



## 宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

## 生产继续好于需求

### ——2024年6月PMI数据点评

#### 投资要点:

- **核心观点:** 6月PMI季节性回落,生产端景气水平继续强于需求端。在制造立国战略下,保障创新效率、发挥性价比优势、统筹发展与安全的需要或持续支撑制造业生产端景气水平;制造业需求阶段性受政策影响,3月大规模设备更新和消费品以旧换新、5月地产新政等过后短期内来到政策效果的观察窗口期,PMI中表征需求的相关指数阶段性较低也属合理。**向前看,生产端预计仍将保持平稳,需求端短期内可能仍有压力;今年上半年地方新增专项债发行较慢,三季度发行或较快,有望支撑建筑业产需指数改善。**
- **产需:** 生产端好于需求端的状态持续。6月制造业PMI为49.5%,环比持平,基本符合季节性,连续两个月处于收缩区间。生产指数和新订单指数分别为50.6%和49.5%,分别较前月回落0.2和0.1个百分点。从PMI指数编制来看,6月制造业PMI构成分项中生产、新订单、原材料库存三项均有所下降,从业人员分项保持不变,作为逆指数的供应商配送时间下降对冲了前三项下降的影响,制造业PMI环比持平。6月制造业PMI指数继续呈现生产端好于需求端的特征,短期来看是内需较弱的态势尚未出现显著改变,长期来看是制造立国战略下推进产能迭代以保障创新效率、维持产业保全以发挥“性价比优势”确保出口份额稳定所需、布局重要产业储备以统筹发展与安全所需。
- 进一步来看,6月新出口订单指数为48.3%,与5月持平,继续处于收缩区间,但在统计对象上以东部沿海与出口关系更密切的企业为主的财新PMI则在2-5月连续上升,持续处于扩张期间,背后或是由于经济转型阶段叠加全球科技周期上行,出口也面临新旧动能切换,新动能较强旧动能相对偏弱;另一方面,PMI新出口订单指数与出口金额同比的背离值得关注,4-5月新出口订单指数连续下降,从3月的扩张区间降至5月的收缩区间,6月维持在与5月相同的水平,而4-5月出口金额同比则连续回升,与新出口订单指数形成背离,原因或一方面在于前前提到的出口的动能切换,另一方面可能在于从新订单到形成出口收入之间存在时滞,3-4月新出口订单指数明显回升至扩张区间,企业接到订单后排产、发货等都需要时间,形成实际出口或滞后一个月体现在4-5月,由此来看,5-6月新出口订单指数回到收缩区间,或意味着短期内出口增长有所波动。
- 6月在手订单指数为45.0%,较前月回落0.3个百分点。从生产指数持续位于扩张区间、新订单指数环比回落、新出口订单指数环比持平来看,内需订单或较外需订单消耗速度更快,也可能指向外需订单增量更多,对内需的供大于求也会导致企业出现需求不足的微观体感。从行业看,指征新动能的高技术制造业、装备制造业PMI均处于扩张区间且环比进一步上升;消费品制造业PMI回落至收缩区间。
- **价格:** 大宗商品价格回落带动原材料价格指数大幅回落。6月原材料价格指数为51.7%,较前月下降5.2个百分点;产成品价格指数为47.9%,较前月下降2.5个百分点。价格指数环比回落主要受近期部分大宗商品价格下降和市场需求不足等因素影响,6月主要大宗商品价格多数回落,尤其是黑色金属和主要有色金属铜铝等价格回落幅度都在5%左右,焦炭价格下跌1%左右,相应导致石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数下降幅度较大。

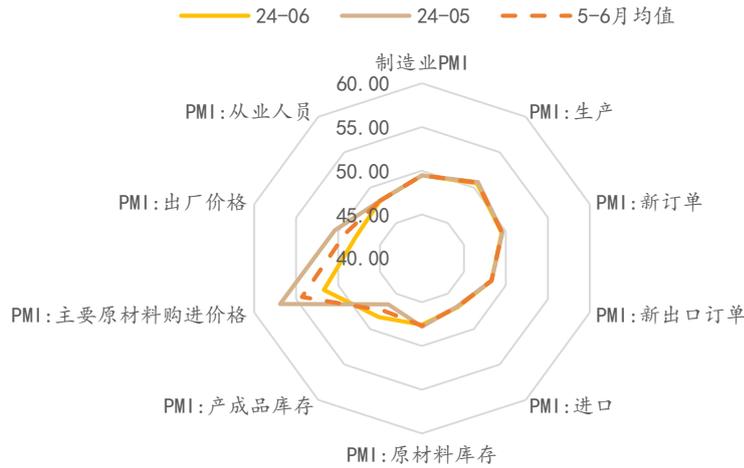
- **库存：弱补库可能持续。**6月原材料库存指数为47.6%，较前月下降0.2个百分点，产成品库存指数为48.3%，较前月上升1.8个百分点，两个库存指数均仍处于收缩区间。从库存周期的运行来看，需求端弱于生产端的背景下，弱补库可能持续。去年下半年以来，名义库存增速和实际库存增速均在触底后低位波动，回升幅度较小，并没有形成一轮显著的补库周期。企业补库主要受对需求端的预期影响，从需求端看，经济结构转型的过程中需求端也会经历部分旧需求下滑、新需求兴起的变化，这也会增加企业预期需求变化的难度，随着地产在整体经济中的占比、贡献率下降，传统的地产上下游需求的稳态中枢或将有所下降，也就可能导致相关行业体感需求增长缓慢，进而导致补库意愿不高。向前看，在经济结构转型过程中的消费业态变革完成前，弱补库的现象可能持续。
- **结构：中型企业产需尚可，小型企业产需仍待改善。**6月大型企业PMI为50.1%，较前月回落0.6个百分点，继续处于扩张区间；中型企业PMI为49.8%，较前月回升0.4个百分点；小型企业PMI为47.4%，较前月回升0.7个百分点，中小型企业PMI均仍处于收缩区间。新订单指数同样呈现中小型企业环比改善、大型企业环比回落的特点。中小型企业PMI结构分项多数低于荣枯线，三类企业生产经营活动预期和原材料购进价格都高于荣枯线。3月以来中型企业产需指数多数时期在荣枯线上，或与新动能相关的装备制造业、高技术制造业规模分布在中型企业较多有关。
- **非制造业：旅游需求持续支撑服务业景气，工作日较少和新增专项债发行减速影响建筑业生产扩张放缓。**6月服务业商务活动指数为50.2%，较前月回落0.3个百分点，仍位于荣枯线以上。虽然6月没有五一长假，但今年端午假期旅游出行需求延续较强，据文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计1.1亿人次，同比增长6.3%；国内游客出游总花费403.5亿元，同比增长8.1%，旅游需求持续支撑今年服务业商务活动指数在荣枯线以上。分行业来看，航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间，业务总量增长较快；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数继续低位运行，景气水平偏低。6月建筑业商务活动指数为52.3%，较前月继续下降2.1个百分点。6月较5月少2个工作日，叠加新增专项债发行速度较5月有所降低，建筑业生产扩张边际放缓。
- **预期：PMI季节性回落但企业预期仍较乐观。**6月制造业生产经营活动预期指数为54.4%，较前月回升0.1个百分点；建筑业业务活动预期指数为54.7%，较前月回落1.6个百分点；服务业业务活动预期指数为57.6%，较前月回升0.6个百分点，三者均继续处于较高景气区间，尽管6月PMI多数指标季节性回落，但三大行业均保持较高信心，市场主体对政策效能持续释放抱有期待。
- **展望：生产端或继续较稳，需求端可能仍有压力，专项债发行加快或带动建筑业需求改善。**6月PMI季节性回落，在制造立国战略下，保障创新效率、发挥性价比优势、统筹发展与安全的需要或持续支撑制造业生产端景气水平；制造业需求阶段性受政策影响，3月大规模设备更新和消费品以旧换新、5月地产新政等过后短期内来到政策效果的观察窗口期，PMI中表征需求的相关指数阶段性较低也属合理。向前看，生产端预计仍将保持平稳，需求端短期内可能仍有压力；今年上半年地方新增专项债发行较慢，三季度发行或较快，有望支撑建筑业产需指数改善。
- **风险提示：**（1）宏观政策力度不及预期；（2）海外货币政策导致外需超预期变化；（3）国际地缘政治风险影响全球供应链稳定。

表 1: 2024 年 6 月 PMI 数据概览

单位: %		24-06	相对上月变化	荣枯线上下	相对19-23 五年同期 均值变化	24-05	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12
制造业PMI及分项	制造业PMI	49.5	0.0	↓	-0.8	49.5	50.4	50.8	49.1	49.2	49.0
	新订单	49.5	-0.1	↓	2.9	49.6	51.1	53.0	49.0	49.0	48.7
	新出口订单	48.3	0.0	↓	-3.7	48.3	50.6	51.3	46.3	47.2	45.8
	生产	50.6	-0.2	↑	2.7	50.8	52.9	52.2	49.8	51.3	50.2
	原材料库存	47.6	-0.2	↓	0.3	47.8	48.1	48.1	47.4	47.6	47.7
	产成品库存	48.3	1.8	↓	-1.8	46.5	47.3	48.9	47.9	49.4	47.8
	供货商配送时间	49.5	-0.6	↓	-3.3	50.1	50.4	50.6	48.8	50.8	50.3
	主要原材料购进价格	51.7	-5.2	↑	3.8	56.9	54.0	50.5	50.1	50.4	51.5
	出厂价格	47.9	-2.5	↓	-0.5	50.4	49.1	47.4	48.1	47.0	47.7
	从业人员	48.1	0.0	↓	3.0	48.1	48.0	48.1	47.5	47.6	47.9
	在手订单	45.0	-0.3	↓	-5.6	45.3	45.6	47.6	43.5	44.3	44.5
	采购量	48.1	-1.2	↓	0.2	49.3	50.5	52.7	48.0	49.2	49.0
	进口	46.9	0.1	↓	-8.6	46.8	48.1	50.4	46.4	46.7	46.4
	生产经营活动预期	54.4	0.1	↑	3.6	54.3	55.2	55.6	54.2	54.0	55.9
按企业类型划分	大型企业	50.1	-0.6	↑	0.0	50.7	50.3	51.1	50.4	50.4	50.0
	中型企业	49.8	0.4	↓	1.5	49.4	50.7	50.6	49.1	48.9	48.7
	小型企业	47.4	0.7	↓	-10.8	46.7	50.3	50.3	46.4	47.2	47.3
非制造业商务活动指数及分项	商务活动	50.5	-0.6	↑	3.9	51.1	51.2	53.0	51.4	50.7	50.4
	建筑业	52.3	-2.1	↑	-5.9	54.4	56.3	56.2	53.5	53.9	56.9
	服务业	50.2	-0.3	↑	-3.0	50.5	50.3	52.4	51.0	50.1	49.3
趋势性变化	动能: 新订单-生产	-1.1	0.1	-	0.2	-1.2	-1.8	0.8	-0.8	-2.3	-1.5
	内需: 新订单-新出口订单	1.2	-0.1	-	6.7	1.3	0.5	1.7	2.7	1.8	2.9
	库存: 原材料库存+产成品库存	95.9	1.6	-	-1.5	94.3	95.4	97.0	95.3	97.0	95.5
	价差: 出厂价格-原材料购进价格	-3.8	-2.7	-	-4.3	-6.5	-4.9	-3.1	-2.0	-3.4	-3.8

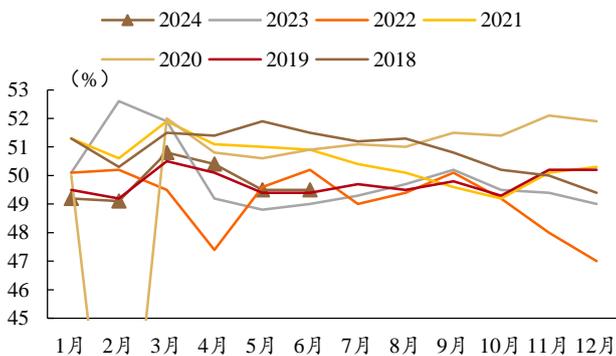
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: 制造业 PMI 主要分项指标 (%)



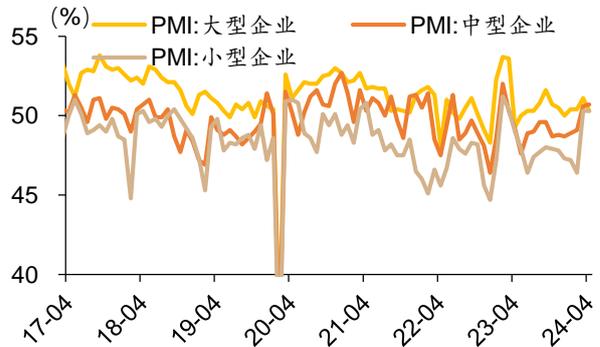
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 上半年制造业 PMI 季节性特征更接近 2018-2019 年



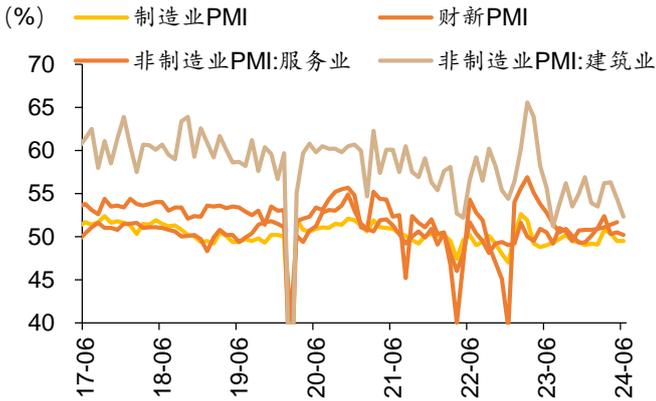
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 6 月中、小型企业 PMI 回升、大型企业 PMI 回落



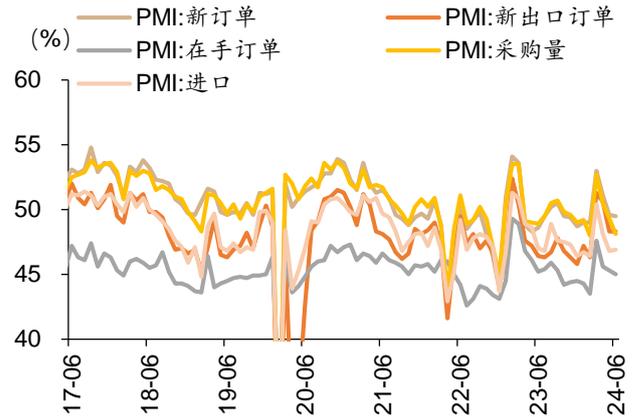
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4：制造业、服务业、建筑业与财新 PMI



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：制造业 PMI 主要分项



资料来源：Wind，德邦研究所

表 2：小型企业 PMI 分项：多数分项仍在收缩区间，需求指数低位回升（%）

小型企业 PMI 结构分项	走势图	相对上月变化	荣枯线上下	2406	2405	2404	2403	2402	2401	2312	2311	2310	2309	2308	2307
生产		-0.1	↓	46.3	46.4	52.4	52.1	47.2	47.8	47.7	48.2	48.8	49.6	48.6	47.4
新订单		1.6	↓	46.4	44.8	51.2	51.9	43.8	46.4	46.5	46.7	47.8	47.1	47.5	45.8
新出口订单		1.9	↓	47.1	45.2	49.6	49.4	37.5	44.6	46.9	40.9	47.8	45.6	45.2	42.8
在手订单		-1.3	↓	41.8	43.1	43.7	46.9	36.5	39.8	41.5	42.9	42.2	42.9	42.6	44.0
原材料库存		1.3	↓	46.6	45.3	47.6	47.5	43.3	42.2	44.7	48.3	45.1	46.5	46.7	48.0
产成品库存		3.5	↓	47.6	44.1	45.6	48.1	41.5	44.8	44.4	46.0	46.8	45.9	46.1	44.9
生产经营活动预期		-0.8	↑	50.3	51.1	52.9	55.8	54.3	47.5	51.4	52.7	53.7	53.1	51.6	54.3
原材料价格		-5.2	↑	51.5	56.7	54.7	53.0	51.1	49.7	49.8	51.8	52.1	57.7	55.2	51.6
出厂价格		0.3	↓	47.4	47.1	48.9	46.1	47.1	45.9	47.2	47.0	46.5	50.2	50.2	47.2
从业人员		0.4	↓	48.1	47.7	48.3	47.6	47.2	48.2	47.7	47.5	47.0	46.7	46.9	47.9

资料来源：Wind，德邦研究所

表 3：中型企业 PMI 分项：产需指数均在扩张区间，新动能相关企业或较多分布在中型企业（%）

中型企业 PMI 结构分项	走势图	相对上月变化	荣枯线上下	2406	2405	2404	2403	2402	2401	2312	2311	2310	2309	2308	2307
生产		0.4	↑	51.2	50.8	53.4	51.5	49.6	52.4	50.1	50.5	49.0	52.4	51.6	49.5
新订单		1.6	↑	51.2	49.6	51.9	53.2	49.4	47.0	48.1	48.8	48.9	49.7	50.3	49.4
新出口订单		-1.4	↓	48.8	50.2	52.2	51.2	44.3	47.3	46.3	45.0	44.3	47.2	43.7	47.5
在手订单		-1.0	↓	44.9	45.9	46.1	49.2	42.3	45.0	44.1	43.6	44.2	44.9	45.7	43.3
原材料库存		-2.3	↓	47.0	49.3	47.9	49.4	47.4	48.7	48.0	46.9	48.3	47.8	48.7	49.0
产成品库存		2.6	↓	49.1	46.5	47.5	48.8	46.6	50.7	48.4	47.8	48.1	46.9	47.6	46.6
生产经营活动预期		1.5	↑	55.1	53.6	56.2	56.6	53.2	56.7	56.2	56.3	55.4	55.4	56.3	54.4
原材料价格		-2.5	↑	53.0	55.5	53.4	50.6	50.9	51.1	50.9	50.6	51.2	58.2	56.3	51.4
出厂价格		-0.4	↑	50.8	51.2	49.4	48.0	47.8	47.7	46.0	47.3	48.8	53.9	51.8	47.1
从业人员		0.0	↓	47.2	47.2	47.8	47.2	47.2	47.1	47.7	46.7	47.4	47.2	47.5	47.4

资料来源：Wind，德邦研究所

表 4：大型企业 PMI 分项：生产保持扩张，库存指数低位回升（%）

大型企业 PMI 结构分项	走势图	相对上月变化	荣枯线上下	2406	2405	2404	2403	2402	2401	2312	2311	2310	2309	2308	2307
生产		-0.6	↑	52.1	52.7	52.8	52.7	51.2	52.3	51.5	52.1	53.1	54.4	53.7	52.0
新订单		-1.8	↓	49.8	51.6	50.6	53.4	51.3	51.5	50.2	51.1	50.8	52.7	51.6	51.4
新出口订单		0.2	↓	48.3	48.1	50.0	51.8	49.1	47.7	45.3	48.1	47.9	48.6	48.6	46.4
在手订单		0.5	↓	46.4	45.9	46.1	46.9	47.7	46.0	46.3	45.6	45.1	46.7	47.7	47.4
原材料库存		0.5	↓	48.4	47.9	48.4	47.6	49.4	49.5	49.0	48.5	49.6	49.9	49.0	47.8
产成品库存		0.6	↓	48.1	47.5	47.9	49.3	51.8	50.9	49.1	49.5	49.6	47.0	47.5	46.8
生产经营活动预期		-0.3	↑	55.7	56.0	55.6	54.8	54.8	55.4	57.9	57.0	56.7	56.8	57.1	55.9
原材料价格		-6.8	↑	51.0	57.8	54.0	49.2	49.2	50.3	52.7	50.3	53.7	61.0	57.3	53.5
出厂价格		-4.8	↓	46.4	51.2	49.3	47.6	48.8	46.9	49.0	49.2	47.6	55.1	52.5	50.0
从业人员		-0.2	↓	48.6	48.8	48.0	48.9	47.8	47.7	48.1	49.3	48.8	49.4	48.9	48.7

资料来源：Wind，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。