

**经济稳步修复 需求可持续性待观察**

**——6月 PMI 数据点评**

**核心内容:**

★**制造业景气度由降转升，经济稳步修复。**6月制造业 PMI 为 50.9%，较上月小幅回升 0.3%，维持景气扩张区间运行，表明经济仍处于逐步恢复态势。当前，随着全国疫情得到较好控制，经济生产秩序已经基本恢复至疫情之前态势，经济复苏正在从生产复苏为主导，转向需求复苏为主要矛盾的阶段。预计下半年规模性政策全面发力下需求持续回升、新一轮改革红利逐步显现，下半年至明年上半年经济运行将进一步恢复到常态化增长运行轨道。

★**经济动能进一步提振但较疫情前仍有差距，后期仍面临去库存压力。**从短期经济运行动能与库存周期角度看，制造业 PMI 新订单指数继续回升，产成品库存下降，因此经济动能指标（新订单-产成品库存）上升 1 个点至 4.6（上月为 3.6），显示需求端有进一步提振，但距离疫情发生前 1 月份该指标所示水平 5.4 仍有一定差距，后续仍需继续观察。受经济增长放缓、就业压力增大、居民收入下降、企业盈利状况恶化等影响，投资、消费数据至今为止依然疲弱，需求端仍未回到正常增速区间，供大于求矛盾所造成的库存去化压力仍未可掉以轻心。

★**非制造业景气度稳步恢复，但可选消费行业复苏依然明显滞后。**6月 PMI 非制造业经营活动状况为 54.4%，比上月回升 0.8%，连续四个月上升，但低于近年

**分析师**

张宸

☎: (8610) 8357 1342  
✉: zhangchen\_yj@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130517120001

余逸霖

☎: (8610) 6656 1871  
✉: yuyilin\_yj@chinastock.com.cn  
执业证书编号: S0130520050004

当月均值。本月建筑业发展动能仍在。在政策利好的推动下，服务业也呈现渐进式恢复态势，6月服务业较5月上升1.1%至53.4%。此前，多数服务业行业，特别是生活性服务业，受疫情冲击较为严重。随着疫情得到控制，多地管制措施逐步放松，多项针对性的纾困、救助政策的实施，如进一步减税降费、信贷支持等，推动服务业加快恢复，未来非制造业数据有望继续保持稳定回升。复工复产推进下交运、信息传输服务、金融业等行业景气度维持较高区间，但文化体育娱乐和居民服务业景气度持续位于临界点以下，可选消费复苏依然明显滞后。

**★尽管市场对海外经济恢复增长的信心正在增强，但复苏前景仍存在高度不确定性。**PMI增长反映企业复工带来的短期反弹，但需求仍然疲弱。随着封锁政策的放开，交通和餐饮等行业的状况有所改善，但目前海外疫情随着经济重启强劲反弹，确诊感染人数的持续增加可能破坏甚至扭转当前逐步乐观的趋势，近期美国多州出现新冠肺炎确诊病例数量显著回升的情况。近日，国际货币基金组织进一步下调全球经济增长预期，从此前同比衰退3%，进一步降低预期至衰退4.9%，下半年全球经济形势仍然不容乐观。

## 一、经济稳步复苏但需求端仍需政策持续呵护

**制造业景气度由降转升，经济稳步修复。**6月制造业PMI为50.9%，较上月小幅回升0.3%，维持景气扩张区间运行，表明经济仍处于逐步恢复态势。当前，随着全国疫情得到较好控制，经济生产秩序已经基本恢复至疫情之前态势，经济复苏正在从生产复苏为主导，转向需求复苏为主要矛盾的阶段。预计下半年规模性政策全面发力下需求持续回升、新一轮改革红利逐步显现，下半年至明年上半年经济运行将进一步恢复到常态化增长运行轨道。

**第一，供需均有修复 但需求仍是后续决定性因素。**

从分项指标来看，生产动能继续提振，国内生产秩序已经基本恢复到疫情爆发前水平。6月生产指标小幅回升0.7%，为53.9%，绝对值较高且位于荣枯线之上。在国内疫情得到有效控制的背景下，企业生产活动已接近正常状态。但内外需求依旧疲弱，供需缺口或将扩大，有效需求不足或将抑制生产潜力的进一步释放。6月新订单指标回升0.5%至51.4%，已连续两个月回升，内需继续修复；进口指标为47.0%，位于荣枯线下，较上月上升1.7%。

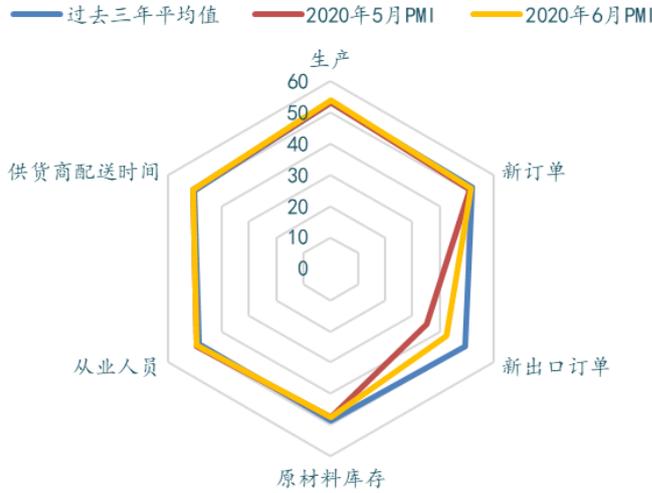
**经济动能进一步提振但较疫情前仍有差距，后期仍面临去库存压力。**从短期经济运行动能与库存周期角度看，制造业PMI新订单指数继续回升，产成品库存下降，因此经济动能指标（新订单-产成品库存）上升1个点至4.6（上月为3.6），显示需求端有进一步提振，但距离疫情发生前1月份该指标所示水平5.4仍有一定差距，后续仍需继续观察。受经济增长放缓、就业压力增大、居民收入下降、企业盈利状况恶化等影响，投资、消费数据至今为止依然疲弱，需求端仍未回到正常增速区间，供大于求矛盾所造成的库存去化压力仍未可掉以轻心。

**第二，从外需形势来看，部分国家虽然已开始重启经济，但主要经济体疫情控制形势依然存在变数，经济恢复进程依然存在不确定性，对我国供应链的稳定和出口需求仍有可能产生潜在的负面影响，但出口的韧性的确客观存在。**

6月新出口订单为42.6%，较上月回升7.3%，海外经济重启带来出口订单增加使得本月数据大幅改善，目前看来我国出口的韧性客观存在，主要源于中国制造业优势明显，产业链的集群优势使得全球市场参与者在重新布局产业链时对于中国有着极高的产业链黏性；同时，中国率先控制疫情且能够在复工复产的同时有力地压制疫情反弹在极低水平，总体上看中国制造业在全球仍然具有极高的竞争力。

出口后续的隐忧在于仍处于较低水平，海外主要疫情国家如美国，重启经济后面临严峻的疫情反弹趋势，后续疫情能否得到妥善控制，积极变化的持续性也有待观察，外需在三季度仍然有可能是需求面的主要拖累，预计该趋势短期内难以有实质性改观。海外疫情的强劲反弹对居民消费的偏好仍然会是显著制约，外需修复存在反复的可能。

**图1：出口新订单所示的外需减少仍是需求主要拖累**

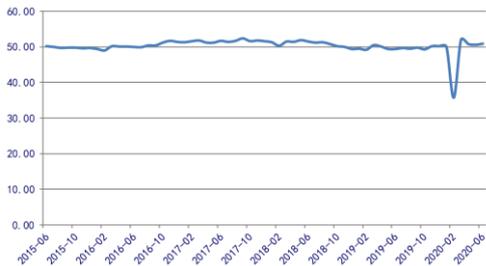


资料来源：Wind 中国银河证券研究院

### 第三，就业指标小幅回落，小型企业经营压力仍然较大。

6月PMI就业分项指标回落至49.1%，比上月下降0.3%，内外需疲软的现状使得企业裁员多、部分中小企业尤其是服务业企业经营陷入困境、岗位新增少等问题凸显，稳就业压力有所增加。从企业规模分项数据看，小型企业景气度下行。大型和中型企业景气度较上月回升0.5和1.4个点至52.1和50.2，但小企业景气度继续回落1.9个点至48.9，表明小型企业的经验压力仍然较大，稳就业、保民生压力仍然需要关注。

图2：制造业 PMI 指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

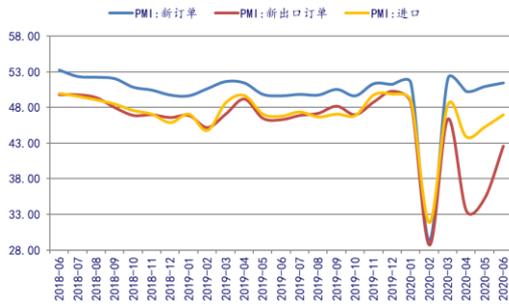
图3：制造业 PMI 主要分项指标



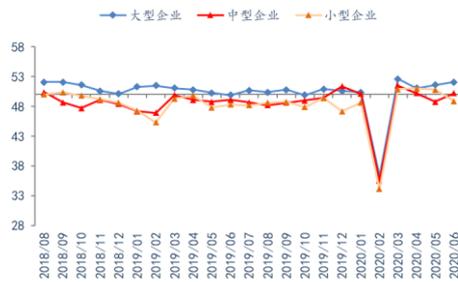
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图4：制造业 PMI 进出口指标

图5：大中小型企业 PMI 指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院



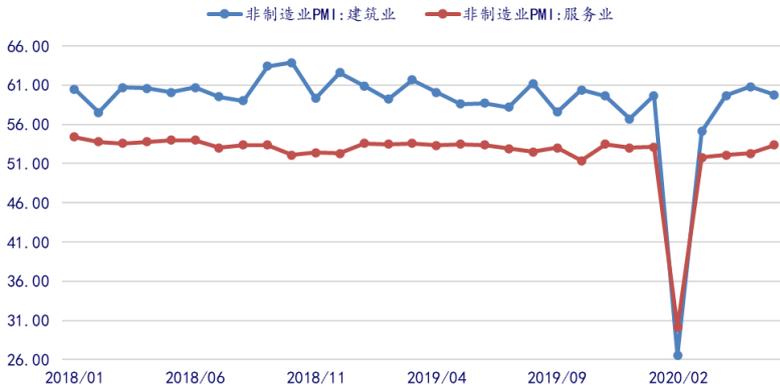
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

## 二、非制造业稳步恢复 可选消费复苏明显滞后

非制造业景气度稳步恢复，但可选消费行业复苏依然明显滞后。6月PMI非制造业经营活动状况为54.4%，比上月回升0.8%，连续四个月上升，但低于近年当月均值。本月建筑业发展动能仍在。在政策利好的推动下，服务业也呈现渐进式恢复态势，6月服务业较5月上升1.1%至53.4%。此前，多数服务业行业，特别是生活性服务业，受疫情冲击较为严重。随着疫情得到控制，多地管制措施逐步放松，多项针对性的纾困、救助政策的实施，如进一步减税降费、信贷支持等，推动服务业加快恢复，未来非制造业数据有望继续保持稳定回升。复工复产推进下，交通、信息传输服务、金融业等行业景气度维持较高区间，但文化体育娱乐和居民服务业景气度持续位于临界点以下，可选消费复苏依然明显滞后。

建筑业或将持续改善，全年房地产投资增长预计平稳，基建投资稳步温和增长，固定资产投资仍是经济的重要支撑。从行业大类看，6月建筑业小幅回落1.0%至59.8%，保持高位景气区间。新型城镇化、新型基础设施、重大工程（“两新一重”）作为我国拉动经济增长的重要手段，财政将给予大力支持。随着近期各类大型项目的陆续动工，建筑业或将持续改善。6月房地产经营状况回升1.5%至47.6%，订单回落0.5%至44.2%，被疫情抑制的购房需求已基本得到释放。细分行业，本月航空、道路行业PMI分别为68.2%和63.9%，表现优于其他行业，交通运输业大类领跑非制造业，后续需警惕南方强降雨对物流运输需求端的影响。

图6：非制造业PMI指标



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

### 三、新兴产业超季节性回落，外贸改善仍有待时日

**出口低迷持续拖累 EPMI，国内需求反弹告一段落。**6 月份新兴产业景气指数 EPMI（主要统计覆盖高端装备制造产业、节能环保产业、生物产业、新材料产业、新能源产业、新能源汽车产业、新一代信息技术产业、医疗健康服务业等行业）录得 51.4%，比上月回落 4.5%。虽较去年同期高 1.2 个百分点，但比往年均值低 2.7 个百分点。本月出口未出现实质性转好，大部分产业的回落幅度超过原有季节性。显示国内需求的疫后反弹已告一段落，逐步进入常态，未来增量决定于出口状况的改善。

**订单、生产扩张减弱，外贸改善有待时日。**本月订单、生产同步分别大幅回落 7.3%、8.7% 至 54.7% 和 51.7%，带动全国 EPMI 指数回落。尽管仍位于荣枯线以上，但扩张力度明显减弱。受欧美经济拖累，出口已连续三个月维持 32% 左右的极低位，进口指数回落 3.4 个百分点至 38.3%，进出口均保持低位运行。国外疫情未明显缓解，进出口状况依然严峻，外贸改善仍有待时日。用户库存本月回落至 45.5% 低位，国内需求进入常态化，国外需求短期内不见起色，但低库存有利于未来企业扩产。

**采购量随市场需求回落，未来就业数据有待观察。**由于供应受限，购进价格本月回升 0.6% 至 54.2%，连续第三月维持在 53% 以上的快速扩张区间。主要原因是进口萎缩导致的原材料供应不足，加上 6 月原油价格回升，推高了购进价格指数。销售价格则继续萎缩，表明市场需求收缩。6 月采购量为 52.3%，环比增速为 -6.1%，同比增速为 -2.7%。自有库存为 50.1%，本月小幅回升，环比值为 1%，同比值为 2.7%。国内市场受季节性影响需求减少，采购量增速随之放缓，同理，自有库存基本持平于上月。就业指标为 49%，

较上月小幅回落 1.7%，同比变化-1%，处于正常波动区间之中。疫情的冲击依然存在，就业数据能否保持稳中向好仍有待观察。

**新产品研发受疫情冲击，企业贷款难度下降。**6月新产品投产为 55.1%，低于近年均值 66%，环比增速为-0.3%，同比增速为-6.6%。研发活动指数为 55.3%，也低于近年均值 63.4%，环比值为 0.8%，同比值为-5.8%。以上两个指标虽然相对其他指标较为坚挺，但与近年均值相比均出现明显回落，表明企业在疫情中遭受的冲击对研发和新产品投产的负面影响较为严重。贷款难度为 48.7%，本月再次回落至历史低位，说明政策扶持已有效落实，企业贷款难度下降，资金周转问题有所缓解。企业经营预期仅为 47.1%，回落 8.8 个百分点，处于近年低位，未来淡季效应可能持续。

#### 四、海外景气度随经济重启改善 后续复苏仍面临不确定性

**企业信心显著回升，美国经济进一步改善。**美国 6 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.6%，前值为 39.8%，预期值为 48%。美国商业活动正以四个月来最慢的速度萎缩，在摆脱经济严重衰退之际，美国经济出现进一步改善迹象。6 月订单、就业和出口综合指标继续上升，每项指标均接近荣枯线。此外，信心指标显著回升，四个月以来企业对未来一年的需求预期首次升高。尽管 3 月中旬为阻新冠肺炎传播而关闭的企业逐步开业，但企业裁员仍在继续，以削减成本和应对疲弱需求。

**欧元区经济下行压力减弱，英法两国开放政策成效明显。**6 月 23 日公布的欧元区和欧洲主要经济体 PMI 指数回升，产出和需求不再大幅下滑，经济下行压力明显缓解。作为欧洲经济龙头的德国，6 月制造业 PMI 指数初值为 44.6%，虽位于荣枯线下，但高于市场预期预期的 42.5%，标志着德国经济正缓慢复苏。法国和英国制造业 PMI 指数双双重回荣

**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\\_4202](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4202)

