

被低估的制造业 PMI 指数

——6 月 PMI 数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

制造业 PMI 被低估，经济景气度实际很高。6 月制造业指数较上月提升 0.6 个百分点至 50.2%，重回至荣枯线以上。在疫情形势改善、复工复产全面推进、稳经济配套政策持续推出的情况下经济复苏趋势明显。值得注意的是，6 月制造业 PMI 是被低估的，实际上经济景气度应比数据显示的更好。我们在 4 月份的 PMI 数据点评《供应链问题凸显》中曾指出，4 月 PMI 的“47.4%”实际上是被高估的，同样的原理，6 月 PMI 是被明显低估的。这背后都是因为“供应商配送时间”指数发出了错误的信号。在正常经济环境中，供应商配送时间指数越低，即供应商供货越慢，反映出需求越旺盛，厂商供不应求，即经济景气度高。所以 PMI 中这一项在加权计算时为逆指数，其值越低，总的 PMI 指数越高。而疫情冲击期间供应商配送效率由于防控的阻隔而下降，实际上反映出经济受到负面冲击很大，但在计算时却给 PMI 总指数非常大的正向贡献，所以前几个月 PMI 指数被“高估了”。6 月份供应商配送效率大幅上升，体现为这一分项指数由 44.1% 上升至 51.3%，这本是疫后复苏的积极因素，但在加权计算时却拖累了 PMI 指数 1.08 个百分点。由于供应商配送时间指数在疫情中逻辑发生转变、但计算方法未变，所以 6 月 PMI 指数实际上被较大幅度地低估了。当前经济正在处于较强的复苏路径中。供需两端继续修复。结构上仍是生产强而需求弱的格局。6 月新出口订单较 5 月上升 3.3 个百分点至 49.5%，显示出出口仍具韧性，符合我们此前的判断。价格指数继续回落。在大宗商品价格回落的背景下，企业端通胀压力正在减轻。大中小型企业景气度差距缩小。可能因为大型企业中很多企业位于产业链上游，原材料价格下降拖累了相关企业景气度。而中小型企业则因成本下降和政策纾困而有所改善。

服务业及建筑业大幅回暖。6 月份非制造业商务活动指数升至荣枯线以上，录得 54.7%，高于上月 6.9 个百分点，其中服务业指数的反弹更加显著。6 月服务业指数较上月大幅上升 7.2 个百分点，达到 54.3%，反弹至临界线以上。这是疫情防控形势改善的直接结果。交通运输、零售等行业复苏显著，商务活动指数均位于 55.0% 以上。6 月建筑业指数为 56.6%，较 5 月提升 4.4 个百分点。一方面基建依旧发力强劲。另一方面地产开工增加。疫情期间很多项目被迫停工，随着疫情隔离的解除，相关建筑项目重新开工，拉动了建筑业景气度。随着财政政策逐步

落地及商品房销售触底回升，下半年基建和房地产继续向上修复的确定性较大，建筑业景气度有望持续抬升。

经济正处于快速修复期。我们此前在报告《短期内经济复苏会很强劲——5月经济数据点评》中指出，随着疫情防控力度的放缓和此前各类需求的补偿性释放，短期内中国经济将会出现较为强劲的反弹。6月制造业 PMI 排除供应商配送指数的干扰后已经显示出较高的景气度，非制造业 PMI 则大幅超预期反弹，显示出经济复苏的动力较为强劲。叠加上游原材料价格下降带来的中下游企业利润改善，复苏交易仍为当前市场的主线逻辑。下半年经济增速将先快后慢，8月之后经济动能可能会放缓。

风险提示：国内疫情反复。

目录

1. 数据	5
2. 制造业 PMI 被低估，经济景气度实际很高	5
3. 服务业及建筑业大幅回暖	7
4. 经济正处于快速修复期	8

图表目录

图表 1: 制造业景气度继续回升	5
图表 2: 供应商配送时间指数在疫情期间的逻辑发生变化	6
图表 3: 大中小型企业差距缩小	7
图表 4: 非制造业指数大幅反弹	7
图表 5: 商品房销售面积触底回升	8

1. 数据

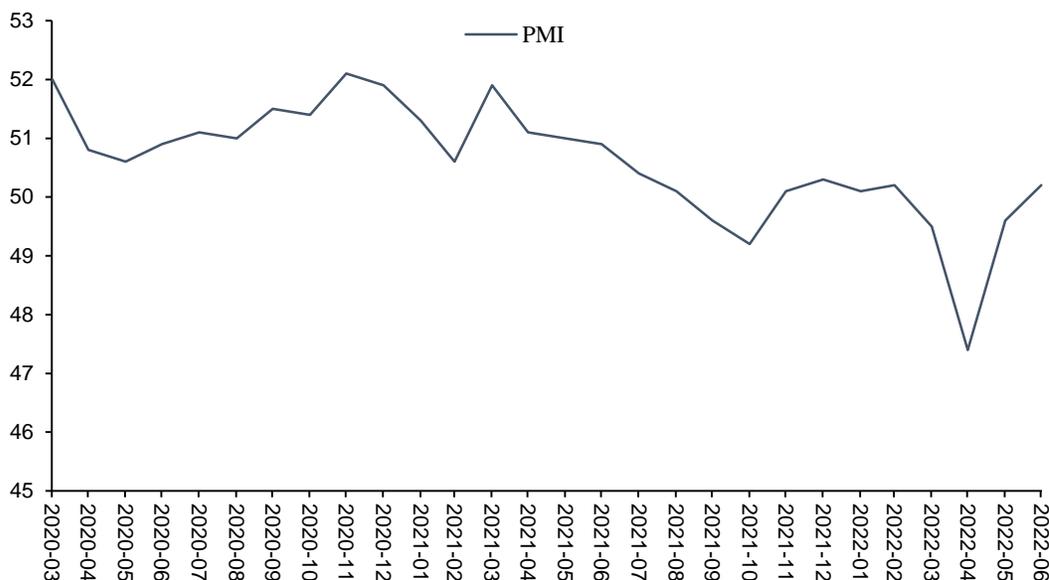
中国 6 月制造业 PMI 指数 50.2%，预期 50.5%，前值 49.6%。

中国 6 月非制造业指数 54.7%，预期 50.5%，前值 47.8%。

2. 制造业 PMI 被低估，经济景气度实际很高

6 月制造业指数较上月提升 0.6 个百分点至 50.2%，重回至荣枯线以上。在疫情形势改善、复工复产全面推进、稳经济配套政策持续推出的情况下经济复苏趋势明显。

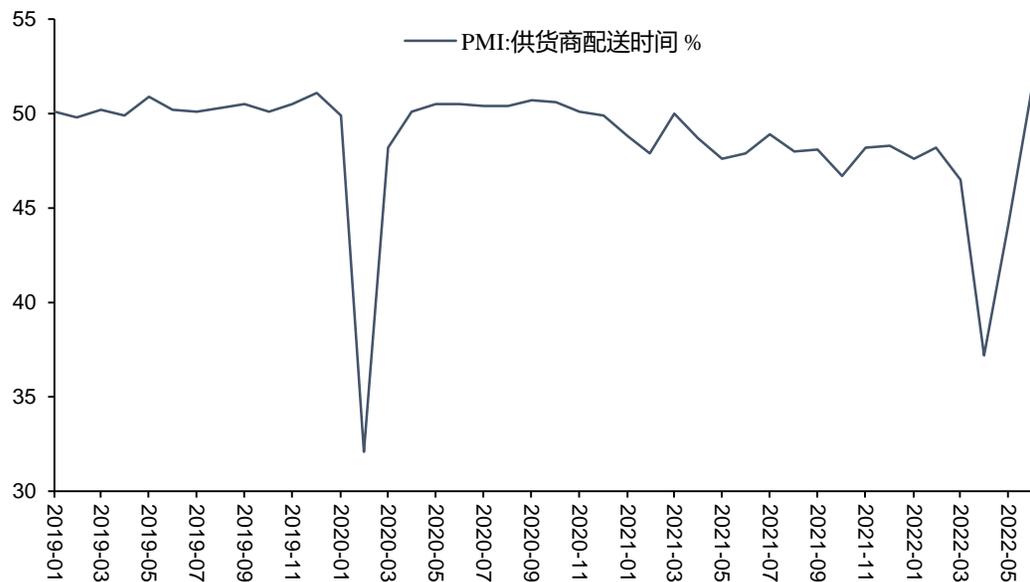
图表 1：制造业景气度继续回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

值得注意的是，6 月制造业 PMI 是被低估的，实际上经济景气度应比数据显示的更好。我们在 4 月份的 PMI 数据点评《供应链问题凸显》中曾指出，4 月 PMI 的“47.4%”实际上是被高估的，同样的原理，6 月 PMI 是被明显低估的。这背后都是因为“供应商配送时间”指数发出了错误的信号。在正常经济环境中，供应商配送时间指数越低，即供应商供货越慢，反映出需求越旺盛，厂商供不应求，即经济景气度高。所以 PMI 中这一项在加权计算时为逆指数，其值越低，总的 PMI 指数越高。而疫情冲击期间供应商配送效率由于防控的阻隔而下降，实际上反映出经济受到负面冲击很大，但在计算时却给 PMI 总指数非常大的正向贡献，所以前几个月 PMI 指数被“高估了”。6 月份供应商配送效率大幅上升，体现为这一分项指数由 44.1% 上升至 51.3%，这本是疫后复苏的积极因素，但在加权计算时却拖累了 PMI 指数 1.08 个百分点。由于供应商配送时间指数在疫情中逻辑发生转变、但计算方法未变，所以 6 月 PMI 指数实际上被较大幅度地低估了。当前经济正在处于较强的复苏路径中。

图表 2: 供应商配送时间指数在疫情期间的逻辑发生变化



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

供需两端继续修复。6月生产指数及新订单指数分别为52.8%、50.4%，均处于扩张区间，与5月相比各自提升3.1个及2.2个百分点。结构上仍是生产强而需求弱的格局。6月新出口订单较5月上升3.3个百分点至49.5%，显示出出口仍具韧性，符合我们此前的判断。

价格指数继续回落。6月主要原材料购进价格及出厂价格继续双双下降，反映出在大宗商品价格回落的背景下，企业端通胀压力正在减轻。**上游原材料价格的下降也将缓解中下游的成本压力。**PPI下半年将继续处于下行通道。

大中小企业景气度差距缩小。大型企业PMI下降0.8个百分点至50.2%，中型企业和小型企业PMI分别上升1.9个百分点。可能因为大型企业中很多企业位于产业链上游，原材料价格下降拖累了相关企业景气度。而中小企业则因成本下降和政策纾困而有所改善。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/云报告?reportId=1_43535



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn