



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《短期工业企业利润韧性犹在，驱动力或逐步转换》 - 2024.06.28

宏观研究

生产强需求弱，期待7月破局

● 核心观点

6月经济景气度再次边际回落，仍处于收缩区间，弱于季节性。生产与需求景气度双双边际回落，生产仍处于扩张区间，需求处于收缩区间，整体呈现为供过于求的特征。在有效需求不足的背景下，上游原材料涨价，向中下游传导不顺畅，企业生产仍较为谨慎，6月制造业PMI产成品出厂价格回落，PMI产成品库存继续收缩，原材料需求回落，原材料库存回落，预计6月PPI或温和回升至-0.8%，低于市场预期-0.6%。从结构上看，大中小企业景气度分化，大型企业景气度仍处于扩张区间，边际有所回落，中小企业景气度仍处于收缩区间，边际回升，就业市场景气度处于收缩区间，并未明显回暖。

向后看，扩内需将成为经济持续修复的关键，7月重点关注中国共产党中央委员会第三次全体会议深化改革的具体部署。短期，出口存在低基数效应，出口韧性仍在，或存在边际回落风险；消费有望温和回升，考虑就业市场并未明显回暖，社会预期有待持续恢复，消费修复空间或较为有限，促消费政策或是主要支撑，仍需观察前期促消费政策效果；三季度专项债发行或提速，进入密集发行期，托底基建投资增速，这或是当前比较明确的抓手；稳地产政策效果或存在时滞，短期进入观察期，政策继续加码的概率有所下降；前期大规模设备更新改造、房地产融资政策协调机制等政策仍持续推进，如财政部等部门印发通知实施设备更新贷款财政贴息政策、房地产融资协调机制更为明确，政策效果或逐步显现。

短期建议关注：一是基建投资回升的机会；二是新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网、低空经济等。

● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；房地产市场修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 生产强需求弱，内生增长动能有待增强	5
1.1 生产强需求弱，扩内需仍是经济持续修复的关键	5
1.2 企业扩产内在动能不足，6月PPI或温和回升	6
1.3 大中小企业景气度分化，就业市场景气度仍处于收缩区间	7
1.4 高技术制造业保持良好扩张态势，新动能继续较快扩张	8
2 非制造业PMI保持高韧性，边际有所回落	9
3 展望	10
风险提示	11

图表目录

图表 1: 制造业 PMI 及分项 (%)	6
图表 2: 生产景气度好于需求景气度 (%)	6
图表 3: 制造业 PMI 分解 (%)	6
图表 4: 制造业生产经营活动预期 (%)	6
图表 5: 产成品库存回落, 出厂价格边际回升 (%)	7
图表 6: 原材料库存和价格均回落 (%)	7
图表 7: 市场主体景气度连续回升 (%)	8
图表 8: 经济结构持续优化, 高技术制造业保持良好发展态势 (%)	9
图表 9: 非制造业保持高景气度 (%)	10
图表 10: 非制造业 PMI 分项走弱 (%)	10

1 生产强需求弱，内生增长动能有待增强

6 月经济景气度再次边际回落，处于收缩区间，弱于季节性。6 月制造业 PMI 为 49.5%，持平前值，环比变动较近五年同期均值 0.2% 低 0.2pct。

1.1 生产强需求弱，扩内需仍是经济持续修复的关键

在需求端，内外需景气度连续两个月收缩，弱于季节性。6 月制造业 PMI 新订单指数为 49.5%，较前值回落 0.1pct，景气度连续两个月步入收缩区间，弱于季节性，环比变动较近五年同期环比变动均值低 2.76pct。制造业 PMI 新出口订单指数为 48.3%，持平前值，亦弱于季节性，环比变动较近五年同期环比变动均值低 4.18pct。

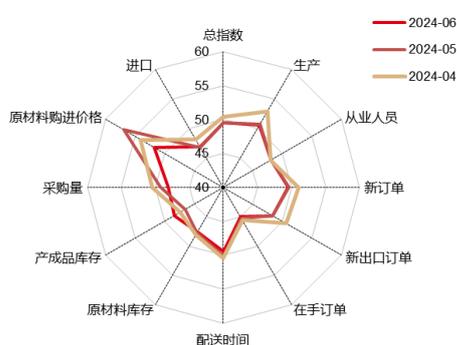
(1) 内需走弱或因新旧动能转换阶段，传统增长动能有所放缓，或对经济增长拖累相对明显。一是稳地产政策存在时滞，房地产投资端尚未明显回暖；二是 6 月高频数据显示，工业需求环比有所回落，螺纹钢价格和石油沥青装置开工率环比回落，且专项债和政府净融资较 5 月有所放缓，6 月新增专项债 3326.72 亿元，较 5 月 4383.47 亿元低 1056.75 亿元，6 月国债和地方政府净融资 13798.09 亿元，较 5 月 26065.89 亿元低 12267.8 亿元。(2) 外需景气度回落，或与近期全球贸易摩擦升温有关，如欧盟加征钛白粉关税、美方继续施压日本荷兰对华芯片限制、土耳其对中国燃油及混合动力乘用车征收额外进口关税、越南对自中国和韩国进口的镀锌钢材启动反倾销立案调查、日方将对中方企业和外贸进行制裁等，同时，国际地缘冲突持续与海外补库周期开启，推动运力紧张、运价走强，导致部分薄利行业难以承受高涨的运价，部分行业或出口走弱。6 月出口领先指标亦显示出口有放缓迹象。韩国 6 月前 10 天出口总额同比增长 -4.7%，较 5 月 16.4% 回落 21.1 个百分点；前 20 日出口总额同比增长 8.5%，较 5 月同期 1.4% 回升 7.1 个百分点，考虑韩国 5 月前 20 日出口增速回落，主要是工作日差异导致，经工作日差异调整后的韩国出口总值同比增长 17.7%，若与之相比，6 月前 20 日出口增速亦回落 9.2 个百分点。

在供给端，生产景气度边际回落，亦弱于季节性，但仍处于扩张区间。6 月制造业 PMI 生产指数为 50.6%，较前值 50.8% 回落 0.2pct，弱于季节性，环比变

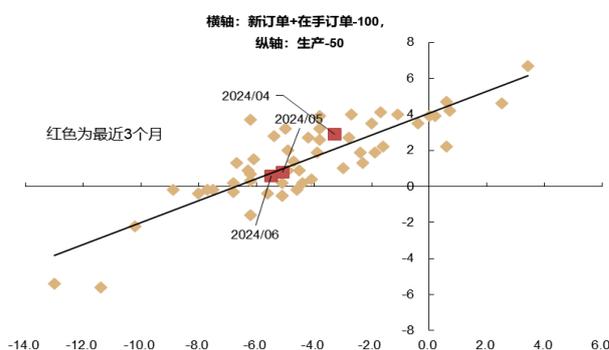
动较近五年同期环比变动均值低 0.86pct，但仍处于扩张区间。从生产经营活动预期来看，6 月制造业 PMI 生产经营活动预期 54.4%，较前值 54.3% 回升 0.1pct，显示企业家对未来预期边际仍较为乐观。

从供需来看，供需两端景气度均边际回落，生产景气度好于需求景气度，整体仍呈现供大于求局面，有效需求不足问题仍较为突出。6 月 PMI 新订单与 PMI 生产差值为-1.1%，呈现生产强、需求弱特点，需求相对生产不足问题仍较为突出，指向经济内生增长动能仍有待进一步增强。

图表1：制造业 PMI 及分项 (%)



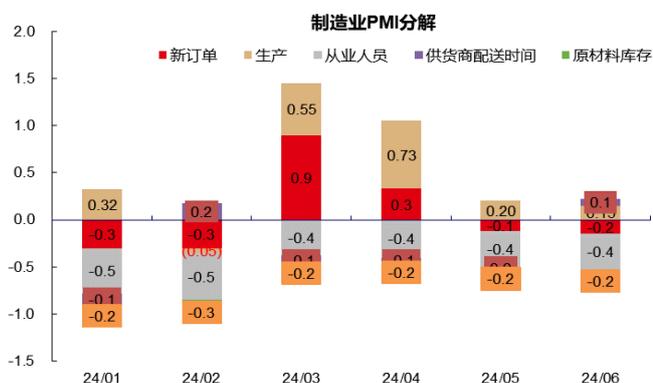
图表2：生产景气度好于需求景气度 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

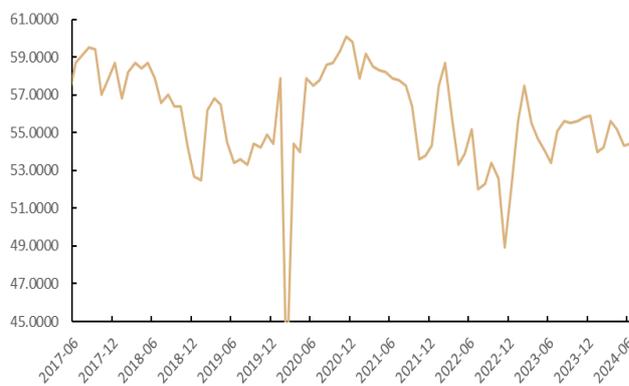
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：制造业 PMI 分解 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：制造业生产经营活动预期 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

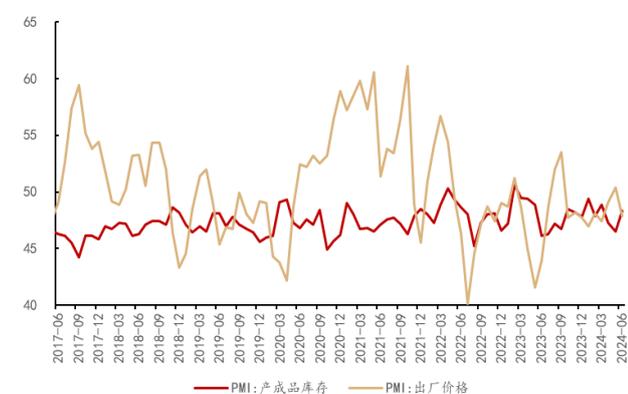
1.2 企业扩产内在动能不足，6 月 PPI 或温和回升

尽管 5 月制造业 PMI 产成品出厂价格走高，企业生产仍较为谨慎，在供过于求的背景下，6 月制造业 PMI 产成品出厂价格回落，PMI 产成品库存继续收缩。与此同时，对要素需求收缩，PMI 原材料库存再次收窄，而黄金、铜、锌、铝等原材料价格有所走高，PMI 主要原材料购进价格虽边际回落，但仍处于扩张区间。

6月制造业PMI产成品出厂价格47.9%，较前值50.4%回落2.5pct，弱于季节性，环比变动较近五年同期环比变动均值低0.5pct。6月制造业PMI产成品库存48.3%，较前值回升1.8pct，但仍处于收缩区间。制造业PMI主要原材料库存47.6%，较前值回落0.2pct，主要原材料购进价格为51.7%，较前值回落5.2pct。

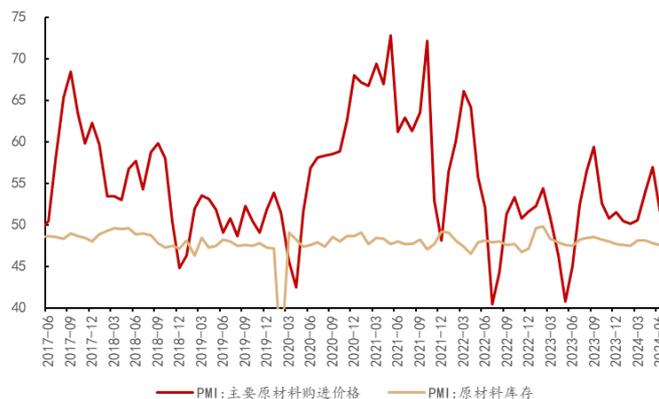
短期PPI价格增速仍将温和回升。考虑PMI出厂价格与PPI环比具有高度相关性，由于PMI出厂价格环比回升，维持我们之前判断，预计6月PPI同比增速温和回升至-0.8%左右，较我们之前预期有所走弱，或显示新涨价因素有所走弱，整体指向需求不足问题较为突出。

图表5：产成品库存回落，出厂价格边际回升（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：原材料库存和价格均回落（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 大中小企业景气度分化，就业市场景气度仍处于收缩区间

市场主体景气度有所分化，大型企业景气度维持扩张区间，中型企业和小型企业景气度仍处于收缩区间，但边际回升。大型企业PMI指数为50.1%，较上月回落0.6pct；中型企业和小型企业PMI指数分别为49.8%和47.4%，仍处于收缩区间，边际有所回升，较前值回升0.6pct和0.7pct。考虑季节性因素，大型、中型、小型企业PMI指数环比变动较近五年同期环比变动均值变动分别为-0.5pct、-0.52pct、2.76pct。就业景气度并未出现回暖。6月PMI从业人员指数48.1%，持平前值，弱于季节性表现，环比变动较近五年同期环比变动均值低0.16pct。

图表7：市场主体景气度连续回升（%）

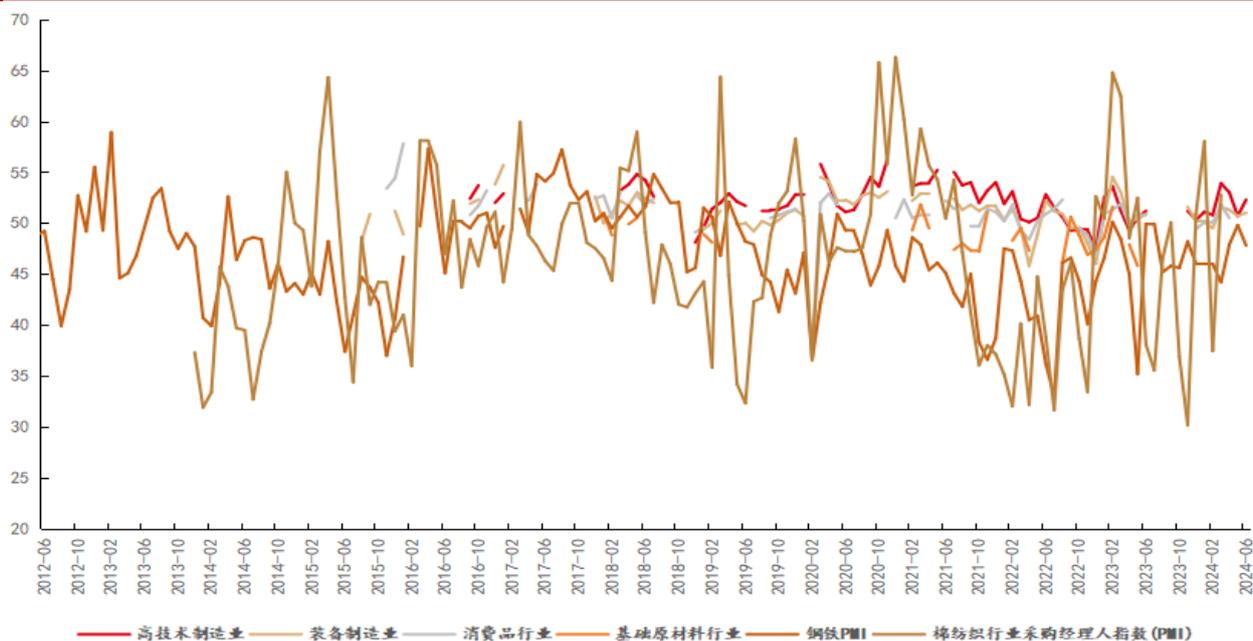

资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.4 高技术制造业保持良好扩张态势，新动能继续较快扩张

5月，高技术制造业PMI为52.3%，较上月上升1.6pct，连续11个月保持在扩张区间，行业延续持续增长态势；装备制造业PMI为51%，较前值上升0.3pct，仍处于扩张区间。高技术制造业和装备制造业PMI均高于制造业总体，高端制造业保持较快发展。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。

此外，根据国家统计局解读来看，在生产方面，金属制品、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均高于55.0%，这与5月工业企业利润高增保持一致；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，企业生产活动有所放缓。纺织生产景气度回落，或与近期出口增速放缓有关。在需求方面，造纸印刷及文教体美娱用品、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业新订单指数均高于53.0%；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，企业反映有效需求不足是当前面临的主要困难。

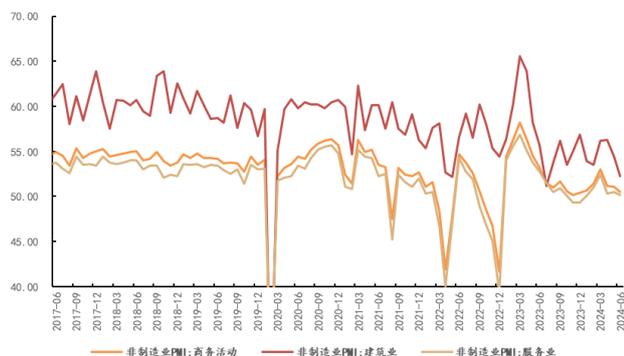
图表8：经济结构持续优化，高技术制造业保持良好发展态势（%）



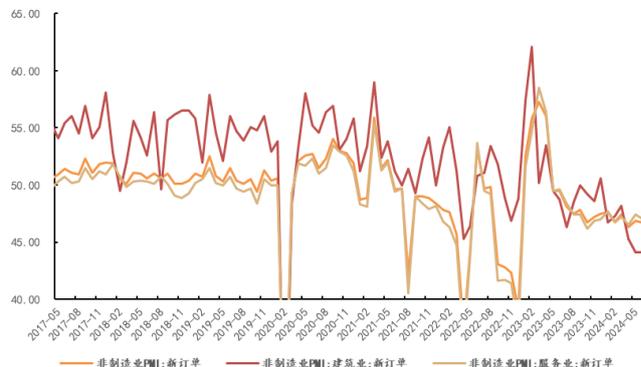
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 非制造业 PMI 保持高韧性，边际有所回落

6月非制造业景气度边际回落，亦弱于季节性，但仍处于扩张区间。6月非制造业PMI为50.5%，较前值51.1%回落0.6pct，较近五年同期环比变动均值低1.52pct。其中，PMI服务业为50.2%，较上月回落0.3pct，连续6个月处于荣枯线之上，弱于季节性表现，环比变动较近五年同期环比变动均值低1.34pct；服务业PMI新订单47.1%，较上月回落0.3pct，处于收缩区间，或指向未来服务业景气度或有所回落。但考虑7月暑期开启，文化和旅游部在第二季度例行新闻发布会介绍，将在暑期举办4000项约3.7万场次文旅消费活动，或提振服务业景气度。PMI建筑业54.4%，较上期回落1.9pct，弱于季节性表现，较近五年同期环比变动均值低1.36pct；PMI建筑业新订单44.1%，较上月回落1.2pct，连续两个月回落，或指向建筑业新增需求仍未大规模启动，房地产投资端尚未呈现回暖迹象。PMI建筑业52.3%，较上期回落2.1pct，弱于季节性表现，较近五年同期环比变动均值低2.3pct；PMI建筑业新订单44.1%，持平前值，连续三个月回落。

图表9：非制造业保持高景气度 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：非制造业PMI分项走弱 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望

6月经济景气度再次边际回落，仍处于收缩区间，弱于季节性。生产与需求景气度双双边际回落，生产仍处于扩张区间，需求处于收缩区间，整体呈现为供过于求的特征。在有效需求不足的背景下，上游原材料涨价，向中下游传导不顺畅，企业生产仍较为谨慎，6月制造业PMI产成品出厂价格回落，PMI产成品库存继续收缩，原材料需求回落，原材料库存回落，预计6月PPI或温和回升至-0.8%，低于市场预期-0.6%。从结构上看，大中小企业景气度分化，大型企业景气度仍处于扩张区间，边际有所回落，中小企业景气度仍处于收缩区间，边际回升，就业市场景气度处于收缩区间，并未明显回暖。

向后看，扩内需将成为经济持续修复的关键，7月重点关注中国共产党中央委员会第三次全体会议深化改革的具体部署。短期，出口存在低基数效应，出口韧性仍在，或存在边际回落风险；消费有望温和回升，考虑就业市场并未明显回暖，社会预期有待持续恢复，消费修复空间或较为有限，促消费政策或是主要支撑，仍需观察前期促消费政策效果；三季度专项债发行或提速，进入密集发行期，托底基建投资增速，这或是当前比较明确的抓手；稳地产政策效果或存在时滞，短期进入观察期，政策继续加码的概率有所下降；前期大规模设备更新改造、房地产融资政策协调机制等政策仍持续推进，如财政部等4部门印发通知实施设备更新贷款财政贴息政策、房地产融资协调机制更为明确，政策效果或逐步显现。

短期建议关注：一是基建投资回升的机会；二是新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网、低空经济等。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；房地产市场修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048