

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

相关研究

- A股延续独立行情，超跌反弹仍在进行
- 经济边际持续修复，A股演绎独立行情
- 美联储6月议息会议点评：加息符合预期，后续仍有变数

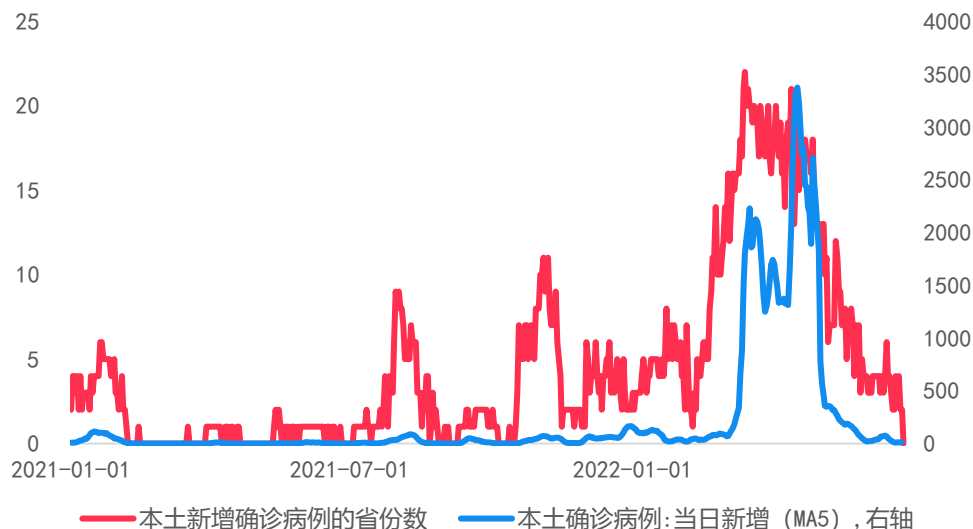
- 2022年6月制造业PMI录得50.2%，前值49.6%，回升0.6个百分点。非制造业PMI录得54.7%，前值47.8%，回升6.9个百分点。其中，建筑业PMI录得56.6%，前值52.2%，回升4.4个百分点；服务业PMI录得54.3%，前值47.1%，回升7.2个百分点。
- **疫情持续好转，经济继续复苏。**6月PMI显示经济处于全面修复的进程之中。分业态来看，各业态复苏动能强弱不一，服务业随着国内疫情持续好转，修复力度最强；建筑业在稳增长和房地产回暖的加持下，维持稳中有升的态势；制造业前期跌幅较小，反弹较弱。分结构来看，生产端的修复快于需求端，外需的恢复速度快于内需。总体而言，企业的经营景气有所改善，经营预期也随之向好。
- **制造业弱修复，服务业强反弹。**6月PMI读数显示制造业弱修复，服务业强反弹。通过比较2022年6月PMI环比4-5月的均值与2020年4月PMI环比2020年2-3月的均值，并以2016年至2019年6月环比4-5月的均值作为基准，以下结论仍然成立：2022年6月经济在全面修复；2020年4月经济修复更强劲，制造业PMI、服务业PMI、建筑业PMI反弹力度均比2022年6月更大；与2020年4月相比，2022年6月的制造业和建筑业复苏力度较弱，服务业反弹力度相当，或指示本轮维稳政策更偏中性。
- **生产好于需求，外需修复更快。**6月生产和需求双双回暖，均重回景气扩张区间，生产绝对数值和反弹力度好于需求。内需重回景气扩张区间，外需比内需恢复更快。6月新出口订单指数录得49.5%，较前值上升3.30个百分点，倒算的国内订单指数为50.63%，较前值上升1.93个百分点。企业生产恢复连带着采购量和进口同步回升，同时主要原材料购进价格指数和出厂价格指数继续大幅下降，企业盈利有所改善。
- **后市展望。**6月PMI基本印证了市场的判断：经济整体弱修复，稳增长对冲经济下行，服务业随疫情好转而回升。往后看，市场焦点仍在经济恢复的高度和节奏，这可能决定着短期反弹的高度。美国通胀见顶的预期在增强，但仍需更多的证据佐证。短期来看，建议仍然紧密跟踪几个市场主要矛盾的变化，把握短期可能反弹的节奏。中长期的一些主要担忧尚未明显解除，仍存一些变数，市场大幅上行的时点仍需观察。建议在谨慎乐观的基础上跟踪观望，灵活应对。

风险提示：疫情超预期，稳增长政策落地不及预期，地缘政治风险升级

2022 年 6 月 PMI 显示经济处于全面修复的进程之中。分业态来看，各业态复苏动能强弱不一，服务业随着国内疫情持续好转，修复力度最强；建筑业在基建维稳和房地产业上升的加持下，维持稳中有升的态势；制造业前期跌幅较小，反弹较弱。分结构来看，生产端的修复快于需求端，外需的恢复速度快于内需。总体而言，企业的经营景气有所改善，经营预期也随之向好。

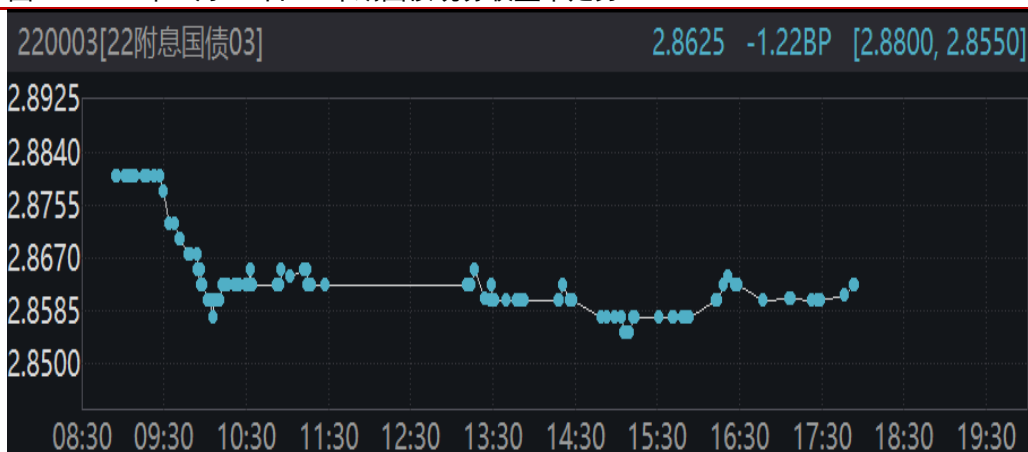
但从国债收益率的走势来看，PMI 的修复似乎不及市场预期，9:30 PMI 数据发布以后，10 年期国债现券收益率迅速走低约 2 个 BP，可能与制造业 PMI 指数的弱修复有关。而股市消费者服务板块涨幅居前，可能与服务业 PMI 大幅修复有关。

图 1：国内疫情持续好转



资料来源：Wind, 首创证券

图 2：2022 年 6 月 30 日 10 年期国债现券收益率走势

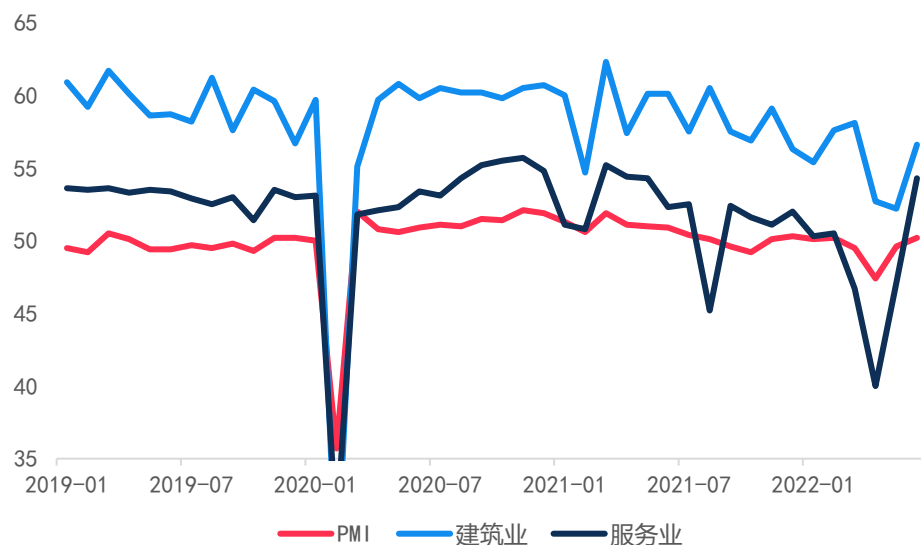


资料来源：Wind, 首创证券

1 制造业弱修复 服务业强反弹

6 月 PMI 读数显示制造业弱修复，服务业强反弹。制造业 PMI 录得 50.2%，前值 49.6%，回升 0.6 个百分点。非制造业 PMI 录得 54.7%，前值 47.8%，回升 6.9 个百分点。其中，建筑业 PMI 录得 56.6%，前值 52.2%，回升 4.4 个百分点；服务业 PMI 录得 54.3%，前值 47.1%，回升 7.2 个百分点。

图 3：制造业弱修复 服务业强反弹



资料来源：Wind, 首创证券

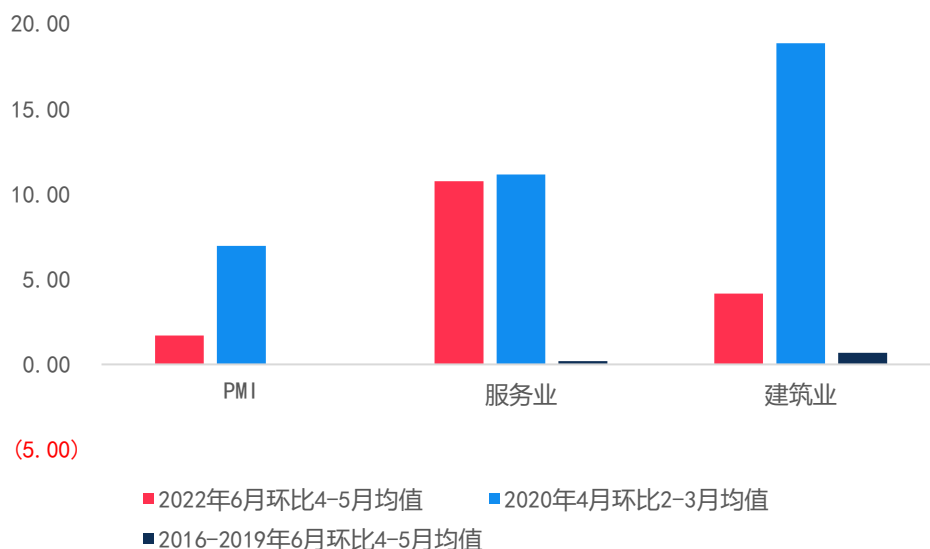
同为疫后修复，我们将本轮与 2020 年做一个简单对比，比较 2022 年 6 月 PMI 环比 4-5 月的均值与 2020 年 4 月环比 2020 年 2-3 月的均值，并以 2016 年至 2019 年 6 月环比 4-5 月的均值作为基准，可以得出以下几个结论：

一是 2022 年 6 月经济在全面修复本轮疫情的冲击；

二是 2020 年 4 月经济修复更强劲，制造业 PMI、服务业 PMI、建筑业 PMI 反弹力度均比 2022 年 6 月更大；

三是与 2020 年 4 月相比，2022 年 6 月的制造业和建筑业复苏力度较弱，服务业反弹力度相当。

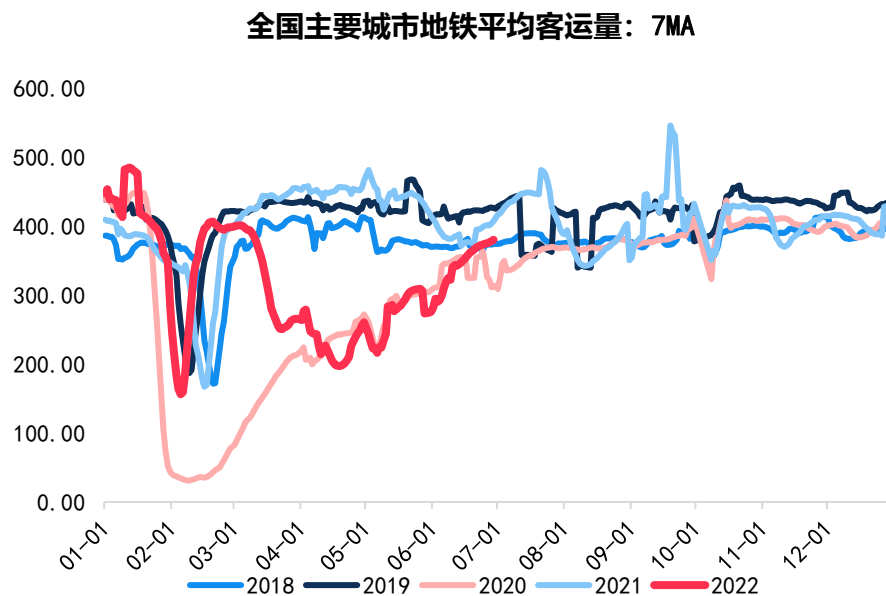
图 4：经济修复疫情的速度



资料来源：Wind, 首创证券

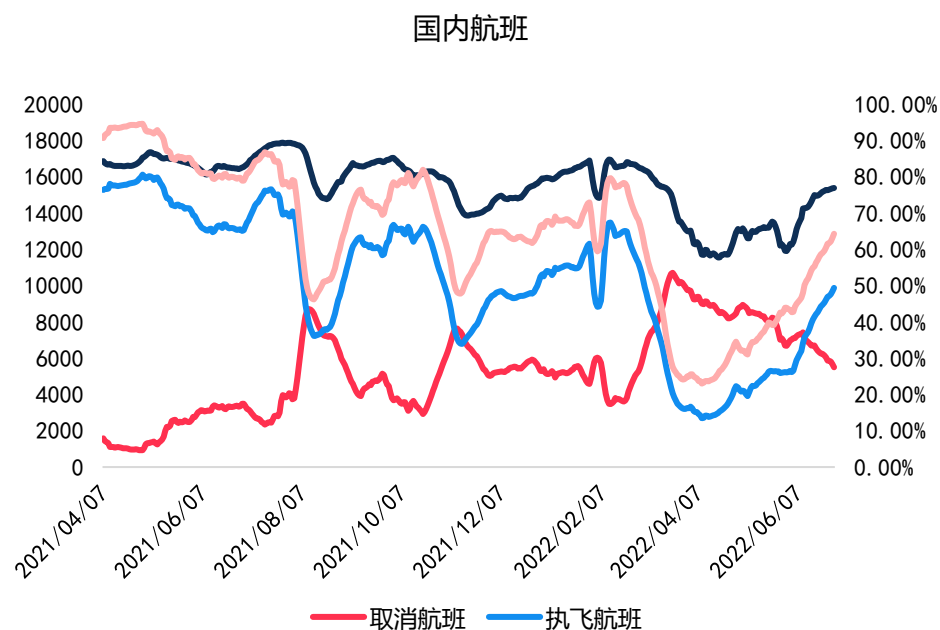
制造业可能受需求走弱影响，修复偏弱。建筑业在稳增长和房地产回暖的加持下，维持稳中有升的态势；服务业受疫情影响最直接，在疫情持续好转下复苏强劲，叠加各地的扶持性政策，地铁客运量、航班执飞量以及商品房成交量在 6 月均有大幅抬升。

图 5：全国主要城市地铁平均客运量回升



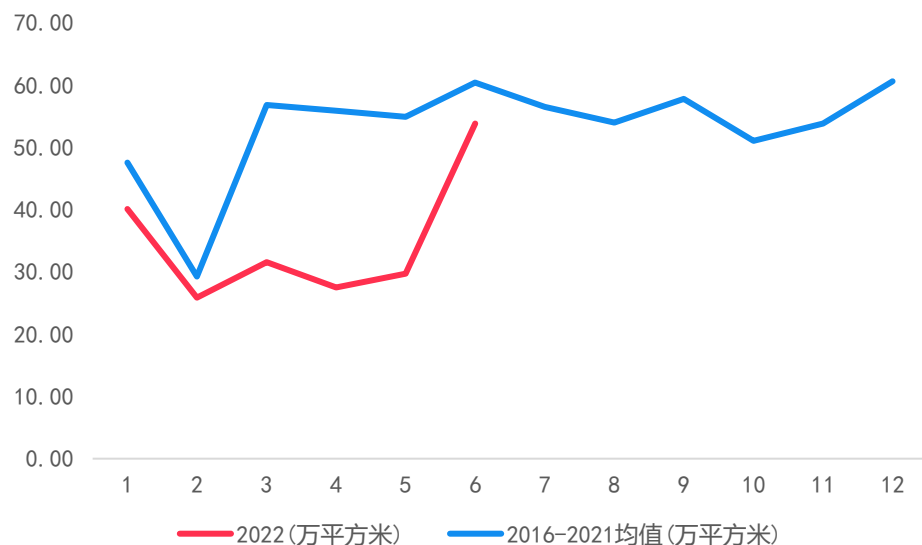
资料来源：Wind, 首创证券

图 6：国内航班执飞量回升



资料来源：Wind, 首创证券

图 7：30 城商品房成交面积回升（万平方米）



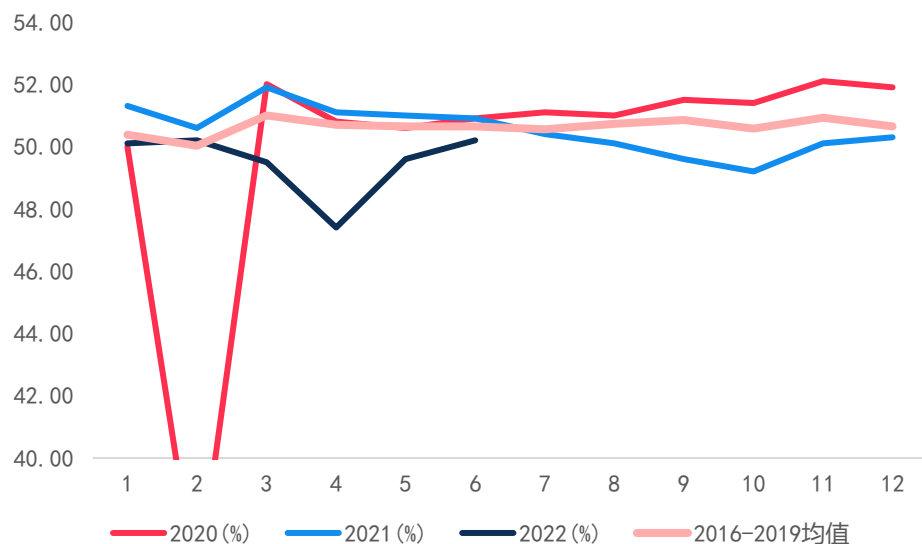
资料来源：Wind, 首创证券

6 月制造业 PMI 的读数弱于季节性水平，其中既有偶然性因素，也有结构性因素。

偶然性因素有逆向指标供货商配送时间，6 月录得 51.3%，较前值大幅上行 7.2 个百分点，按照传统看法，供货商配送时间读数越高，则配送时间越快，指示经济偏弱，但在疫后修复阶段，读数高可能显示物流在改善，因此单月数值参考意义不大。

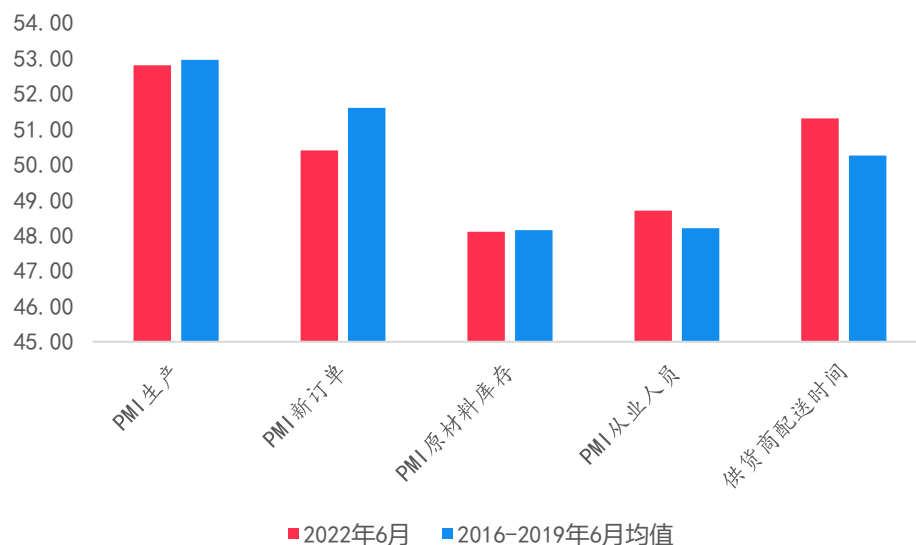
结构性因素有 PMI 新订单，在国内外经济均处于下行周期之中，经济需求端回暖并传递到订单数超季节性回升，可能还需要时间。

图 8：制造业 PMI 处于历史同期较低水平



资料来源：Wind, 首创证券

图 9：制造业 PMI 分项

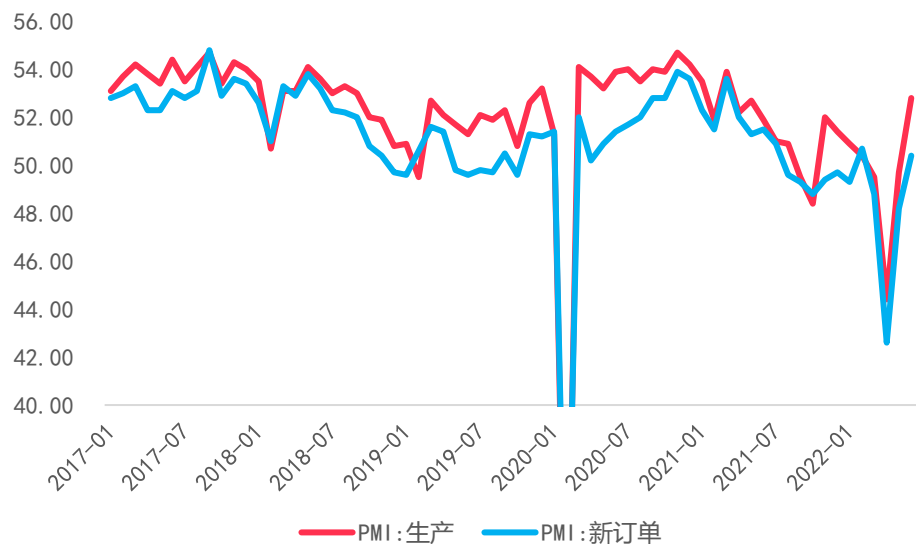


资料来源：Wind, 首创证券

2 生产好于需求 外需修复更快

6 月生产和需求双双回暖，均重回景气扩张区间，生产绝对数值和反弹力度好于需求。PMI 生产指数录得 52.8%，较前值回升 3.1 个百分点，PMI 新订单指数录得 50.40%，较前值回升 2.2 个百分点。

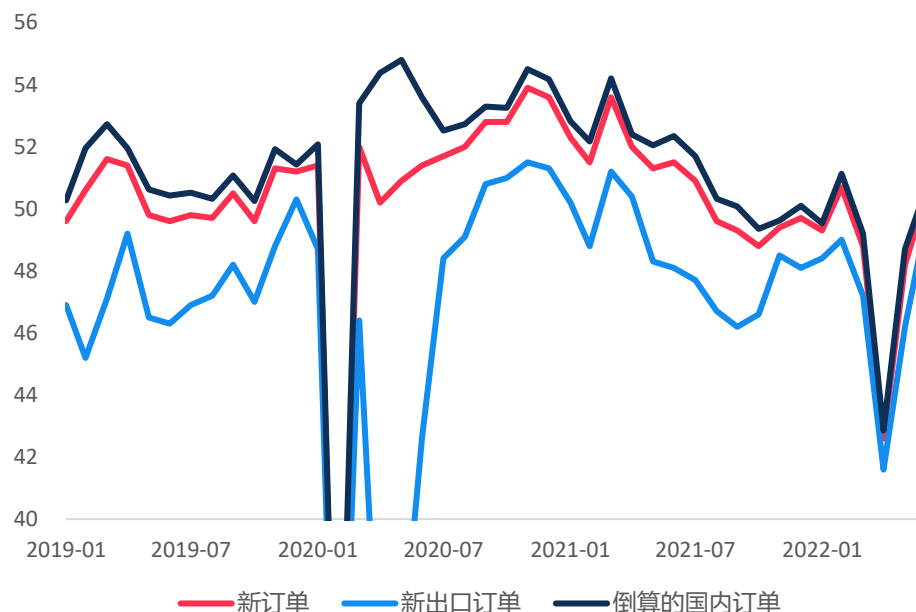
图 10：生产好于需求



资料来源：Wind, 首创证券

内需重回景气扩张区间，外需比内需恢复更快。将 PMI 新订单指数拆解为新出口订单和国内订单指数，6 月新出口订单指数录得 49.5%，较前值上升 3.30 个百分点，倒算的国内订单指数为 50.63%，较前值上升 1.93 个百分点。

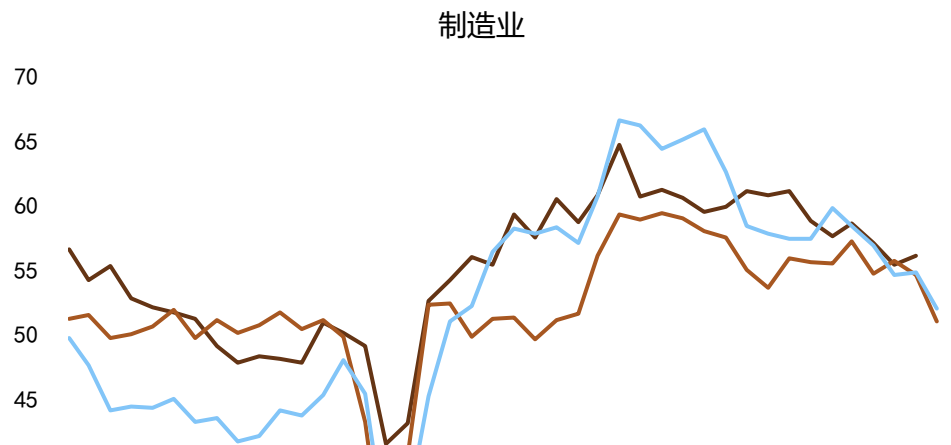
图 11：外需修复快于内需



资料来源：Wind, 首创证券

虽然欧美等国家制造业 PMI 持续下行，但是考虑到国内货运物流能力持续恢复，叠加疫情好转的补坑效应，新出口订单的回升短期或许有支撑。

图 12：欧美制造业 PMI 下行



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_43470

