

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号: S1500523030001
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

PMI 的三个价格信号

2024年6月30日

摘要:

- **需求不足的问题仍然突出。**6月份PMI指数中的生产指数为50.6%，比上月下降0.2个百分点；新订单指数在荣枯线下又回落0.1个百分点至49.5%。2024年前6个月中，有5个月生产指数都高于新订单指数，“供给偏强，需求偏弱”的宏观格局延续。制造业企业对市场需求偏弱的感受强烈，6月企业调查显示，反映市场需求不足的制造业企业比重为62.4%，较上月上升1.8个百分点。
- **6月的PMI中，我们认为有3个价格信号值得关注。**
- **信号一：原材料价格连续三月上行后本期明显回落。**2月主要原材料购进价格指数为50.1%，随后连续3个月上行至56.9%，6月受到工业品下跌的影响，原材料价格指数回落至51.7%。4-5月大宗商品价格上行的主要驱动因素不在于国内需求。微观企业角度，由于原材料购进价格被动上升，导致制造业企业成本压力加大，6月份企业压减了原材料采购量，增加了库存原材料消耗，原材料价格支撑相应弱化。往后看我们认为，PPI同比增速上行的通道尚未打开，一是需求偏弱的大环境下，工业品涨价受阻；二是三季度后基数抬升，不利于PPI同比回升。
- **信号二：上下游价差缩窄。**使用“原材料价格指数-出厂价格指数”衡量企业的上下游价差，两者的差值5月上升至6.5%，为2022年5月以来的新高。上下游价差扩大意味着企业成本压力增大。6月“原材料价格指数-出厂价格指数”下降至3.8%，显示企业成本压力边际减少。需要注意的是，我们认为，企业成本压力的边际缓解短期有益于企业的稳定运营，但中长期来看，未来企业盈利是否能好转的核心矛盾或仍在于需求端。可以看到6月BCI企业利润前瞻指数下降3.3个百分点至45.7%，成本压力下降并未改善企业预期偏弱的情况。
- **信号三：服务业“以价换量”。**暑期是服务消费的旺季，旺季的来临的预期下，6月零售业、住宿业和餐饮业的业务活动预期指数较上月均有明显上升，且均在59%以上的高位。回顾往年6月，PMI服务业价格指数一般会出现环比上升，而今年年初以来，服务业价格指数持续位于荣枯线之下，6月录得47.4%，较5月下降0.1个百分点。服务业价格偏弱反映居民的购买力仍待提振，另一方面可能会对CPI上行形成一定的拖累。
- **风险因素：**信贷政策收紧；海外制造业复苏不及预期。

目录

一、PMI 的三个价格信号.....	3
二、高技术制造业、出口链表现亮眼.....	6
三、天气影响下，建筑业增长放缓.....	7
风险因素.....	8

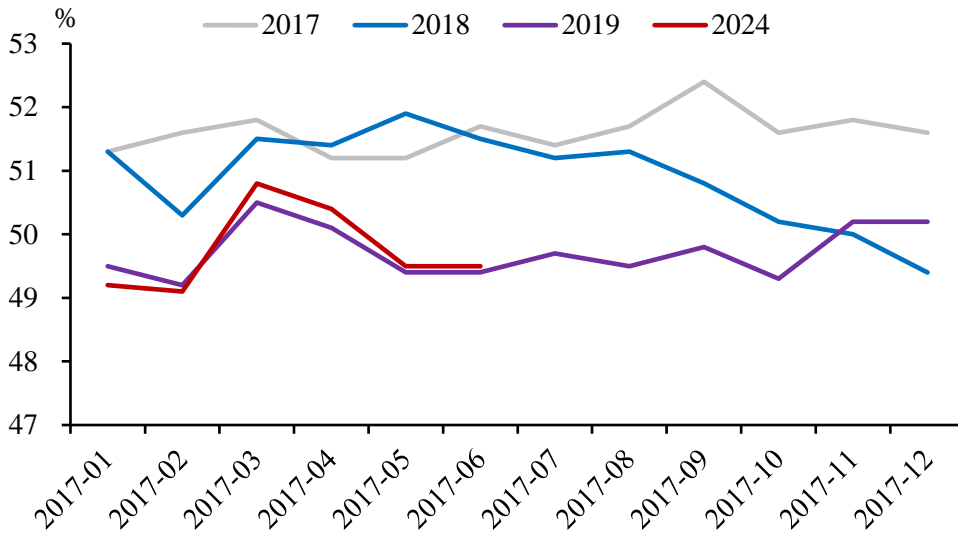
图目录

图 1：6 月 PMI 变化符合季节性.....	3
图 2：生产好于需求.....	3
图 3：6 月南华工业品指数下滑.....	4
图 4：6 月企业成本压力边际减轻.....	5
图 5：企业预期偏弱.....	5
图 6：销售价格弱于往年.....	6
图 7：6 月集装箱吞吐量较高.....	7
图 8：6 月服务业 PMI 小幅下降.....	7
图 9：建筑业 PMI.....	8

一、PMI 的三个价格信号

整体来看，6月PMI与上月持平，变化符合季节性规律。6月份，制造业采购经理指数为49.5%，与上月持平。从环比变化的幅度来看，2017至2019年同期，PMI环比平均变化为0.03个百分点，反映本期PMI变化符合季节性规律。

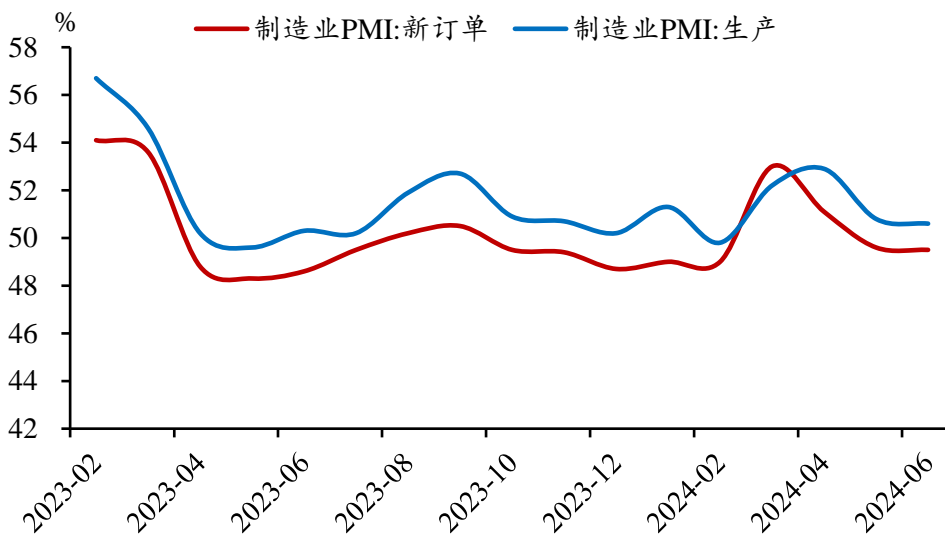
图 1：6月 PMI 变化符合季节性



资料来源：万得，信达证券研发中心

需求不足的问题仍然突出。6月份PMI指数中的生产指数为50.6%，比上月下降0.2个百分点；新订单指数在荣枯线下又回落0.1个百分点至49.5%。2024年前6个月中，有5个月生产指数都高于新订单指数，“供给偏强，需求偏弱”的宏观格局延续。制造业企业对市场需求偏弱的感受强烈，6月企业调查显示，反映市场需求不足的制造业企业比重为62.4%，较上月上升1.8个百分点。

图 2：生产好于需求

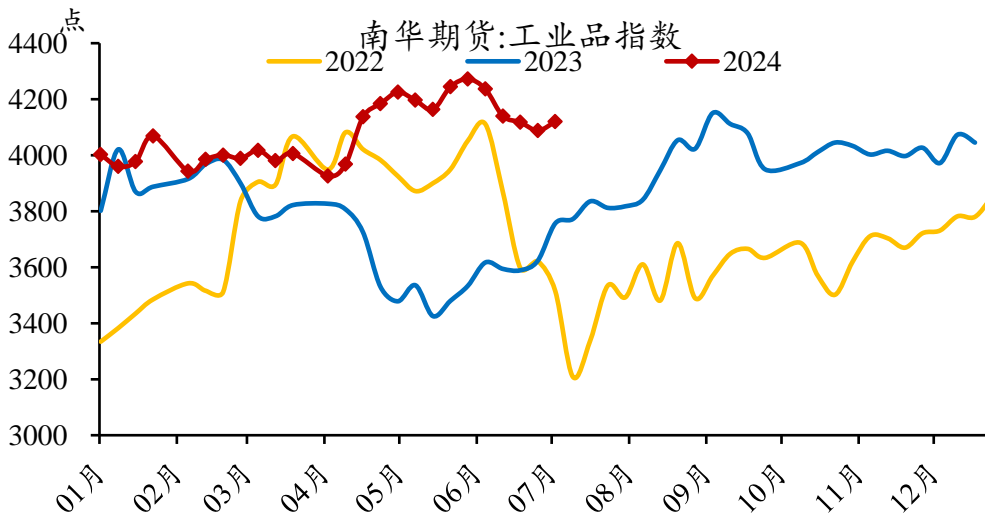


资料来源：iFind，信达证券研发中心

6月的PMI中，我们认为有3个价格信号值得关注。

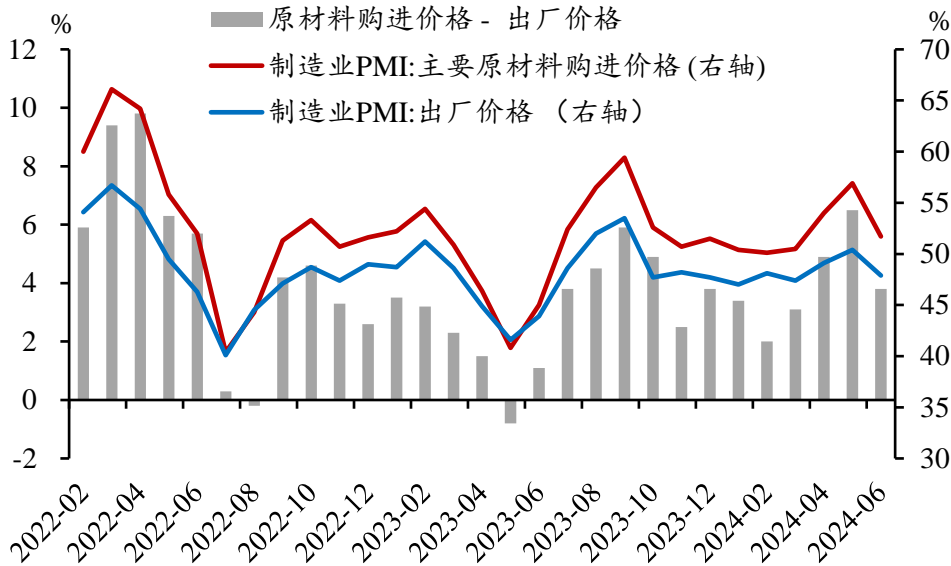
信号一：原材料价格连续三月上行后本期明显回落。2月主要原材料购进价格指数为50.1%，随后连续3个月上行至56.9%，6月受到工业品下跌的影响，原材料价格指数回落至51.7%。我们判断，4-5月大宗商品价格上涨的主要驱动因素不在于国内需求。微观企业角度，由于原材料购进价格被动上升，导致制造业企业成本压力加大，6月份企业压减了原材料采购量，增加了库存原材料消耗，原材料价格支撑相应弱化。6月PMI采购量录得48.1%，较上月下降1.2个百分点。4-5月份，工业品价格上涨叠加去年同期基数偏低，PPI同比降幅显著收窄。但往后看我们认为，PPI同比增速上行的通道尚未打开，一是需求偏弱的大环境下，工业品涨价受阻；二是三季度后基数抬升，不利于PPI同比回升。

图 3：6月南华工业品指数下滑

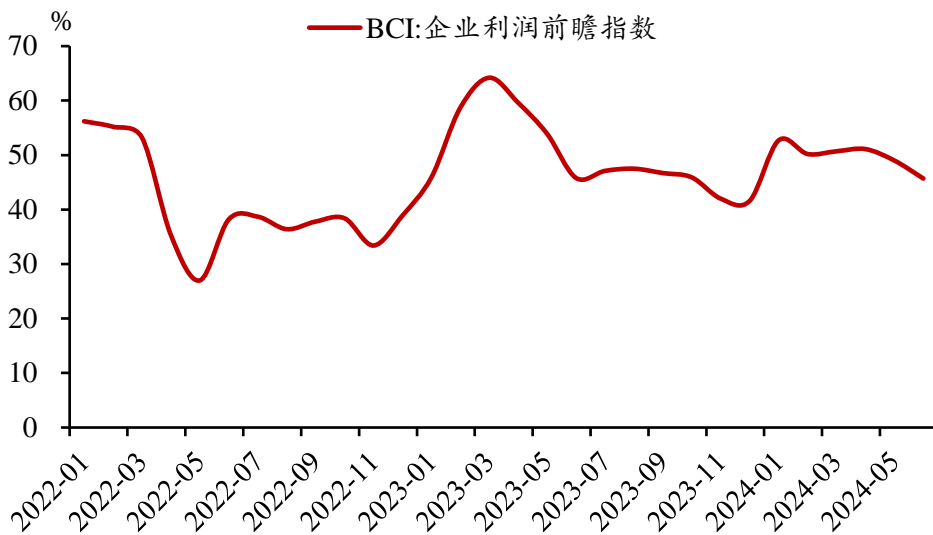


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

信号二：上下游价差缩窄。使用“原材料价格指数-出厂价格指数”衡量企业的上下游价差，两者的差值5月上升至6.5%，为2022年5月以来的新高。上下游价差扩大意味着企业成本压力增大，2024年5月工业企业每百元营业收入中的成本为85.37元，处于2017年以来的高位。6月“原材料价格指数-出厂价格指数”下降至3.8%，显示企业成本压力边际减少。从企业调查来看，6月反映原材料成本高的制造业企业比重为43.7%，较上月下降1.2个百分点，也与之形成印证。需要注意的是，我们认为，企业成本压力的边际缓解短期有益于企业的稳定运营，但中长期来看，未来企业盈利是否能好转的核心矛盾或仍在于需求端。可以看到6月BCI企业利润前瞻指数下降3.3个百分点至45.7%，成本压力下降并未改善企业预期偏弱的情况。

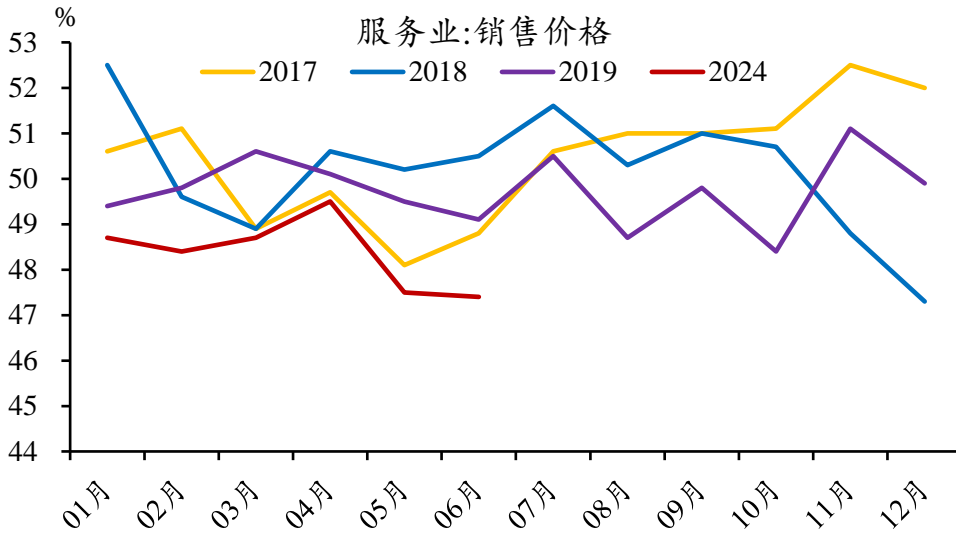
图 4：6 月企业成本压力边际减轻


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图 5：企业预期偏弱


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

信号三：服务业“以价换量”。6 月服务业商务活动指数为 50.2%，较上月下降 0.3 个百分点，仍保持在荣枯线之上。暑期是服务消费的旺季，旺季的来临的预期下，6 月零售业、住宿业和餐饮业的业务活动预期指数较上月均有明显上升，且均在 59% 以上的高位。回顾往年 6 月，PMI 服务业价格指数一般会出现环比上升，而今年年初以来，服务业价格指数持续位于荣枯线之下，6 月录得 47.4%，较 5 月下降 0.1 个百分点。服务业价格偏弱反映居民的购买力仍待提振，另一方面可能会对 CPI 上行形成一定的拖累。

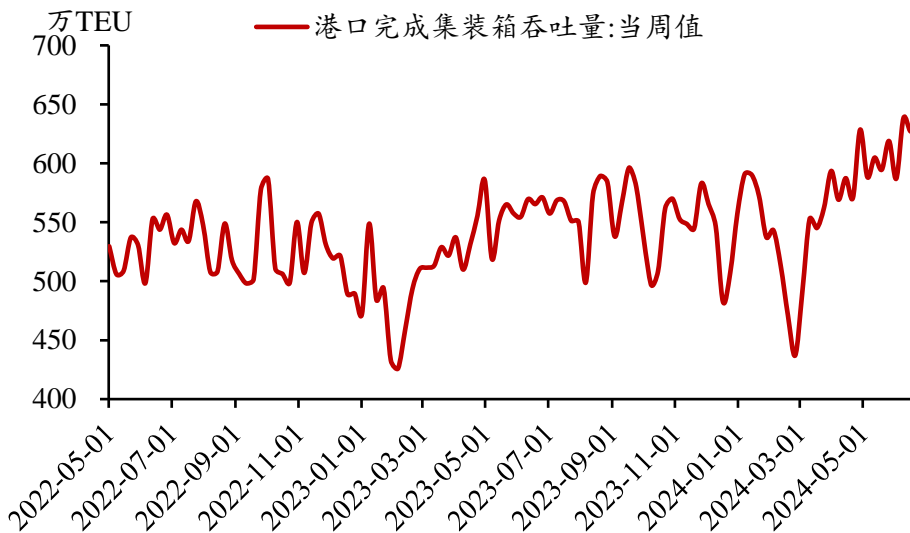
图 6：销售价格弱于往年


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

二、高技术制造业、出口链表现亮眼

高技术制造业扩张加快。高技术制造业 PMI 为 52.3%，较上月上升 1.6 个百分点，且生产指数接近 54%，较上月上升超过 1 个百分点。从细分行业来看，铁路船舶航空航天运输设备制造业、电气机械器材制造业和计算机通信电子设备及仪器仪表制造业增速上升较为突出。

出口分项仍具韧性。5 月出口新订单录得 48.3%，较 4 月下滑 2.3 个百分点，而本月出口新订单指数与 5 月保持一致，没有进一步下滑。从高频指标来看，出口表现相对较好，或继续成为经济的重要驱动力。6 月港口完成集装箱吞吐量在 600 万 TEU 以上，为 2022 年 5 月有数据以来的新高。另外，韩国 6 月前 20 日出口金额同比增速为 8.6%，高于 5 月的 1.4%。

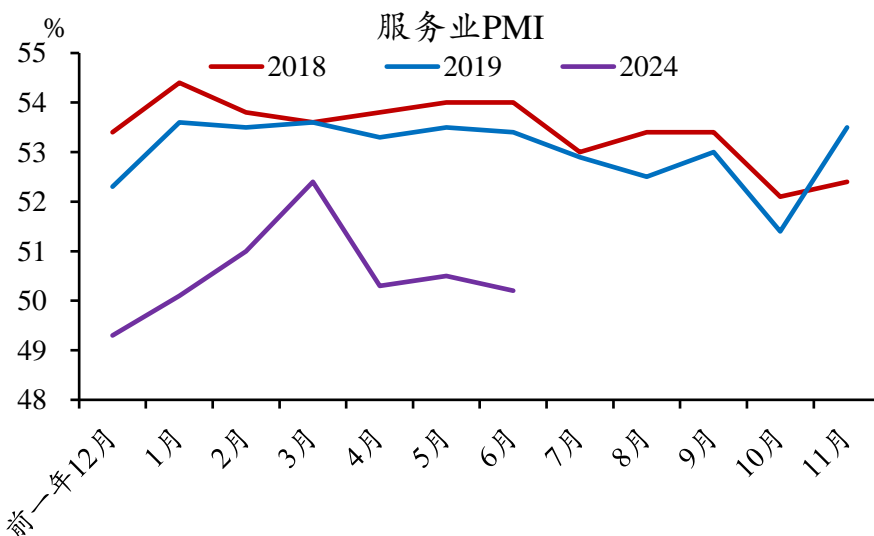
图 7：6 月集装箱吞吐量较高


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

另一方面，传统行业景气度偏低。高耗能行业和消费品行业 PMI 分别为 47.4% 和 49.5%，继续低于临界点。纺织、石油煤炭及其他燃料加工等行业生产指数均低于临界点；化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业新订单指数均低位运行。

三、天气影响下，建筑业增长放缓

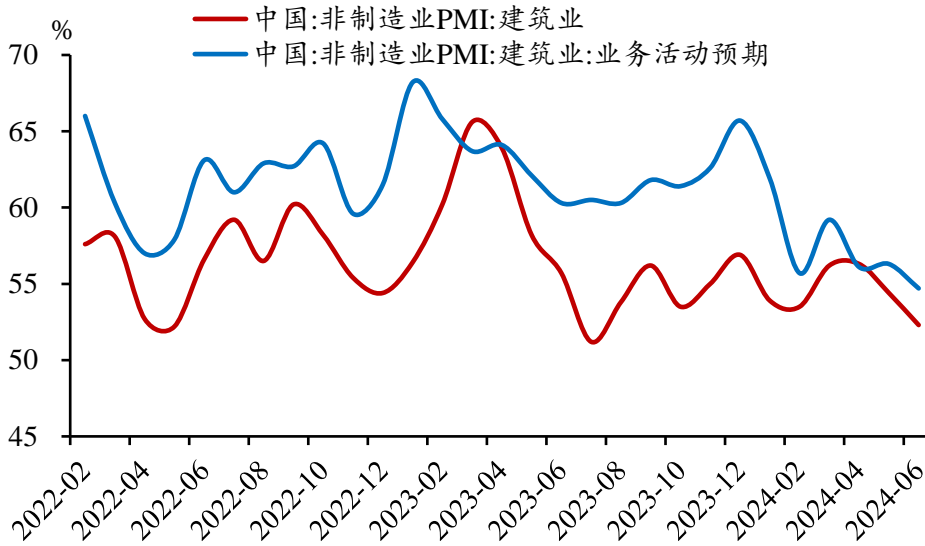
“五一”假期过后，服务业景气小幅回落。服务业商务活动指数为 50.2%，比上月下降 0.3 个百分点。继五一假期需求集中释放后，接触型消费相关服务业活动在高基数影响下较上月有所回落。货币金融服务业季度末供需集中释放以及信息服务相关行业继续高增长成为 6 月服务业保持扩张区间的主要支撑动力，货币金融服务业和电信服务业商务活动指数均在 60% 以上。

图 8：6 月服务业 PMI 小幅下降


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

建筑业增速有所放缓。近期南方多地出现持续强降雨，建筑业施工受到一定程度影响，建筑业商务活动指数为52.3%，比上月下降2.1个百分点。土木工程建筑业商务活动指数连续5个月超过55%，基建投资相关活动持续发力。5月超长期特别国债开启发行，近期专项债发行也有明显提速，后续财政可用资金有望增加，基建投资或将进一步释放。

图 9：建筑业 PMI



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险因素

信贷政策收紧；海外制造业复苏不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。