



Research and  
Development Center

# 经济重回扩张，下一步政策核心将是稳就业 ——6月PMI点评

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理  
邮箱: wangshixian@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

# 经济重回扩张，下一步政策核心将是稳就业 —6月PMI点评

2022年6月30日

**摘要：6月我国制造业PMI、建筑业商务活动指数和服务业商务活动指数分别为50.2%、56.6%和54.3%，前值为49.6%、52.2%和47.1%。经济整体重回扩张的同时，三大行业从业人员指数却依然低于临界点，下一步政策核心将是稳就业。**

- **制造业PMI重回扩张，从业人员指数仍在临界点下。**6月制造业PMI回升0.6个百分点至50.2%，新订单指数和生产订单指数分别回升至50.4%和52.8%。供货商配送时间指数为51.3%，物流运输极大改善。在制造业整体加速恢复的情况下，从业人员指数仅为48.7%，就业压力偏大。同时主要原材料购进价格指数仍处于扩张区间，制造业上游成本依然偏大。也就是说制造业总体稳中向好，但仍存在一些结构性问题，尤其是就业问题。
- **企业生产动能快速恢复下，产需缺口有所扩大，主要表现为需求的恢复速度稍慢于企业复产复工的速度，但这是正常现象。只要再给一些时间，这个缺口就会被补上。**6月新订单与产成品库存指数之差回正至1.8%，新增需求消化库存的能力更强，进而能够推动企业的生产动能。生产指数与新订单指数的差有所扩大，生产相较需求的景气水平更高，这主要是后疫情时代需求的恢复具有一定黏性导致的，相比之下，复产复工的进度会更快。我们预计三季度内需有望进一步恢复，届时这样的缺口就会被抹平。
- **制造业企业延续被动去库存周期，有望在三季度进入主动补库存，届时对应的将是需求旺盛。既然需求已经快速恢复，那么后续政策可能会花更多功夫在稳就业方面。**今年上半年制造业先后经历了1-2月的主动去库存到3-4月的被动补库存再到5-6月的被动去库存三个阶段，也就是年初的需求经历了从去年年底下降，然后到3、4月跌入谷底，5、6月再迎来改善的过程。后续我们继续看好消费，而当消费成功复苏后，经济中失业率过高的短板将会更加凸显，届时中央政策可能会花更大力气在稳就业上。
- **建筑业延续强劲的扩张势头，服务业景气恢复至扩张区间，但两大行业的从业人员指数仍在收缩区间。**6月建筑业PMI为56.6%，高于上月4.4个百分点。这主要归功于基建。当月新增专项债投向基建的金额为9043.7394亿元。我们认为这波集中发债后，建筑业的强劲扩张势头或至少能维持到8月底。若后续出台重磅的增量政策能有效支持基建，建筑业的扩张有望持续一整年。服务业经历3、4月的低迷后，6月强势反弹至54.3%。但两大行业的从业人员指数仍处于收缩区间，就业形势不容乐观。
- **风险因素：**疫情反复出现，重磅增量政策尚不明朗。

目录

一、制造业重回扩张，但仍有结构性问题.....	3
二、制造业企业延续被动去库存周期.....	6
三、建筑业走势强劲，服务业重回扩张.....	7
风险因素.....	9

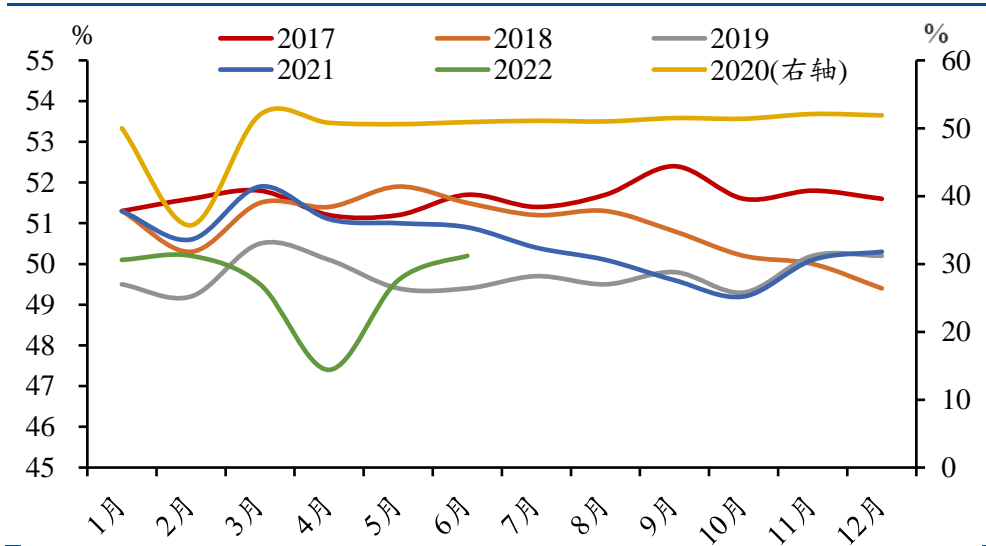
图目录

图 1：今年上半年制造业景气的 V 型更宽更胖.....	3
图 2：5 大分项指数出现不同程度的回升.....	4
图 3：生产动能明显增强，产需缺口有所扩大.....	4
图 4：中型企业重回扩张区间.....	5
图 5：主要原材料购进价格仍在扩张区间.....	5
图 6：6 月制造业企业延续被动去库存.....	6
图 7：建筑业延续强劲扩张势头，服务业重回扩张.....	7
图 8：6 月新增专项债投向分布（单位：亿元）.....	7
图 9：我国综合 PMI 产出指数重回扩张区间.....	8

## 一、制造业重回扩张，但仍有结构性问题

6月制造业PMI为50.2%，高于上月0.6个百分点。上半年的V型走势更加印证了我们此前在《低谷期已过，经济正在努力爬坡——5月PMI点评》中对4月是谷底的判断。从整个上半年制造业PMI的变化趋势可以明显地观察到，制造业景气度与上海疫情的形势息息相关。3月上海疫情爆发，景气水平迅速塌落收缩区间；4月份疫情最严重，景气度就陷入了谷底；5月上海疫情基本得到控制，制造业景气边际恢复；6月起上海开始全面恢复正常生产生活秩序，制造业重回扩张。和2020年相比，今年的V型更宽更胖，底部更高，表明今年上海疫情对经济的冲击比两年前的武汉疫情在惨烈程度上有所降低，但时间更久，需要花费更长时间来修复。

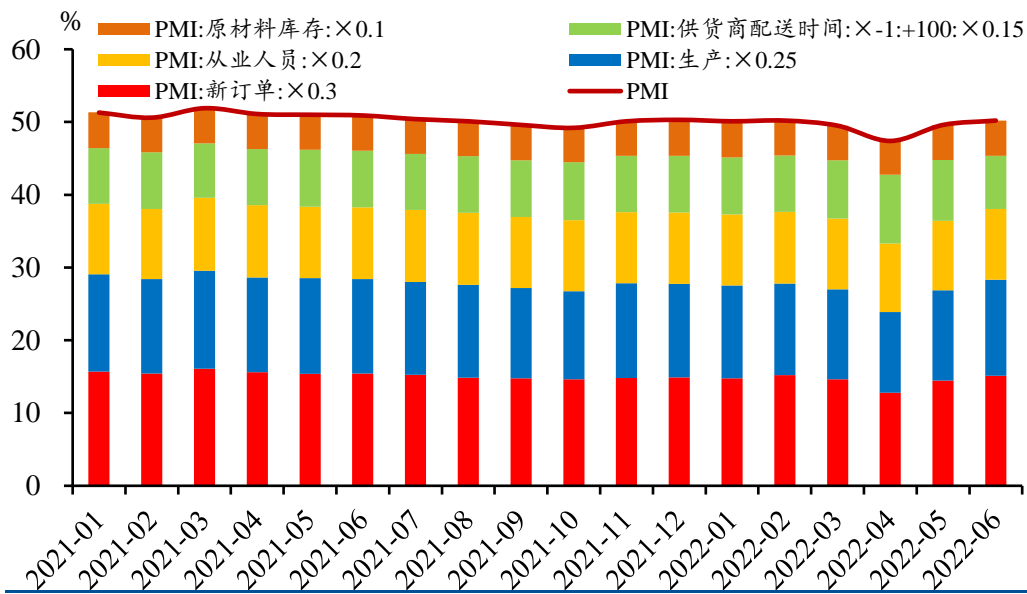
图1：今年上半年制造业景气的V型更宽更胖



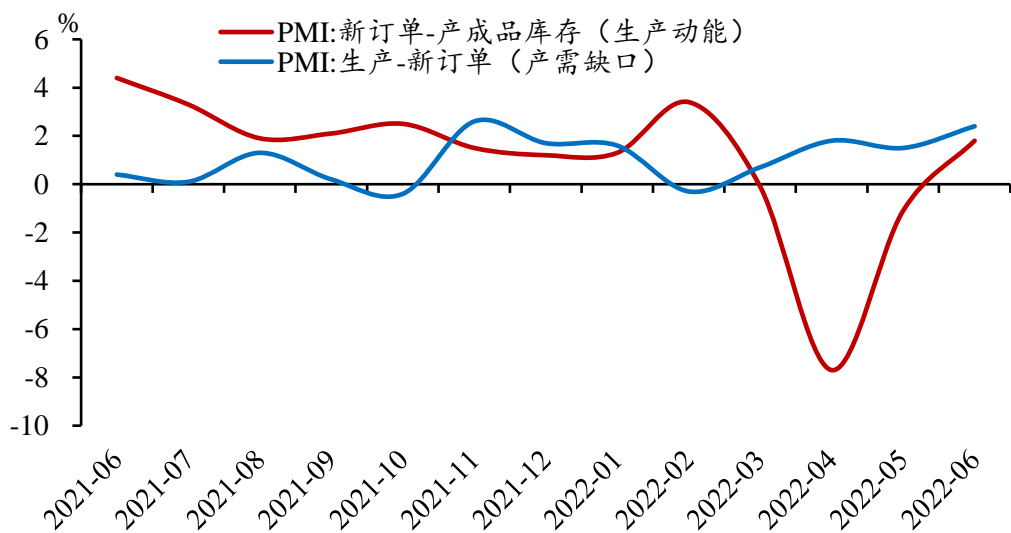
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**制造业产需修复加快。**继续看构成制造业PMI的5个分项指数，新订单指数、生产指数、供应商配送时间指数分别为50.4%、52.8%和51.3%，高于上月2.2、3.1和7.2个百分点。疫情区内，企业复产复工有序推进和社区陆陆续续的解封推动产需重回临界点以上，上海对外公路、铁路、水运和航运的运行恢复推动物流运输通畅度更高，保通保畅成效显著。原材料库存指数为48.1%，较5月上升0.2个百分点，原材料采购力度边际恢复。从业人员指数为48.7%，较5月上升1.1个百分点，用工景气水平回升，但还在临界点以下，就业压力仍然存在。

**制造业生产动能明显增强，产需缺口有所扩大。**6月制造业需求的大幅改善推升了新订单指数升高，也推动了产成品库存指数的降低，两个指数之差大幅回升至1.8%，高于上月2.9个百分点，表明6月制造业新增需求消化产成品库存的能力显著增强，进而制造业企业的生产动能就会更强。另一方面，6月制造业生产的恢复速度要快于需求，这可以从新订单指数回升幅度小于生产指数得出，这表明后疫情时代，需求相较生产还是具有一定黏性，复产复工的推进速度还要快于内需的恢复速度。在此背景下，6月的产需缺口有所扩大，主要表现为供大于需（生产指数与新订单指数之差大于前值）。我们认为这只是暂时的，随着国家央地两级各类促消费政策效应的持续释放，内需的恢复速度大概率就会在三季度追上企业复产复工的速度，供需差有望被抹平。

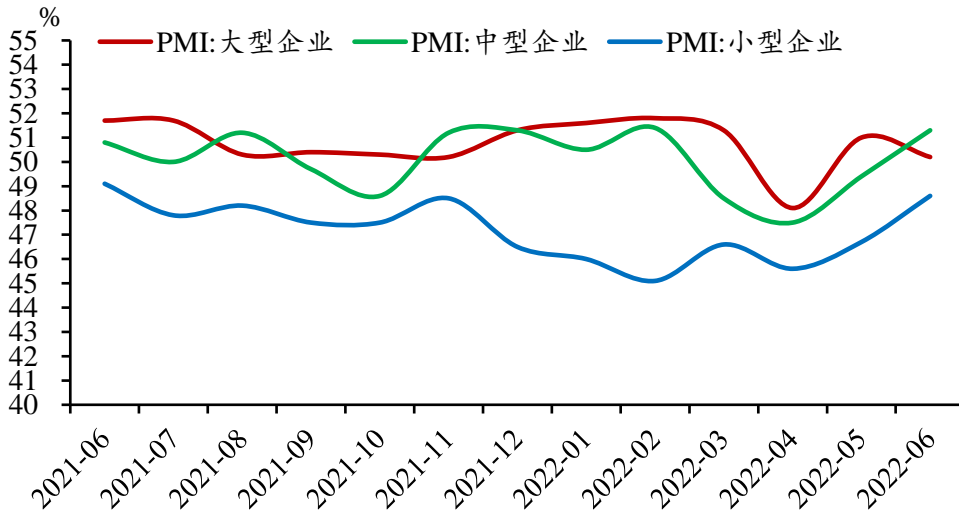
**图 2：5 大分项指数出现不同程度的回升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 供货商配送时间指数为逆指数, 回升后占比下降

**图 3：生产动能明显增强，产需缺口有所扩大**


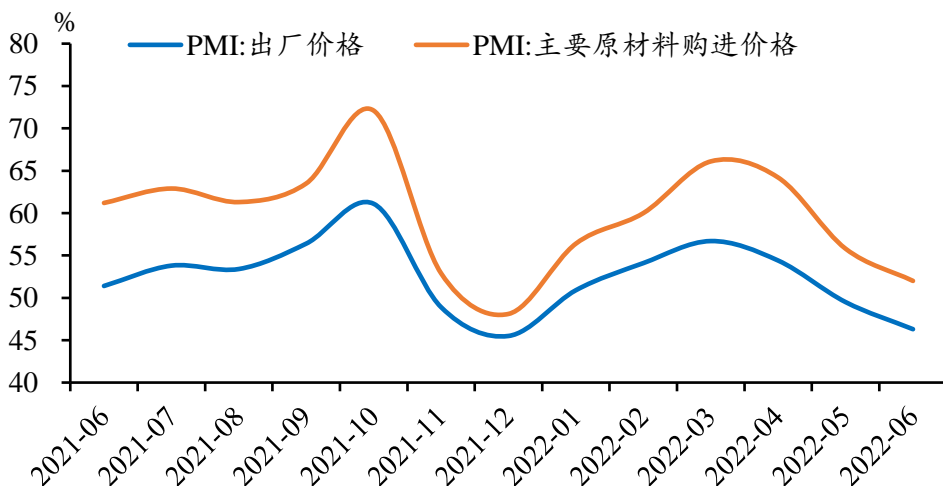
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**大型企业延续扩张势头，中小企业景气度明显回升。**6月大型企业 PMI 为 50.2%，已连续两月呈现扩张态势。中型企业恢复势头强劲，PMI 重回扩张至 51.3%，较上月增长 1.9 个百分点。小型企业 PMI 为 48.6%，高于上月 1.9 个百分点，虽然仍处于临界值以下，但景气水平有所回升。我们预计三季度大中型企业能持续维持扩张势头，而小型企业有望在三季度重回扩张。

**图 4：中型企业重回扩张区间**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

虽然制造业整体重回扩张，但企业的上游成本压力还在，利润空间仍被挤压。6 月供大于需推动制造业出厂价格指数降至 46.3%，较上月下降 3.2 个百分点，连续两个月位于收缩区间。主要原材料购进价格指数下降至 52.0%，制造业原材料采购价格涨幅持续收窄，但仍位于扩张区间，企业原材料成本压力偏大。随着疫情防控稳中向好，市场需求进一步回暖，下游盈利空间有望被打开，叠加能源保供政策效应的释放，上游成本压力有望减轻，制造业企业利润承压大概率会在三季度有所缓解。如果政策给力，甚至有望实现利润扩张。

**图 5：主要原材料购进价格仍在扩张区间**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综上所述，制造业在 6 月重回景气扩张，但从业人员指数、小型企业 PMI 仍在收缩区间，就业压力还在，小型企业的恢复程度也还不够。主要原材料购进价格仍在扩张区间，出厂价格指数持续收缩，企业盈利依然承压。需求的恢复程度不及复产复工的速度，供需缺口扩大，结构性问题仍在。

## 二、制造业企业延续被动去库存周期

首先，企业的库存周期按照需求的不同层次可以划分为主动补库存、主动去库存、被动补库存、被动去库存再到主动补库存的周期，依次对应需求旺盛、需求下降、需求谷底、需求改善再到需求旺盛。每个阶段对应的指数走势如下：

主动补库存对应需求旺盛。该阶段制造业企业面对下游旺盛的需求，加大原材料采购力度，同时积极往仓库中补库存来应对源源不断的新订单。产成品库存指数和原材料库存指数都上升，企业积极主动地补库存。

主动去库存对应需求下降。该阶段制造业企业面对需求减弱开始削减原材料的采购力度，而由于需求并未降至谷底，仓库中的产成品库存还在不断消耗，体现为产成品库存指数和原材料库存指数都下降，企业主动地去空库存。

被动补库存对应需求低谷。该阶段因为需求低迷企业当然也会大幅减弱原材料的采购，同时产成品也卖不出去而堆积在仓库中，体现为产成品库存指数上升和原材料库存指数下降，企业无奈只能被动补库存。

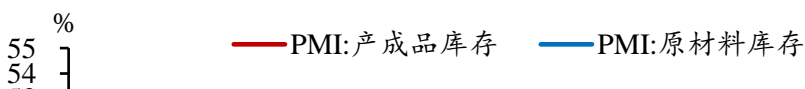
被动去库存对应需求改善。该阶段由于需求开始恢复，企业会逐渐加大原材料的采购，产成品库存也会随着需求复苏出现下降，体现为产成品库存指数下降和原材料库存指数上升，企业被动去库存。

6月产成品库存指数为48.6%，低于上月0.7个百分点；原材料库存指数较上月回升0.2个百分点，对应的阶段为被动去库存，更加印证了需求在改善。也正如我们在《低谷期已过，经济正在努力爬坡——5月PMI点评》预测的那样，6月会延续5月的被动去库存趋势。

总体看今年以来制造业先后经历了1-2月的主动去库存到3-4月的被动补库存再到5-6月的被动去库存共三个阶段，也就是年初的需求经历了从去年年底下降，然后到3、4月跌到谷底，5、6月再迎来改善。

正如第一章的分析，后疫情时代需求的恢复需要时间，不会一下从4月的低迷到6月就会迎来旺盛，也就是说，6月的需求修复仍然处于爬坡阶段。对应制造业的库存周期，也自然不会从4月的被动补库存到6月就会迎来主动补库存，我们认为主动补库存大概率在三季度实现。

图6：6月制造业企业延续被动去库存



**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\\_43416](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43416)

