

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

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

## 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。

## 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

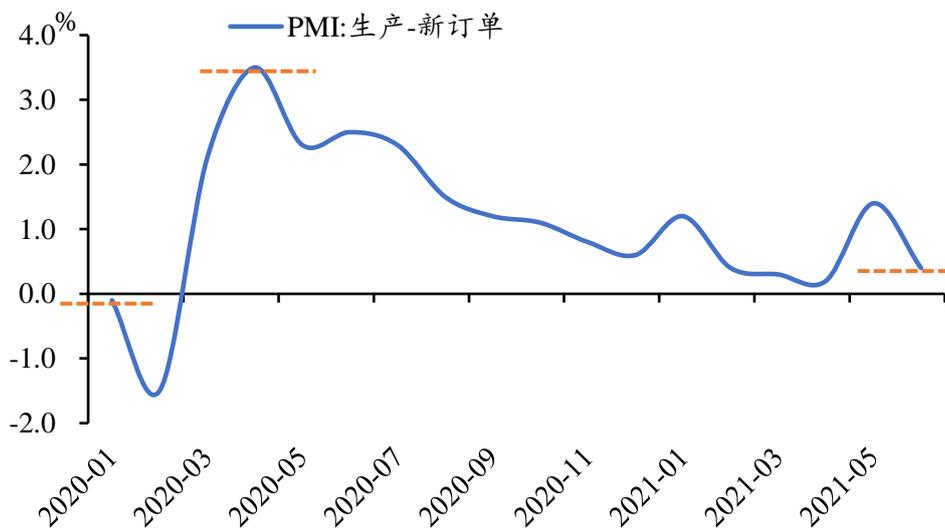
此前在4月30日政治局会议上，中央提出经济恢复不均衡、基础不稳固的判断。我们通过《逐句解读4.30政治局会议通稿：经济工作重心悄悄发生了转变》一文得出，此判断主要表现在“生产端和需求端复苏不均衡、工业和服务业复苏不均衡、制造业投资和房地产投资恢复不均衡、上下游价格上涨不均衡、居民收入和消费复苏不稳固等方面。”但本月PMI数据显示，这种不均衡已经出现缓解的迹象。

## 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

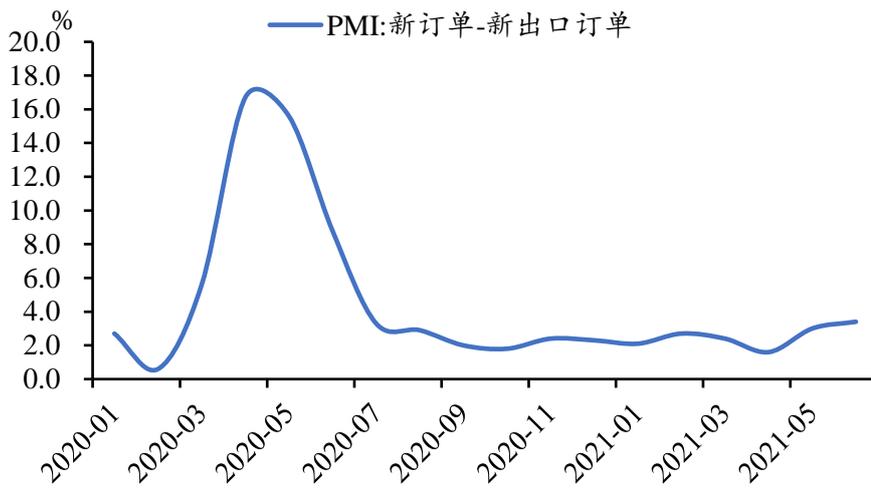


资料来源：万得，信达证券研发中心整理

### 1.2 内需相对外需更为强劲，内外需相对力量更加均衡

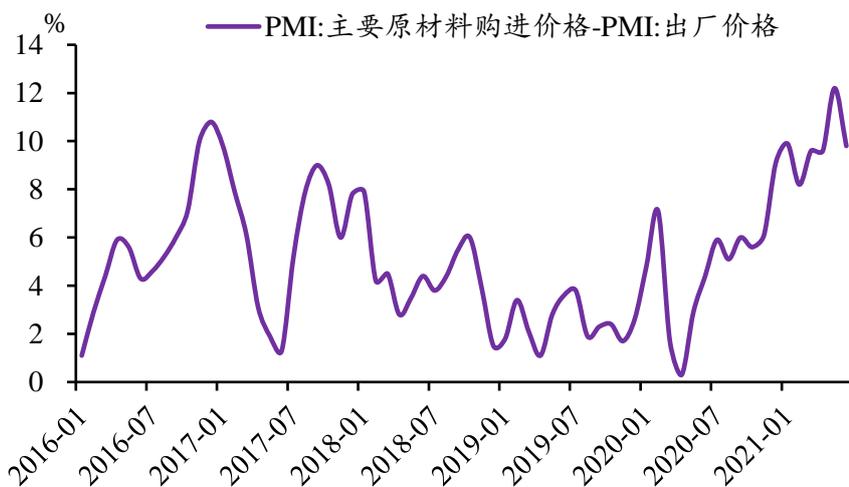
内外需相对力量更加均衡。本月新出口订单（外需）回落，而新订单指数（内需）回升。具体反映在PMI新订单（内需）和PMI新出口订单（外需）差值的不断扩大。本月新订单为51.5%，较之前51.3%增长了0.2个百分点；本月新出口订单48.1%，比上月的48.3%减少了0.2个百分点，新出口订单整体仍然处于收缩区间，且扩张幅度较上个月有所收窄，表明我国出口可能已经开始放缓。且从4月至今，PMI新出口订单每月依次减少1.1和0.2个百分点。这表明上游原材料价格上涨挤压下游企业而损坏出口的影响在不断减弱。

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**


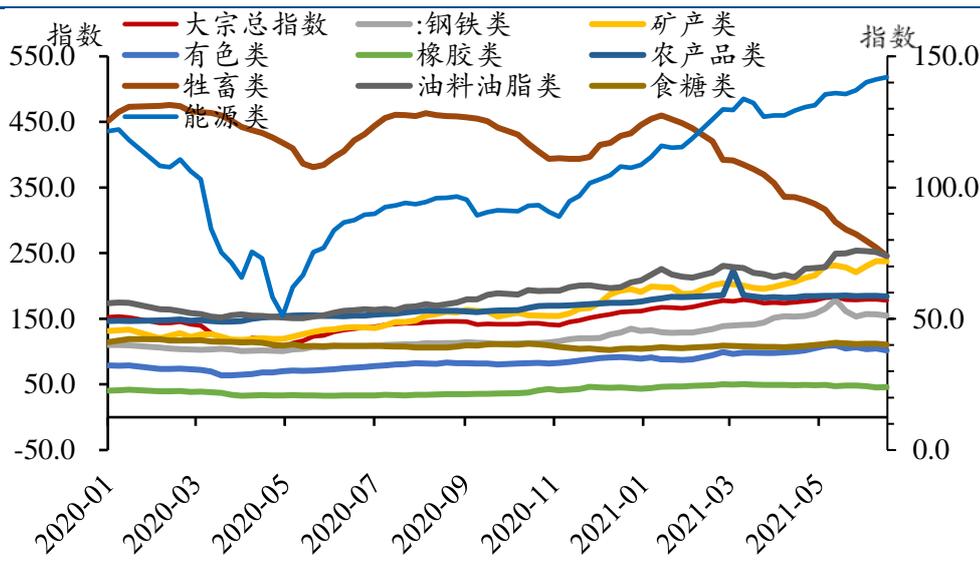
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

### 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

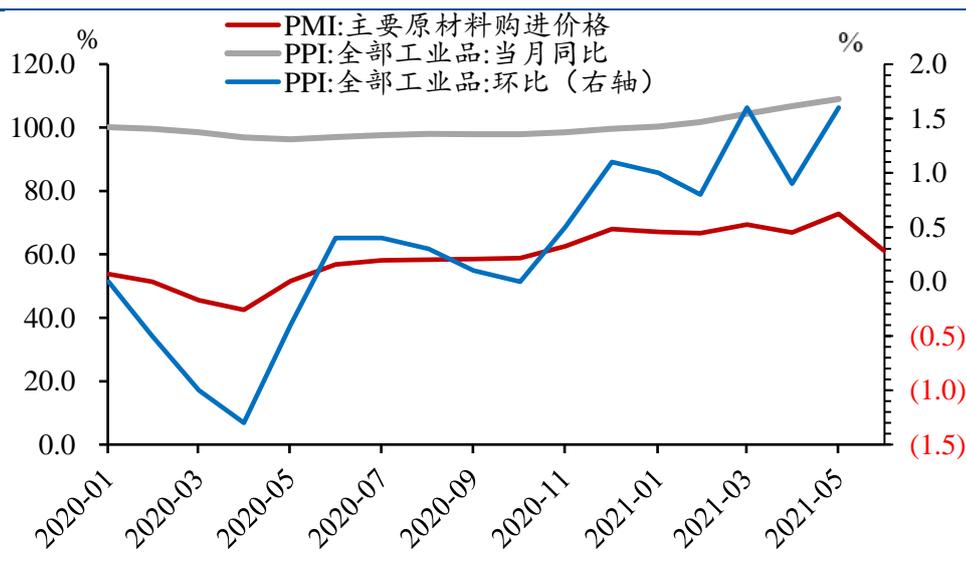
**图 3：2021 年 6 月主要原材料购进价格和出厂价格的差值回落**


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% 减低至 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。综合来看，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**


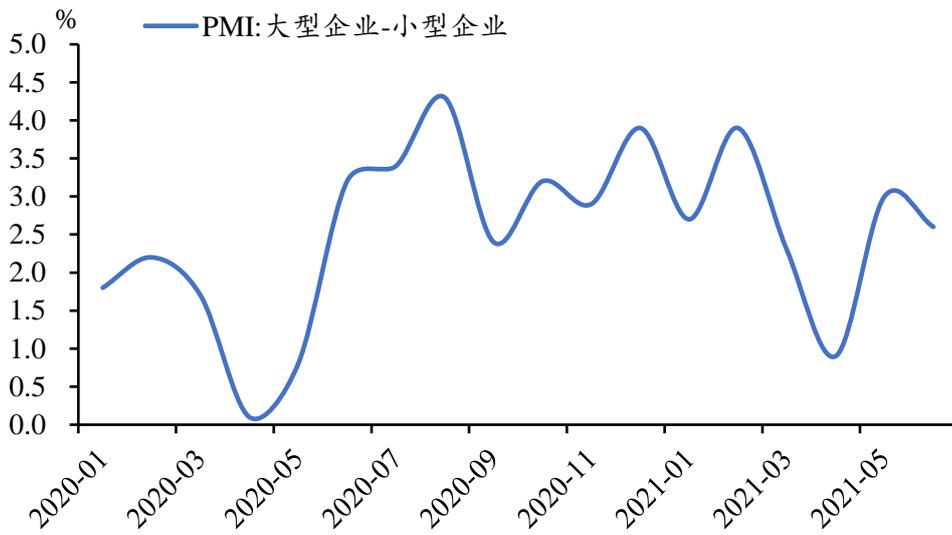
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

**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**


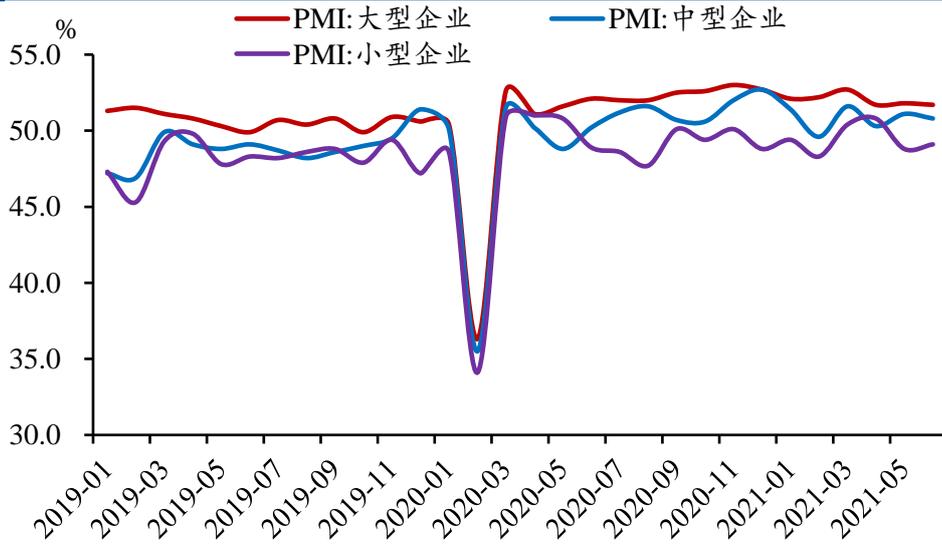
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

#### 1.4 小企业发力，不同规模企业的发展更加均衡

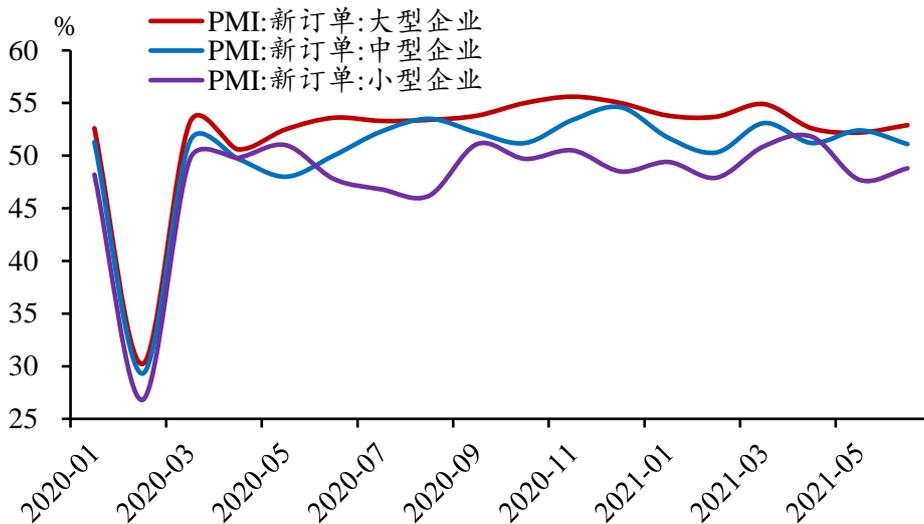
不同规模企业的发展更加均衡。大型企业景气度基本保持平稳，小型企业这方面则出现一定改善，国家货币和财政政策支持中小企业发展以减弱经济不均衡的政策效果有所显现。本月大型企业 PMI 为 51.7%，较上月 51.8% 几乎没有变化；中型企业的 PMI 值为 50.8%，较上月的 PMI 值 51.1% 下降了 0.3 个百分点；小型企业的 PMI 值为 49.1%，较上月增加了 0.3 个百分点，是本月增长突出的企业类型。政府启动逆周期政策进行宏观调控，首先受益的是大型企业，需求释放到中型企业，最后是小企业，如果小企业能全面恢复，我们认为经济会恢复得更为均衡。大小企业地 PMI 差值有所缩窄，不同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


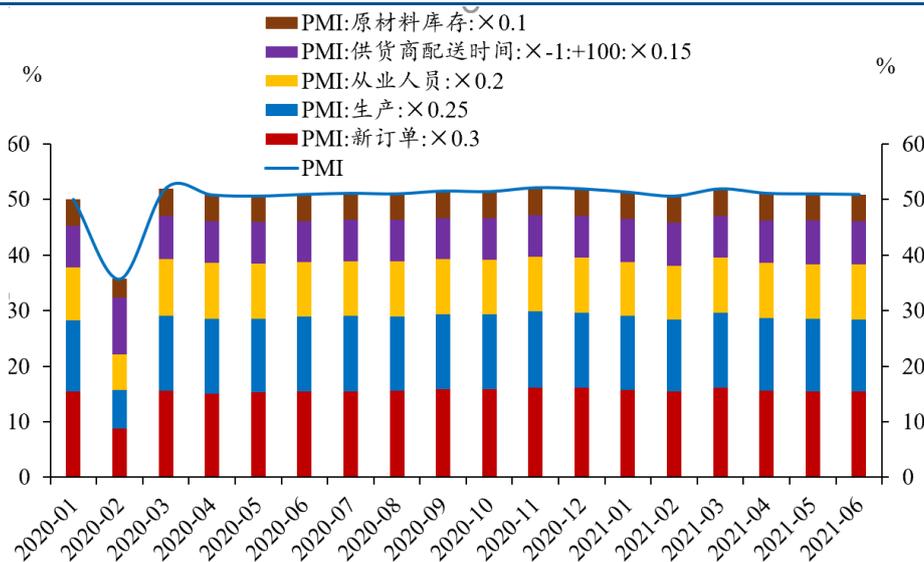
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

**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

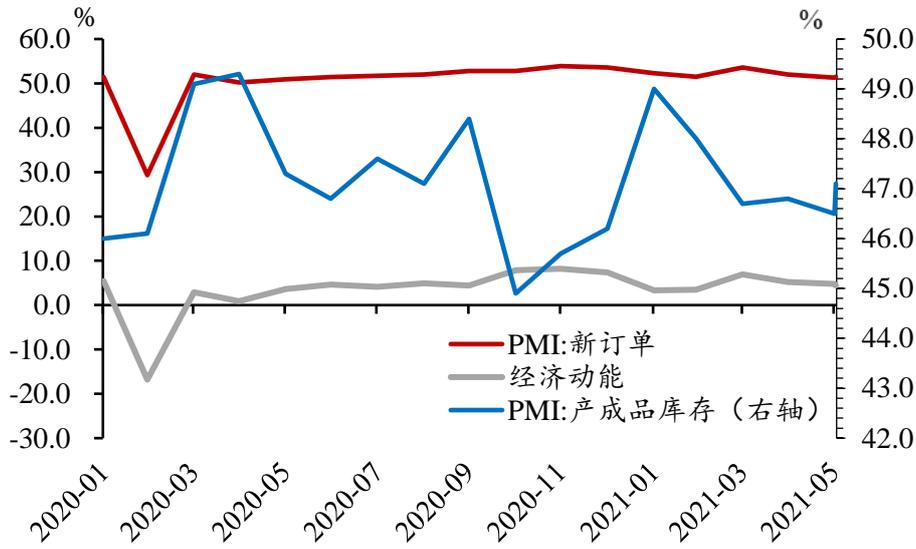
## 二、经济动能仍有韧性，需求扩张，企业积极补库存

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**


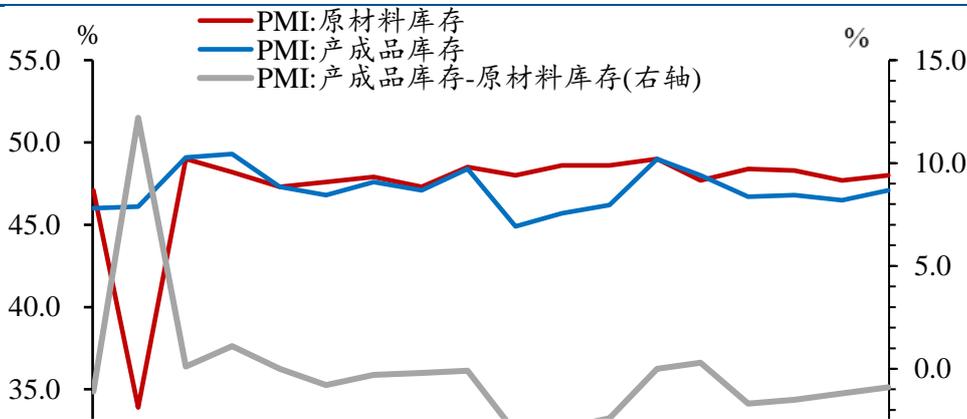
资料来源: 万得, 信达证券研发中心整理

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



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_20493](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20493)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>