

【华西固收研究】外需改善，产需回暖，价格走高

——6月PMI数据点评 20200630

事件概述：

国家统计局发布6月PMI数据，制造业PMI数据录得50.9%，环比回升0.3pct，非制造业PMI数据录得54.4%，环比回升0.8pct，综合PMI产出指数为54.2%，环比回升0.8pct。

分析与判断：

► 制造业：

外需改善显著，拉动产需指数双双回暖

本月，新出口订单指数录得42.6%，较上月大幅提升了7.3pct，尽管仍然处于荣枯线下方，但环比收缩幅度有明显的改善，可能与海外复工复产持续推进有一定的关系。在外需的带动下，新订单指数继续在荣枯线上方走高，环比回升0.5pct，录得51.4%，整体需求呈加速扩张态势。

受益于需求的改善，生产端改善再度提速，生产指数录得53.9%，环比提升0.7pct。进入5月以后，随着物理上对复工复产限制的逐渐解除，生产端的变化主要取决于需求的旺盛程度。而在不出台大规模刺激政策的前提下，内需的恢复进程预计不会有太多超预期的空间，影响需求的关键变量仍然是海外需求。本月新出口订单下滑的大幅改善，无疑对生产起到了决定性的提振作用。

但当前是否可以认为外需已经进入企稳回升的阶段了呢？我们认为对待外需仍然需要保持一定程度的谨慎。从疫情发展的角度看，近期海外疫情出现了二次反复的情况，尤其是美国等在疫情控制前推动复工的国家；同时巴西、印度等人口大国疫情仍在加速扩散，当前因海外复工复产而催化的外需改善的可持续性存疑。另外，PMI数据反映的是生产企业的环比状况，在2月份PMI数据“砸下深坑”后，3月份以后PMI多数分项连续站上荣枯线，环比持续扩张；但新出口订单指数在前期大幅回落的基础上，至今仍未回到扩张区间，外需在本质上仍然没有达到反弹的地步。

库存持续去化，价格显著回升

本月，由于新订单指数回升的幅度略低于生产指数，因此产需缺口指数小幅扩大了0.2pct，但库存仍处在加速去化的过程中。产成品库存指数录得46.8%，较上月回落0.5pct，去库存进程的加深，有望提振生产企业的生产动能，以“新订单-产成品库存”构造的生产动能指数录得4.6%，较上月提升1.0pct。

价格方面也是本月PMI数据中值得关注的亮点。出厂价格指数时隔13个月再度站上荣枯线，录得52.4%，环比大幅提升3.7pct，同时原材料购进价格大幅提升5.2pct至56.8%。产业链上下游价格双双加速提升，预计6、7月PPI大概率将触底回升。

就业压力仍大，小型企业状况不佳，关注经济中的结构性问题

本月制造业PMI指数录得49.1%，较上月回落0.3pct，连续两月低于荣枯线，表现为制造业企业用工需求萎缩。临近年中，高校毕业生就业压力集中释放，当前就业压力可能仍然较大，建议关注后期针对就业方面可能发生的政策变化。此外，不同体量企业间再度出现分化，大、中型企业PMI处于扩张区间，其中大型企业扩张速度继续加快，而小型企业PMI仅录得48.9%，回落1.9pct，3月以后首次回到荣枯线下方。由于我国小型企业贡献了较多的就业岗位，因此经济恢复进程中的结构性问题不容忽视。

► 非制造业：

建筑业景气度高位回落，服务业持续改善

受益于国内的基建支持政策，建筑业是疫情之后景气度恢复最快的行业，3月份建筑业PMI便回升至荣枯线上方，5月份甚至达到了60.8%。本月建筑业PMI在高位回落至59.8%，扩张速度有所放缓。在全年基建政策基本明朗后（专项债、特别国债的额度、用途等），预计基建投资仍然将保持扩张的态势，但扩张速度或难以再有更大程

度的提升。相比于建筑业，服务业表现为持续的渐进恢复。本月服务业 PMI 指数录得 53.4%，较上月提升 1.2pct，自疫情发生以来持续加速扩张，趋势向好。但需要警惕进入秋冬季后，疫情是否会发生二次反弹，从而对需要人员聚集的服务业需求再度产生冲击。

建筑业价格指数有所回落，对 PPI 支撑作用或边际放缓

从 5 月的 PPI、PMI 数据来看，与建筑业相关的黑色、化工等产品的价格上涨明显，是支撑通胀的重要因素。但本月建筑业投入品价格、销售价格分别较上月回落 4.8、2.8pct，上涨的幅度有所放缓，与建筑业整体扩张速度放缓较为同步。建筑业对 PPI 的支撑作用可能会有所降低，但仍不至于对 PPI 形成拖累。

投资建议：短期无需过度担忧，中期视角适时考虑牛熊切换时点

近期债券市场预期较为混乱，出现了多次投资者互相踩踏的行为，主要原因在于央行的货币政策操作较此前发生了一定的改变。当前，市场对货币政策的判断决定了当前债市的演绎方向。但货币政策从根本上来讲仍然取决于经济基本面的下行压力和金融风险的扩张压力。就短期来看，尽管 6 月 PMI 数据表现亮眼，但 PMI 反映的是经济的环比变化，在疫情砸下深坑的前提下，经济环比持续复苏并无太多超预期的地方。应当看到的是，今年实际的就业压力仍然较大，而在房地产投资有上限约束的情况下，仅基建投资对经济的拉动作用是有限的。回顾历史来看，每一次经济的回暖都离不开地产+基建的双轮驱动。从这个角度看，至少在短期货币政策不存在转向的可能性，对应债市也不会彻底转熊，利率债短期或将仍然保持箱体震荡的格局。

但是，从近期央行等部门的多次表态来看，政策决策的逻辑也在不断进化。无论财政政策还是货币政策，接下来的风格都可以用“有克制的发力”来概括，“不走老路”的约束较以往更加强烈。央行货币政策委员会二季度例会强调“货币政策要更加灵活适度”，同时新增了“把可持续发展放到更加突出的位置”的要求。也就是说，一旦央行判定经济可以通过内生动力进行恢复的时候，货币政策可能会快速转向，从“加杠杆”切换到“去杠杆”。考虑到一季度在经济、通胀等方面对明年形成的低基数效应，我们认为今年年底可能是货币政策存在变数的窗口，需要适时考虑牛熊彻底转换的问题，提前进行布局。

7 月份有 7100 亿元特别国债待发行，但 6 月发债数据显示，一般国债、地方债等均在给特别国债的发行腾挪空间，利率债供给压力可能会低于预期。短期仍可关注长端利率债的交易性机会；中期来看，需要将牛熊转换的研判和布局提上日程。

风险提示

疫情存在反复的可能性。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年6月PMI数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1：制造业PMI提升0.3pct，非制造业PMI提升0.8pct

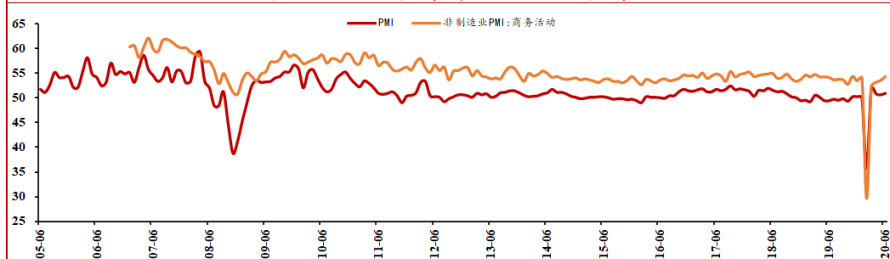


图2：制造业PMI——较上月提升0.3pct，录得50.9%

图3：非制造业PMI——较上月提升0.8pct，录得54.4%

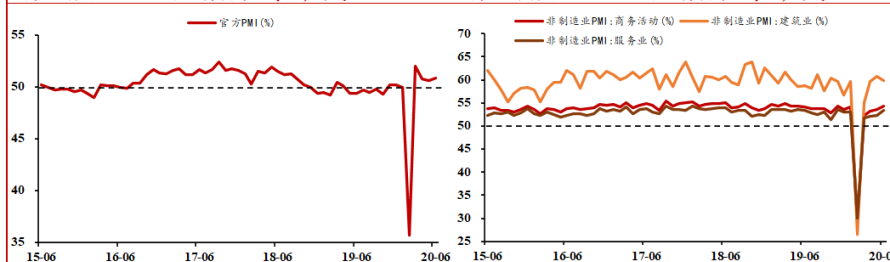


图4：制造业PMI——新出口订单大幅改善，价格持续回升

图5：非制造业PMI——新出口订单改善，业务预期有所回落

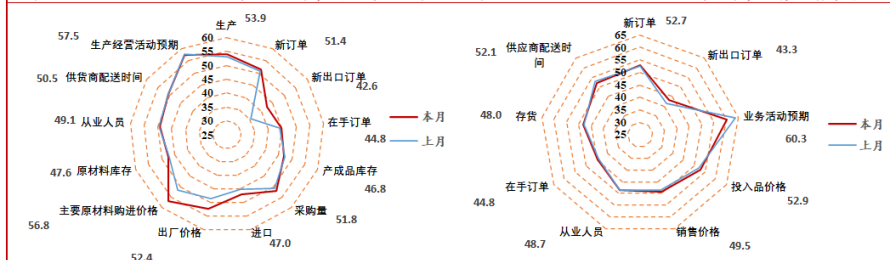


图6：制造业PMI——产需缺口小幅走阔，生产动能提升

图7：制造业PMI——库存压力有所减弱

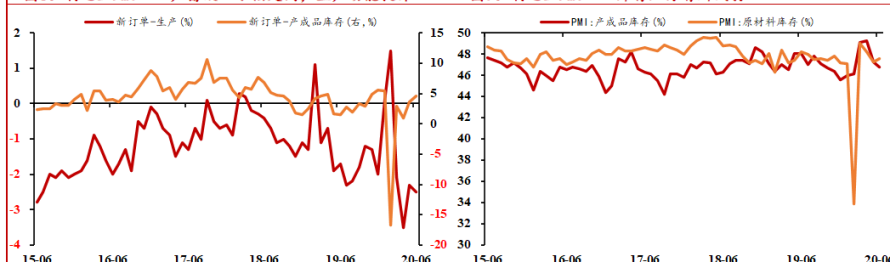


图8：制造业PMI——大中型企业环比向好

图9：制造业PMI——生产预期指数小幅回落

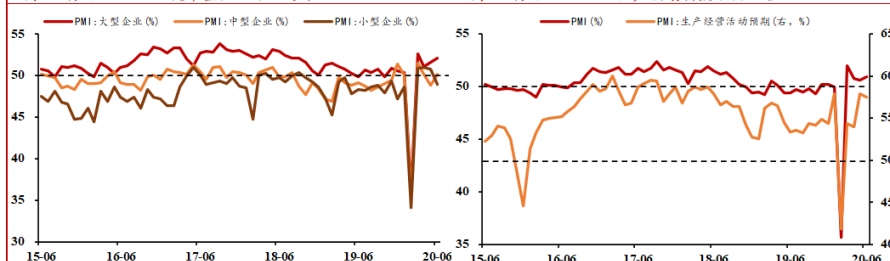
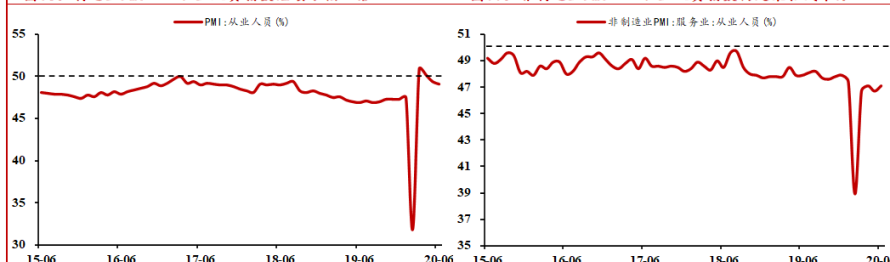


图10：制造业PMI——从业人员指数继续小幅回落

图11：非制造业PMI——从业人员指数仍处荣枯线下方



资料来源：国家统计局，华西证券研究所
免责声明：本信息为公开信息整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_4206

