

经济活动已开启复苏之路

——6月 PMI 数据点评 20220630

报告日期：2022-06-30

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：张伟

执业证书号：S0010522030003

电话：18811507660

邮箱：zhangwei@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 事件：

6月30日，统计局公布2022年6月PMI数据。6月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.2%，比上月回升0.6个百分点；非制造业商务活动指数为54.7%，比上月回升6.9个百分点。

● 经济活动已开启复苏之路

整体来看，本月PMI如期站上荣枯线，且在供应链的拖累作用下读数仍然偏低，剔除供应链因素后本月PMI为近一年来的高点。具体来看，制造业供需两侧持续回暖，当前均处于景气区间，生产动能指数由负转正，经营预期进一步回升，带动企业用工及备料回暖；中型企业紧随大型企业回归至临界值以上，小型企业仍有较大恢复空间；服务业景气度实现迅速恢复，建筑业需求侧有所回暖。后续来看，6月经济活动实现全面恢复，正式开启复苏之路，预计三季度生产经营活动有望恢复常态化。债市观点方面，宏观经济拐点已现，后续经济活动的持续复苏则意味着利率中枢或将逐渐抬升。

◆ 供应链持续修复，继续拖累PMI读数。

6月逆指数供货商配送时间大幅回升7.2pct至51.3%，供应链问题进一步得到解决，供货速度继续加快，有利于复工复产进程持续推进。考虑到该指数在合成总指数时需要对该指数采取逆运算，但在疫情背景下逆运算会导致PMI读数偏低，在假设该指数环比持平后，我们测算出调整PMI为51.3%，为近一年来的最高点。后续来看，6月27日交通运输部在国新办新闻发布会上表示，要持续提高重点枢纽运转效率，为企业复工复产提供有力物流服务保障，因此预计供应链影响将进一步减弱，不会构成经济复苏的掣肘。

◆ 供需均处于景气区间，经济活动逐步回归常态化。

6月制造业新订单指数录得50.4%，环比回升2.2pct，较过去5年同期均值低出1.4pct，表明疫情影响正逐步消退，需求端正处于持续恢复阶段，但距离完全恢复仍有一定空间。本月新出口订单录得49.5%，较前值回升3.3pct，涨幅高于新订单指数，表明当前总需求的持续回暖来源

于内外需的双重发力。

6月生产指数录得52.8%，较前值回升3.1pct，回归景气区间，较过去5年同期均值略低出0.2pct。在手订单与产成品库存分别较前月回落0.8pct与0.7pct，当前处于较低水平，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数时隔3月再度回正，当月录得1.8%，较上月回升2.9pct，表明企业生产意愿正在加快恢复。整体来看，当前生产活动基本恢复至历史同期水平，但考虑到4-5月的低基数，因此当前距离完全恢复仍有空间，预计7月将迎来全面复工复产，三季度实现经济运行常态化。

◆ 价格指数大幅回落，预计6月PPI或在5.7%左右。

6月出厂价格指数与原材料购进价格指数分别录得46.3%与52.0%，分别较前值回落3.2pct与3.8pct，价格整体回落，其中出厂价格指数仍处于收缩区间，而原材料价格则进一步下行，均低于历史平均水平。具体来看，本月国内商品价格普跌，石油及动力煤价格月内震荡明显，钢铁、水泥及有色金属价格继续维持弱势，表明疫情影响或仍在持续，地产行业低位运行拖累下游钢材水泥等需求。根据两大价格指数与PPI环比的相关性，我们对6月PPI进行测算，结果显示6月PPI环比或落入负区间，预计6月PPI同比或在5.7%左右。

◆ 预期继续回升，用工及备料均有回暖。

6月制造业企业经营预期较前值回升1.3pct至55.2%，连续2月实现回升，但仍较去年同期下降2.7pct，较过去5年同期均值下降1.9pct，表明随着生产经营活动回归正轨，企业经营预期持续回暖，但距离正常区间仍有一定恢复空间。

企业用工及备料均有回升。6月制造业采购与进口指数分别录得51.1%与49.2%，分别较前月回升2.7pct与4.1pct，其中采购指数时隔3月再度回归景气区间，原材料库存指数小幅增加0.2pct至48.1%，表明随着疫情影响逐步消退，企业生产经营活动逐步回归正轨，经营预期的回升也使得企业加快备料；与此同时，从业人员指数回升1.1pct至48.7%，用人需求亦在回升，但仍处于收缩区间，后续仍需关注稳就业相关政策的推进及落实情况。

◆ 大型企业PMI小幅回落，中小企业景气度迅速回升。

6月大中小型制造业企业PMI分别录得50.2%、51.3%与48.6%，分别较前值回落0.8pct、回升1.9pct与回升1.9pct。具体来看，大型企业景气度本月高位回落，但仍位于景气区间，而中型企业则紧随大型企业步伐，本月景气度回升至荣枯线以上。本月小型企业虽仍低于临界值，但景气度同样出现明显回升。

小型企业本月景气度的回升主要源于供需两侧的回暖，但多次出现的疫情局部反复使得该部分企业经营信心难以迅速恢复，本月小型企业原材料库存及生产经营活动预期回升幅度均有限，整体景气度仍偏低。后续来看，小型企业经营信心的恢复虽仍需时日，但考虑到疫情防控措施的不断优化，普惠小微企业政策的持续推进落实，以及成本端压力持续缓解，因此预计仍将对中小微企业景气度形成有力支撑。

◆ **非制造业全面回暖，业务活动预期大幅回升。**

非制造业方面，6月商务活动指数录得**54.7%**，较上月大幅回升**6.9pct**。其他主要分类指标整体回升，其中新订单指数回升**9.1pct**至**53.2%**，重回临界值以上，投入品价格指数与销售价格指数分别小幅上行**0.1**与**0.2pct**，但后者仍低于荣枯线，从业人员指数回升**1.6pct**至**46.9%**，此外业务活动预期大幅上行**5.7pct**至**61.3%**。

分行业来看，**服务业商务活动指数大幅回升7.2pct至54.3%**，连续2个月出现7pct以上的涨幅，回归至疫情前水平，其中新订单指数大幅回升**10.0pct**至**53.7%**，表明服务业正处于快速恢复阶段。**建筑业商务活动指数回升4.4pct至56.6%**，其中新订单指数录得**50.8%**，同样较前月上行**4.4pct**，回归景气区间，建筑业需求侧有所回暖，投入品价格指数则继续回落**3.7pct**至**48.7%**，跌破荣枯线，反映出需求不足引发的原材料价格回落。整体来看，服务业连续两月出现大幅回暖，整体步入快速修复阶段，建筑业需求收缩趋势有所缓解，后续随着疫情防控常态化措施不断推进与落实，基建投资有望进一步发力，仍需关注地产端边际变化。

● **投资策略：兼顾，而非取舍！**

整体来看，本月PMI如期站上荣枯线，且在供应链的拖累作用下读数仍然偏低，剔除供应链指标后本月PMI为近一年来的高点，经济活动实现全面恢复，正式开启复苏之路，预计三季度生产经营活动有望恢复常态化。**债市观点方面，宏观经济拐点已现，后续经济活动的持续复苏则意味着利率中枢的逐渐抬升。**

尽管在上半年债券市场演绎的过程中，投资者持续感受到了利率的低波动、低反馈和低定价，与2020年直接相比的话，看似长端利率下行的幅度并不足以对偏弱的基本面和宽松的流动性进行充分地定价。但利率对基本面、流动性的弹性并不是一成不变的，利率水平越低、越接近前期底部，进一步下行就需要越多的驱动因素。

从相对的角度来看，今年疫情后的长端利率与2020年疫情后的长端利率具有极为相似的波动形态，并且长端利率与资金价格的利差走势也高度一致。**今年的长端利率实际上已经对基本面和流动性进行了充分地定价，只不过本次行情中，合理的定价区间就只有20bp，这是由利率的**

弹性和市场的学习效应所决定的。

因此，既然长端利率已经给出了合理的估值定价，那么对于后续市场而言，也就不存在因为重定价而产生的下行空间了。**陡峭的收益率曲线，并不能构成长端利率继续下行的充分条件。**

从基本面的角度出发，北京、上海疫情已经陆续受控，政策行 8,000 亿元新增信贷也在陆续投放的过程中，宏观经济已经进入到了复苏的阶段，从趋势上而言将驱动利率中枢逐渐抬升。

同时，随着稳增长的渐次推进，信贷投放的堵点也会边际打开，叠加目前还有约 2 万亿的国债净融资尚未完成，尽管地方债发行接近尾声，预计也不会形成政府债发行的断档。因此，资金价格也不会持续保持在低位的水平之上，中枢边际抬升将是大概率事件。

从利率债投资的角度来说，基本面的逐步修复预示着利率中枢的逐步抬升，但前期的窄幅定价和今年偏弱的复苏斜率，则意味着后续利率上行的空间或较为有限，斜率大概率也会比较平缓。**因此，在利率上行的过程中，尤其是接近今年震荡区间高点时逐渐拉长配置久期可能是比较实用的策略。**

与此同时，今年独特的宏观环境鲜有历史可参考对象，对于利率投资中的各项不确定因素需要保持警惕。一方面，财政收支平衡压力已经出现，后续是否会出现增量财政政策应对，仍需重点观察 7 月政策窗口；另一方面，对于国内疫情及防控政策的落地推进情况，以及全球通胀、俄乌冲突等外部因素亦要保持关注。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

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_43483

