升，说明高技术产业景气较好；而其他下游制造业则处于不同程度的库存去化阶段。

二、非制造业 PMI 继续改善

服务业继续改善，建筑业持续增长。6 月非制造业商务活动指数为 54.4%，高于上月 0.8 个百分点，连续四个月回升。其中，服务业商业活动较为显著，构成主要拉动力。调查的 21 个行业中，有 15 个行业商务活动指数高于临界点。制造业的复苏势头进一步巩固，带动相关服务业业务增加。由于疫情的“针对性”影响，服务业内部复苏也并非一帆风顺，文化体育娱乐和居民服务业商务活动指数仍位于临界点以下。虽然 6 月建筑业商务活动指数有所回落，但是连续三个月高于 59.0%，建筑业工程量稳步增长。从市场预期看，业务活动预期指数为 67.8%，高于上月 0.3 个百分点，企业对行业发展信心有所增强。综合来看，6 月综合 PMI 产出指数为 54.2%，高于上月 0.8 个百分点，企业生产运营持续改善（图 5）。

图 5：服务业持续改善，建筑业维持高景气



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：经济呈现稳步复苏特征

经济复苏势头进一步巩固。6 月制造业 PMI 指标超预期回升，促进部分服务业经营活动有所改善。从高频数据来看，虽然生产复苏边际放缓，但是商品房和汽车等消费指标已经高出去年同期水平。消息面上，“618”消费额再创新高，线上消费有望迎来进一步改善。虽然夏季的高温和多雨会影响建筑行业经济活动，但是 PMI 建筑预期指数向好，与基建投资回升确定性较强相符。总体看，经济仍在延续稳定复苏之势。

风险提示

全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。

插图目录

图 1：6 月制造业 PMI 整体呈现扩张迹象.....2
图 2：疫情“震中”难移，共和党和民主党州长的分歧加剧.....3
图 3：小型企业再次落入不景气区间.....3
图 4：PMI 原材料价格移动均值触底反弹，预示 PPI 迎来边际改善.....4
图 5：服务业持续改善，建筑业维持高景气.....5

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。