

## 经济与货币政策同步向常态回归

相对市场表现

### ——6月PMI传递的信号

#### 核心观点：

6月30日国家统计局发布6月制造业PMI为50.2，虽然较5月仅仅温和反弹，但是排除掉供应商配送时间的扰动，指数明显修复。从PMI主要子指数来看，也都出现了明显的反弹。PMI的表现与发电、地产销售等一些其他经济高频数据保持一致，我们预计6月工业生产同比增速有望回到4%左右的水平，中国经济的负产出缺口已经开始明显收敛。在这种情况下，我们认为LPR等总量型的货币工具降息的窗口可能已经关闭；实际上，货币市场短端利率的收紧可能已经开始。此外，近期防疫政策的调整意味着未来经济有进一步回升的空间，短期内政策的重心或将是已有政策的落实。

#### 投资要点：

##### ► 6月PMI指数明显改善

虽然6月PMI仅温和回升0.6，但是如果剔除供应商配送时间带来的扭曲，6月PMI综合指数改善明显。实际上，6月PMI的主要子指数也都出现了较为明显的反弹。经过季调以后新订单，生产，出口的绝对值水平都超过了50，进口、就业等子指数也都有所改善。

##### ► 6月高频数据同样显示经济明显回升

高频数据也显示6月制造业乃至整体经济较5月明显反弹。目前看来，沿海8省市的发电耗煤6月同比增速较5月大幅改善；30城地产销售面积6月也明显反弹。从一些行业开工率的数据来看，汽车工业有明显修复。我们预计6月工业增加值将从5月的0.7%反弹到4%左右。

##### ► 货币政策向常态水平回归

在疫情受控负产出缺口收敛的情况下，我们认为包括LPR在内总量性货币政策工具放松的时间窗口可能已经关闭。实际上，货币市场短端利率近期已经明显上行，并逐步向常态回归。货币政策已经开始转向。此外，近期防疫政策的调整也会推动总需求与总供给的修复，推动经济的进一步反弹。我们认为未来一段时间政策的重点可能是落实已有的政策；7月底政治局会议进一步大幅调整宏观经济政策的空间可能有限。

**风险提示：经济不及预期，政策不及预期，国内外疫情恶化超预期**

分析师 樊磊

执业证书编号：S0590521120002

电话：

邮箱：fanl@glsc.com.cn

#### 相关报告

1、《疫情拐点疫后的经济》— 2022.04.29

2、《疫情极值季节调整噪音引发美国意外负增》— 2022.04.29

3、《年内基建投资增速上修的可能性增加》— 2022.04.28

## 正文目录

1	6月 PMI 明显回升 .....	3
1.1	剔除扭曲 PMI 反弹明显 .....	3
1.2	主要子指数也全面改善 .....	4
2	6月高频数据也有明显改善 .....	5
3	货币政策逐步向常态回归 .....	6
	风险提示 .....	7

## 图表目录

图表 1:	中国 PMI 综合指数 .....	3
图表 2:	中国 PMI 供应商配送时间子指数 .....	4
图表 3:	PMI 新订单和生产子指数 .....	4
图表 4:	PMI 新出口订单和进口子指数 .....	4
图表 5:	PMI 就业及产成品库存子指数 .....	5
图表 6:	PMI 原材料购进价格及出厂价格子指数 .....	5
图表 7:	沿海 8 省发电耗煤日均同比 .....	5
图表 8:	重点企业粗钢产量旬同比 .....	5
图表 9:	30 城地产销售面积同比 .....	6
图表 10:	全国单日新增新冠肺炎人数 (含无症状感染) .....	6
图表 11:	DR001 与 DR007 利率 .....	7

## 1 6月PMI明显回升

虽然6月PMI综合指数较5月的仅有温和反弹,但是剔除PMI供应商配送时间子指数造成的扭曲,6月PMI反弹明显。主要子指数也都表现不凡。

### 1.1 剔除扭曲 PMI 综合指数反弹明显

6月PMI综合指数50.2较5月的49.6仅有温和反弹,如果经过季节调整之后,反弹程度更加有限。但是我们认为这个数据明显低估了制造部门乃至整体经济的反弹力度。

图表 1: 中国 PMI 综合指数



来源: Wind, 国联证券研究所

这种低估最重要的与构成 PMI 综合指数的供应商配送时间子指数有关。该子指数供应商配送时间是以 100 减去该子指数再加权计入 PMI 综合指数的; 由于该子指数 5 月为 44.1, 这个子指数明显拉升了 5 月 PMI 综合指数; 而 6 月份该子指数是 51.3, 则反而略微压低了 6 月 PMI 综合指数。

在一般情况下, 供应商配送时间子指数越低, 说明供应越紧张, 是制造业需求旺盛经济偏热的表现, 反之则说明经济需求疲软。然而, 在 4 月及 5 月份疫情扩散、防控措施冲击供应链的情况下, PMI 供应商配送时间子指数处于较低水平与经济高景气基本没有关系。5 月份该指数的偏低造成了 PMI 综合指数对制造业的景气程度的高估。反过来, 6 月份该指数出现的大幅改善则反映出了疫情受控之后供应链的改善, 也与经济景气大幅下滑毫无联系, 这种情况下, 该指数可能造成 6 月 PMI 综合指数对制造业景气程度的低估。因此, 6 月 PMI 综合指数不仅仅从绝对水平上未能反映出制造业部门乃至整体经济的景气程度, 其反弹程度也低估了经济的改善程度。

图表 2: 中国 PMI 供应商配送时间子指数

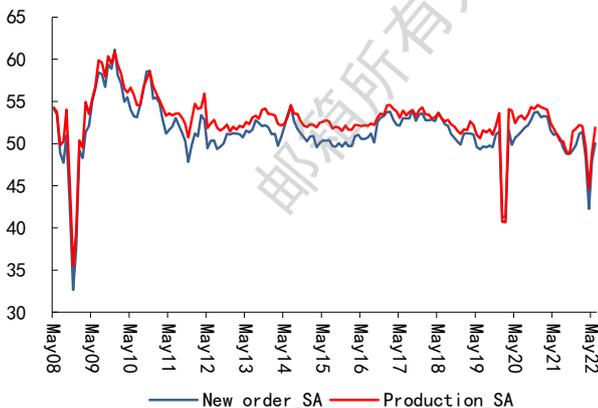


来源: Wind, 国联证券研究所

### 1.2 主要子指数也全面改善

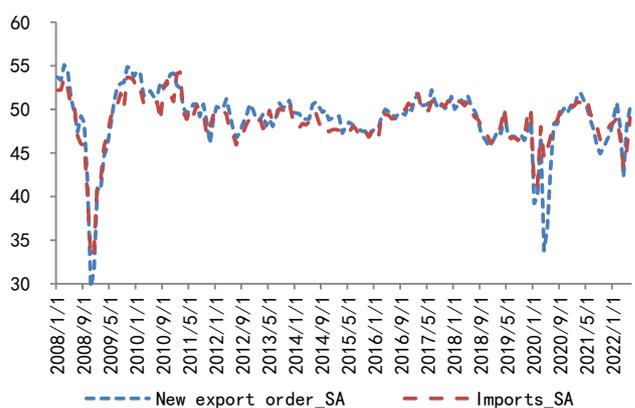
从经过季调 PMI 系列数据中与需求和产出有关的子指数来看,也显示出 6 月份制造业部门较 5 月明显反弹。包括新订单、生产、新出口订单、进口等子指数都在 6 月反弹超过 2 个百分点;而且除了进口子指数,它们的绝对值都超过了 50。

图表 3: PMI 新订单和生产子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: PMI 新出口订单和进口子指数



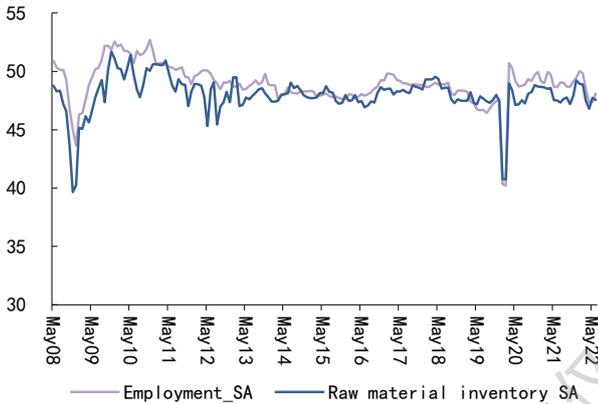
来源: Wind, 国联证券研究所

此外,经过季节调整以后 PMI 就业子指数有所反弹,可能反映疫情扰动逐步平息之后制造业部门的就业有所恢复。

受到全球经济可能放缓、国际大宗商品价格包括石油价格有所回落的影响,5 月的 PMI 原材料购进价格以及出厂价格子指数都出现明显回落,说明原材料成本上涨的压力有所缓解。

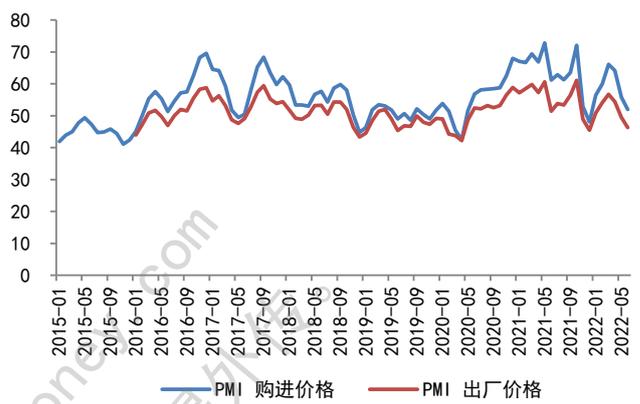
此外,PMI 企业预期指数等也有持续改善。

图表 5: PMI 就业及产成品库存子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: PMI 原材料购进价格及出厂价格子指数



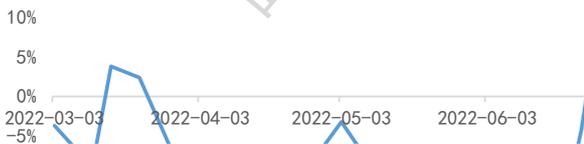
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2 6月高频数据也有明显改善

实际上, 6月以来的一些列高频数据也比5月有明显改善, 与PMI的系列数据的表现是一致的。

首先, 最能代表总量的电力高频数据来看, 已经有明显改善。沿海8省发电耗煤的高频数据6月份同比较5月份有大幅反弹。虽然历史回顾显示这个数据的同比和全国发电量同比数据的相关性不算很高, 但是至少说明沿海发达省份的发电状况有明显好转。当然, 从重点企业粗钢产量的旬同比来看, 6月份的波动仍然比较明显。

图表 7: 沿海8省发电耗煤日均同比



图表 8: 重点企业粗钢产量旬同比



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\\_43496](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43496)

