

2024年07月01日

Q2 GDP 或为 4.9%-5.0%，政策存在加码可能

宏观研究团队

——兼评 6 月 PMI 数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2024年6月官方制造业 PMI 49.5%，预期 49.5%，前值 49.5%；官方非制造业 PMI 50.5%，预期 51.0%，前值 51.1%。

● 制造业：“强生产弱需求”格局延续，价格水平边际回落

1、**制造业**：PMI 连续 2 个月低于荣枯线，环比表现同样弱于季节性。生产端，6 月 PMI 生产下滑了 0.2 个百分点至 50.6%，其中汽车和部分化工链（PX、涤纶长丝）开工向好；需求端，内外需均下滑，但外需好于过去 5 年同期均值的 46.6%。

2、**工业价格修复进程趋缓，但低基数支撑下预计 PPI 降幅有望收窄**。6 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 51.7%、47.9%，分别较前值下降了 5.2、2.5 个百分点，或表明原材料涨幅放缓，即需求偏弱难以支撑持续性的价格上涨。基于高频指标预测 6 月 PPI 环比可能在 -0.1% 左右，受同期低基数影响，6 月 PPI 同比在 -0.7% 左右。

3、**分类型来看，小型企业生产经营延续偏弱**。表征民企景气度的 BCI 指数 6 月至 49.3%，时隔 5 个月再次低于荣枯线，拖累主要来自于利润前瞻、融资环境、价格前瞻等分项。

● 非制造业：基建拖累或较大，服务业相对平稳

1、**建筑业**：6 月 PMI 下行 2.1 个百分点至 52.3%、明显低于 60% 的实际荣枯线。专项债发行未能延续 5 月高增态势，特别国债开工率或低于目标，叠加实物工作量尚无明显改善，预计基建增速短期仍承压。

2、**服务业**：6 月服务业 PMI 和服务业新订单 PMI 双降。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、保险等景气度较高，资本市场服务、房地产等行业继续低位运行。

● 预计 Q2 GDP 同比约 4.9-5.0%，政策加码必要性上升

1、我们基于生产法测算，2024Q2 GDP 同比约 4.9%-5.0%，其中第一、二、三产业约为 4.0%、5.8%、4.6%，全年仍有较大概率实现 5.0% 的经济目标，但有效需求不足叠加社会预期转弱，政策加码的必要性趋于上升。

2、央行受汇率和商业银行净息差掣肘，政策空间的打开有待美联储转向。2024 下半年挖掘内需潜能或应关注财政，包括加强与央行配合、对结构性货币政策工具予以贴息，增加消费品以旧换新的中央补贴，适度放松 12 省融资约束，以及必要时可考虑增发国债。

● **风险提示**：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《三中全会将于 7 月中旬召开——宏观周报》-2024.6.30

《一线城市新建房成交量快速回升——宏观周报》-2024.6.30

《消费电子加速中美共振补库——兼评 5 月企业利润数据》-2024.6.28

目 录

1、 制造业：“强生产弱需求”格局延续，价格水平边际回落.....	3
2、 非制造业：基建拖累或较大，服务业相对平稳.....	4
3、 预计 Q2 GDP 同比约 4.9-5.0%，政策加码必要性上升.....	6
4、 风险提示.....	6

图表目录

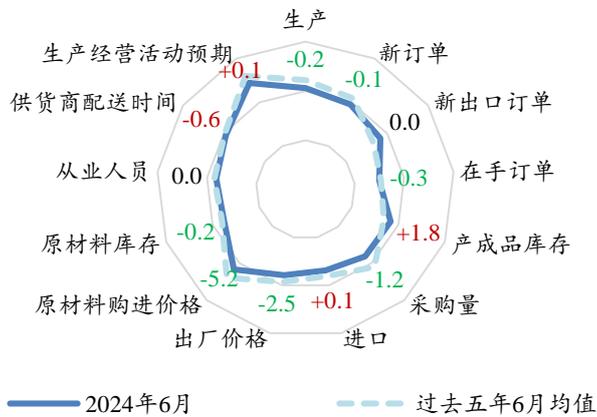
图 1： 6 月制造业 PMI 强生产弱需求，价格水平边际回落.....	3
图 2： 6 月小型企业 PMI 底部小幅回升.....	4
图 3： 6 月 BCI 指数中，利润前瞻等分项下滑较快.....	4
图 4： 6 月建筑业 PMI 延续下行.....	4
图 5： 6 月专项债发行小幅放缓.....	4
图 6： 特别国债开工进度仍需提速.....	5
图 7： 6 月石油沥青开工率处于历史低位.....	5
图 8： 预计 6 月挖机内销增速仍高.....	5
图 9： 6 月水泥磨机运转率持平 2023 年同期.....	5
图 10： 6 月服务业 PMI 小幅回落.....	6
图 11： 预计 2024Q2 GDP 当季同比约 4.9%-5.0%.....	6

事件：2024年6月官方制造业PMI 49.5%，预期49.5%，前值49.5%；官方非制造业PMI 50.5%，预期51.0%，前值51.1%。

1、制造业：“强生产弱需求”格局延续，价格水平边际回落

(1)制造业：PMI连续2个月低于荣枯线。6月制造业PMI为49.5%、低于过去五年均值的50.1%，环比持平前值，同样弱于季节性的+0.2个百分点。生产端，6月PMI生产下滑了0.2个百分点至50.6%；需求端，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下降了1.5、2.3、1.3个百分点至49.6%、48.3%、46.8%，外需仍趋下滑，但好于过去5年同期均值的46.6%。

图1：6月制造业PMI强生产弱需求，价格水平边际回落



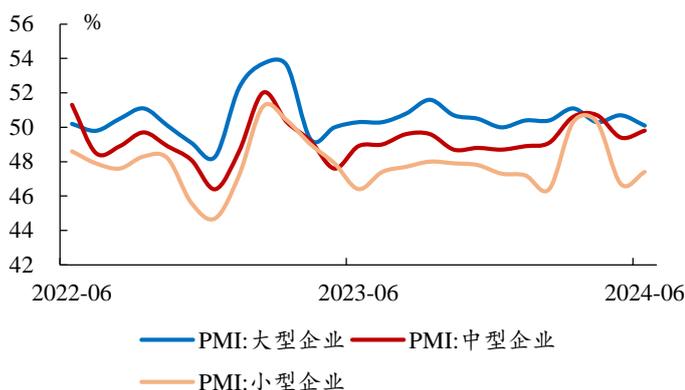
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

(2)生产端具体来看，汽车和部分化工链开工向好。内需链来看，6月高炉开工率小幅回升，焦炉开工和螺纹钢表观需求量仍弱，水泥新国标支撑水泥价格持续回暖。外需链来看，6月汽车半钢胎平均开工率达78.6%、仍居历史高位，PX和涤纶长丝相对较好。

(3)工业价格修复进程趋缓，但低基数支撑下预计PPI降幅有望收窄。6月PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别为51.7%、47.9%，分别较前值下降了5.2、2.5个百分点，或表明需求偏弱难以支撑持续性的价格上涨，工业价格回升可能边际放缓。高频指标显示，截至6月21日的生产资料价格指数环比回落0.5%，6月南华工业品指数环比回落2.8%，CRB工业原料现货指数环比回落1.0%，我们预计6月PPI环比可能在-0.1%左右，受同期低基数影响，6月PPI同比在-0.7%左右。

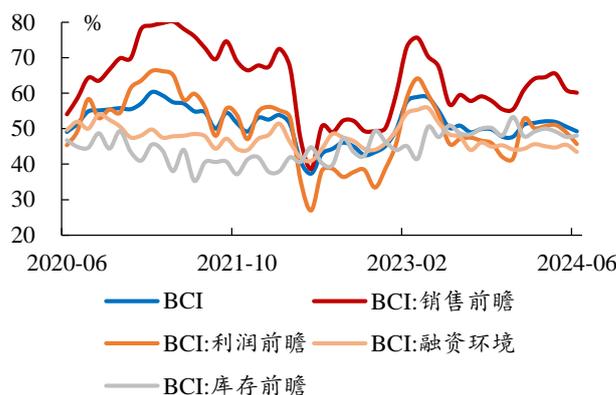
(4)分类型来看，小型企业生产经营延续偏弱。6月大型企业、中型企业、小型企业PMI为50.1%、49.8%、47.4%。表征民企景气度的BCI指数在6月下降了1.3个百分点至49.3%，时隔5个月再次低于荣枯线，分项来看拖累主要来自于利润前瞻、融资环境、价格前瞻。

图2：6月小型企业PMI底部小幅回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：6月BCI指数中，利润前瞻等分项下滑较快



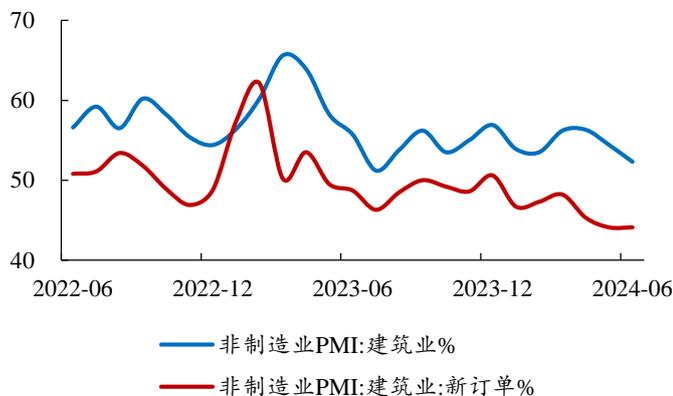
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：基建拖累或较大，服务业相对平稳

(1)建筑业：6月PMI下行2.1个百分点至52.3%、明显低于60%的实际荣枯线¹，建筑业新订单指数持平前值的44.1%。专项债发行未能延续5月高增态势，特别国债开工率或低于目标，叠加实物工作量尚无明显改善，预计基建增速短期仍承压。

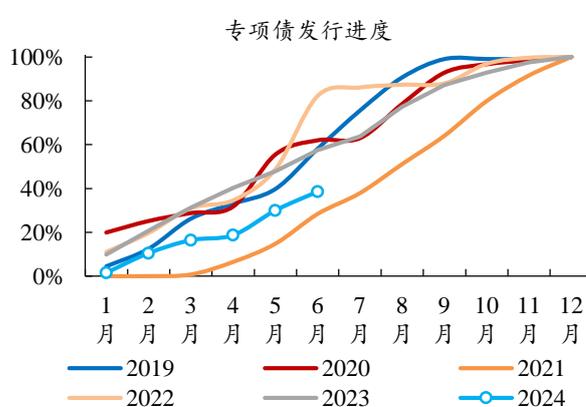
资金端专项债发行小幅降速。截至6月30日发行进度为38.5%，较5月末提高了8.6个百分点，较5月的+11.3个百分点有所放缓。**实物工作量方面，**发改委指出“截至5月末，1万亿增发国债项目的开工率已经超过80%”，较4月末提高10个百分点，但与“6月底前全部开工建设”的预定目标有一定差距；6月石油沥青和水泥的开工率均处于历史低位；低基数支撑下，CME预估6月挖机内销7300台、同比增速为19.7%，今日工程数据显示6月前三周挖掘机开工小时数同比下降3.1%、较前值下行了4.1个百分点。

图4：6月建筑业PMI延续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：6月专项债发行小幅放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 景气指数以50%为界上下波动，但建筑业PMI自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2012-2022年均值59.2%，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为60%。

图6：特别国债开工进度仍需提速



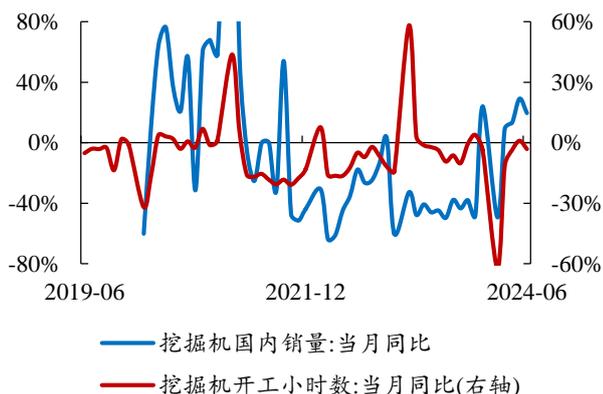
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：6月石油沥青开工率处于历史低位



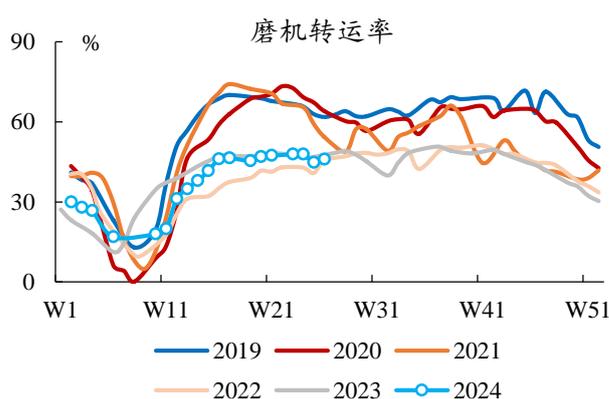
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：预计6月挖机内销增速仍高



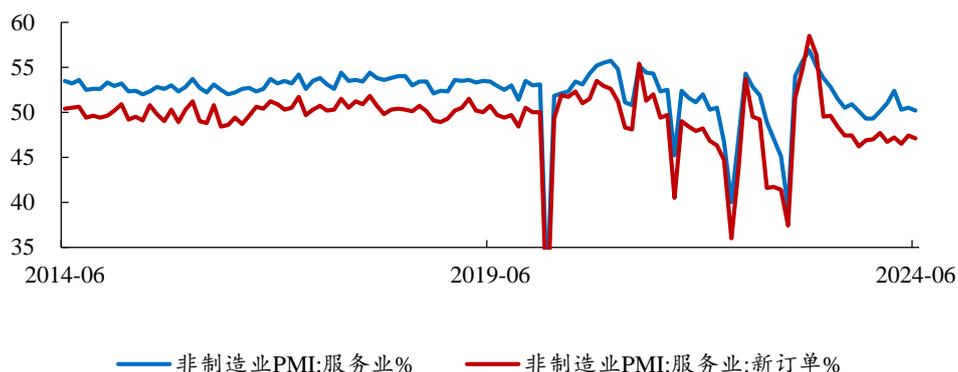
数据来源：Wind、CME、今日工程机械、开源证券研究所；注：2024年6月为预测数据

图9：6月水泥磨机运转率持平2023年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)服务业：6月PMI下行了0.3个百分点至50.2%，表征预期的服务业新订单PMI降至47.1%，两个指标均下滑。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、保险等行业景气度较高，资本市场服务、房地产等行业继续低位运行。

图10：6月服务业PMI小幅回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、预计 Q2 GDP 同比约 4.9-5.0%，政策加码必要性上升

我们基于生产法测算，2024Q2 GDP 同比约 4.9%-5.0%，其中第一、二、三产业约为 4.0%、5.8%、4.6%，全年仍有较大概率实现 5.0% 的经济目标，但有效需求不足叠加社会预期转弱，政策加码的必要性趋于上升。需要指出的是，由于统计局调整了 2022 年 GDP 的最终核算数，模型拟合效果下降可能会带来一定偏差。

相对而言，央行受汇率和商业银行净息差掣肘，政策空间的打开有待美联储转向。**2024 下半年挖掘内需潜能或应关注财政**，包括加强与央行配合、对结构性货币政策工具予以贴息，增加消费品以旧换新的中央补贴，适度放松 12 省融资约束，以及必要时可考虑增发国债。

图11：预计 2024Q2 GDP 当季同比约 4.9%-5.0%

当季同比(%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2024Q2增速预测	4.95	4.00	5.79	5.86	5.50	4.62
6月	5.28	4.00	5.38	5.40	5.30	5.50
5月	4.97	4.00	5.58	5.60	5.50	4.80
4月	4.60	4.00	6.51	6.70	5.70	3.50

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn