

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@zts.com.cn

研究助理：游勇

Email: youyong@zts.com.cn

## 相关报告

## 投资要点

- 2024 年 6 月，官方制造业 PMI、非制造业 PMI（商务活动指数）与综合 PMI 分别为 49.5%、50.5%和 50.5%，环比分别持平、下降 0.6 个百分点和下降 0.5 个百分点。

制造业 PMI 连续第二个月位于收缩区间，也弱于季节性表现。6 月制造业 PMI 为 49.5%，略低于 WIND 统计的市场一致预期值 49.55%。无论是绝对值口径，还是环比口径观察，6 月制造业 PMI 也都弱于季节性。过去 5 年，6 月 PMI 平均值为 50.1%，高于今年同期 0.6 个百分点。6 月 PMI 环比一般增加，过去 5 年同期 PMI 环比平均增加 0.2 个百分点，本月环比为 0，仅高于 2021 年同期水平。

此外，由于供应商配送时间分项的异常，本月 PMI 读数可能还高估了实际景气度。合成制造业 PMI 的 5 个分项指数中，供应商配送时间是反向指标。一般配送时间指数走弱是由于需求增加，导致物流效率降低。这种情况下，运输价格多涨价，但 6 月的公路运价指数环比下降了 0.8 个百分点。因此，本月供应商配送时间的下降更可能是南方多地强降雨所致。这一分项的异常，反而拉动 6 月制造业 PMI 环比增加 0.1 个百分点。

- 分行业看，本月制造业 PMI 主要受上游原材料行业拖累，中游设备和下游消费品行业景气度是回升的。

6 月上游原材料行业（高耗能行业）、中游设备制造业、下游消费品制造业的 PMI 分别为 47.4%、51.0%和 49.5%，环比分别下降 0.5 个百分点、上升 0.3 个百分点和上升 0.1 个百分点。高技术制造业 PMI 为 52.3%，回升了 1.6 个百分点。今年上半年，高技术行业景气度始终处于扩张区间，中游设备制造有 5 个月均处于扩张区间。

具体行业上，国家统计局表示，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子等行业景气度较高，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及制品、非金属矿物制品等景气度较低。

大中小企业 PMI 分化同步印证这一行业特征。原材料加工行业集中度较高，多为大企业，中游设备制造多为中、小企业，下游消费品制造多为小企业。本月景气度回升呈现出：中型企业>大企业>小企业的特征。大、中、小企业制造业 PMI 分别为 50.1%、49.8%和 47.4%，环比分别下降 0.6 个百分点、增加 0.4 个百分点和下降 0.1 个百分点。

原材料行业景气度下行主因原材料价格，背后反映预期转弱。原材料价格指数为 47.6%，环比下降 0.2 个百分点。从南华工业品指数看，6 月南华工业品指数环比下降 2.8%，近 4 个月来首次下降，降幅是近一年来最大的。除原油外，今年国内大宗商品主要交易需求预期。前期“抢跑”的预期未兑现，6 月以来商品价格回调，反映预期再度转弱。

- 结构上，制造业 PMI 延续生产强于需求的特征，6 月生产与新订单指数均边际走弱。

6 月制造业 PMI 生产指数与新订单指数分别为 50.6%和 49.5%，环比分别下降 0.2 和 0.1 个百分点。价格预期的传导，与需求不足共振，库存周期再度紊乱，企业原材料库存下降，产成品库存增加。6 月制造业 PMI 原材料购进价格指数与出厂价格指数分别为 51.7%和 47.9%，环比分别下降 5.2 和 2.5 个百分点。采购量价格指数环比下降 1.2 个百分点，原材料库存环比下降 0.2 个百分点，产成品库存环比增加 1.8 个百分点。

新出口订单指数与上月持平，我们认为外需改善的可能性更大。6 月新出口订单指数为 48.3%，环比略弱于季节性。近两个月新出口订单指数偏弱，但 PMI 指标底层是对不同企业出口订单数量的抽样调研，无法直接反映企业类型、出口金额、产品结构变化。近年来 PMI 新订单指数与出口额多次背离。从更为高频的运价来看，6 月运价仍保持上涨。

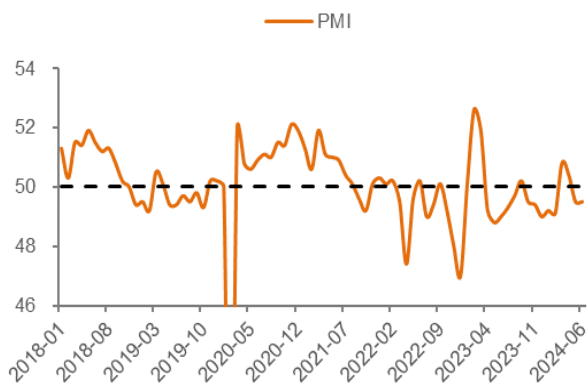
- 非制造业方面，6 月建筑业、房地产行业与资本市场服务景气度较低。服务业商务活动指数继续回落。6 月建筑业与服务业商务活动指数分别为 52.3%和 50.2%，环比分别下降 2.1 和 0.3 个百分点。高频数据显示，今年石油沥青开工率低于往年同期，基建项目进度或不及预期。本月南方降雨天气也造了一定扰动。化债背景下，基建面临项目短缺与融资约束，后续表现值得关注。服务业方面，资本市场服务与房地产等行业拖累整体表现。国家统计局表示“航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数位于 55.0%以上较高景气区间，业务总量增长较快；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数继续低位运行，景气水平偏低。”

- 在 5 月“遇冷”之后，6 月 PMI 维持低位。经济整体面临有效需求不足难题，外需、中游设备制造业、高技术行业拉动需求与生产，前期政策预期未完全兑现，6 月预期转弱传导到上游行业，基建等逆周期政策仍有发力必要与空间。

- 综合来看，经济持续回升向好基础仍需巩固，基本面对于债市的支撑不变，利率下行趋势预计仍未结束。不过短期受重要会议的召开、货币宽松与债券供给节奏等扰动，长债利率预计维持震荡。

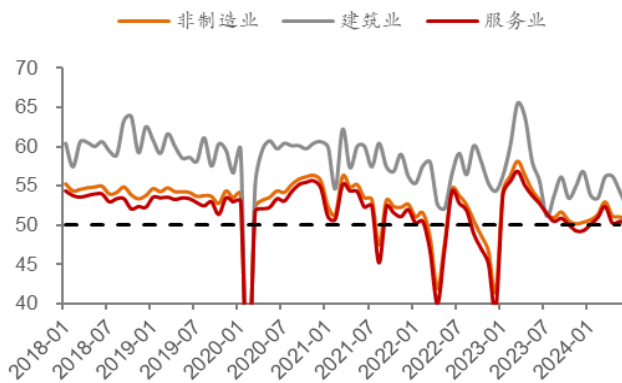
- 风险提示：资金价格波动幅度加大，经济复苏超预期，数据更新不及时等。

图表 1: 6 月制造业 PMI 维持 49.5% (%)



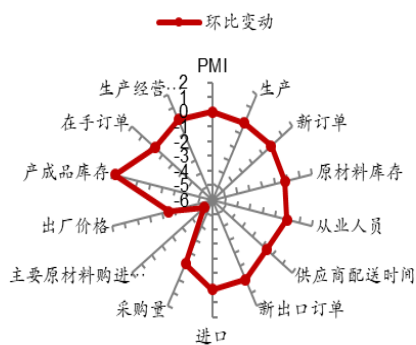
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 非制造业 PMI 变化 (%)



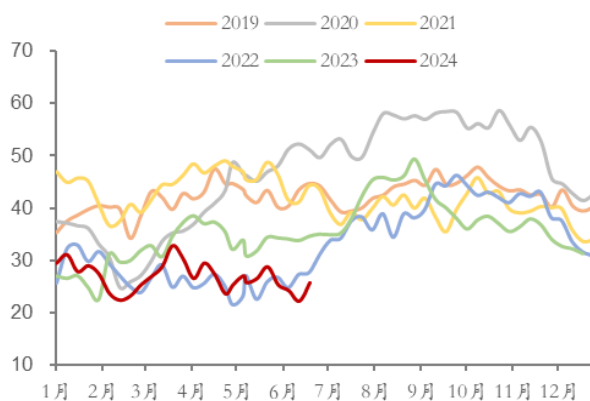
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 6 月份制造业 PMI 各分项变化 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 石油沥青开工率相比往年偏低 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。