

6月官方制造业 PMI 连续两个月处在收缩区间，三季度降息降准窗口有望再度打开

—— 2024年6月 PMI 数据点评

王青 闫骏 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2024年6月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，与上月持平；6月，非制造业商务活动指数为50.5%，低于上月的51.1%，其中，建筑业PMI指数为52.3%，低于上月的54.4%，服务业PMI指数为50.2%，高于上月的50.5%；6月综合PMI产出指数为50.5%，低于上月的51.0%。

6月 PMI 数据要点解读如下：

6月市场需求环比收缩幅度略有加剧，带动生产指数延续下行，官方制造业PMI指数继续处于49.5%的低位，连续两个月处于荣枯平衡线之下。这表明在房地产行业持续调整背景下，经济回升基础仍不稳固，三季度稳增长政策有待进一步发力。当前首先要高度重视有效需求不足问题。可以看到，6月新订单指数再降0.1个百分点至49.5%，连续两个月处于收缩区间。背后是房地产行业持续调整直接抑制钢铁、水泥等建材需求。更为重要的是，楼市低迷形成财富缩水效应，居民消费信心也受到一定影响。国家统计局最新数据显示，4月消费者信心指数为88.2%，较上月下降1.2个百分点，较上年末微升0.6个百分点，继续明显低于100的中值水平。另外，房地产行业持续调整还对物价形成下行压力，导致今年以来名义GDP增速偏低，而这又对城镇居民收入增速形成了较大拖累，也对消费需求带来不利影响。中国物流信息中心数据显示，6月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，处于明显偏高水平。这意味着需求偏弱是现阶段制约经济回升向好的主要矛盾。

值得注意的是，6月新出口订单指数为48.3%，与上月持平，连续两个月处在收缩区间。这与5月摩根大通全球制造业PMI指数升至50.5%，连续5个月处于扩张区间相背离。不过这也表明，在今年全球经济增长乏力的背景下，国际贸易回暖态势有待进一步观察，外需对经济的拉动作用不宜过度高估。我们判断，受上年同期低基数，以及3月和4月出口新订单指数处于扩张区间等带动，6月和7月我国出口同比增速有望升至两位数；但伴随新出口动能减弱，后期出口增速将有明显回落。

6月生产指数小幅下行0.2个百分点至50.6%，继续处于扩张区间。6月生产指数延续下行趋势，主要是受需求不足拖累；当月生产指数能够继续保持在扩张区间，则与当前外需拉动较强，企业消化前期积压订单（6月在手订单指数下行0.3个百分点），以及年近期基建和制造业投资保持较快增长等因素有关。需要指出的是，6月生产指数与新订单指数分别处于扩张区间和收缩区间，表明当前宏观经

济“供强需弱”格局明显，而这也制约下半年物价回升势头。我们判断，下半年 CPI 同比将继续在 1.0% 以下的低位运行，三季度 PPI 同比回升至正值的难度较大。

需要指出的是，6 月构成制造业 PMI 指数的 5 项分指数“四降一平”，除新订单指数和生产指数分别下行 0.1 和 0.2 个百分点外，从业人员指数为 48.1%，与上月持平，略低于近 10 年平均水平 0.2 个百分点；原材料库存指数为 47.6%，较上月下行 0.2 个百分点。6 月供货商配送时间指数为 49.5%，较上月明显下行 0.6 个百分点。但该指数为反向指标，因此其 6 月的大幅下行对整体 PMI 形成了向上推升作用，有效抵消了生产指数、新订单指数和库存指数下行带来的影响，是当月整体 PMI 指数与上月持平的主要原因。

其他市场比较关注的分项指数方面，5 月制造业 PMI 中的两个价格指数结束了此前连续 3 个月的上行势头，均有不同程度回落。其中，出厂价格指数下降 2.5 个百分点至 47.9%，主要原材料购进价格指数大幅下降 5.2 个百分点至 51.7%。可以看到，近期水泥、煤炭、钢铁等国内定价的大宗商品价格回升势头明显减弱，背后或与 5 月相关产品产量大幅增加，而房地产投资较大幅度下行背景下，市场需求未有根本改观等有一定关联。海外定价的大宗商品中，6 月以来原油价格回升，铜、铝等有色金属价格下行。需要指出的是，6 月出厂价格指数再度降至收缩区间（这意味着价格环比走低），而主要原材料购进价格指数仍处在 50.0% 以上，会对后期中下游制造业利润形成一定压力。

6 月制造业 PMI 数据的主要亮点有两个：一是生产经营活动预期指数为 54.4%，较上月回升 0.1 个百分点。这显示在宏观政策保持稳增长取向，5 月 17 日房地产新政密集落地，以及政策面正在推动大规模设备更新及耐用消费品以旧换新等措施背景下，企业对未来生产经营信心较强。二是新动能产业增长势头加快。根据中国物流信息中心数据，6 月装备制造业 PMI 为 51%，较上月上升 0.3 个百分点，高技术制造业 PMI 为 52.3%，较上月上升 1.6 个百分点；从细分行业来看，6 月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。这一方面与外需回暖直接相关，另一方面也体现了支持新质生产力发展的政策取向。

6 月服务业 PMI 指数为 50.2%，比上月下降 0.3 个百分点，主要受季节性因素影响。“五一”长假后，6 月文体娱乐、道路运输、住宿等行业景气度季节性下行。而半年末临近，信贷投放量等金融指标环比会有大幅上升，带动当月货币金融业商务活动指数升至 60% 以上。整体来看，年初以来服务业景气度持续处于荣枯平衡线之上，明显高于制造业景气水平，除低基数效应外，也与当前居民消费重心逐步向服务消费转移有关，表明消费升级态势整体上仍在延续。

6 月建筑业商务活动指数为 52.3%，较上月大幅下行 2.1 个百分点，降至近 11 个月以来的最低水平。其中，当月建筑装饰行业活动因淡季影响，增速较上月有明显放缓，是主要拖累。另外，与基建投资密切相关的土木工程建筑业景气度也有所下行，但仍连续 5 个月保持在 55.0% 以上的较高景气区间。这一方面表明，受年初以来地方债发行节奏偏缓等影响，基建投资增速有所放缓，另一方面也表明，未来基建投资仍将保持较高增长水平，并会在很大程度上抵消房地产投资下滑的影响，对建筑业

活动较快增长提供支撑。

整体上看，主要是受内需不振、外需边际放缓影响，6月制造业 PMI 指数连续两个月处在收缩区间，基本符合市场预期。与此同时，建筑业、服务业景气度也降至低位。这显示在房地产行业持续调整背景下，当前经济回升向好基础尚不稳固，其中有效需求不足是主要矛盾。回顾历史可以看到，一旦官方制造业 PMI 指数连续 3 个月处在收缩区间，稳增长政策加码的概率就会显著增加。我们判断，在经历 2 月以来的政策观察期后，三季度货币政策降息降准窗口有望再度打开；5 月 17 日房地产新政之后，下半年楼市支持政策力度也将进一步加大。

展望未来，7 月制造业 PMI 指数有可能继续处于收缩区间，但收缩幅度会有所缓和。首先，7 月将连续召开重要会议，市场信心有望受到提振；其次，近期政府债券发行明显提速，各地大规模设备更新和耐用消费品以旧换新措施正在落地，加之在促进新质生产力发展及“三大工程”全面推进带动下，制造业投资和基建投资还会保持较快增长水平，都将对制造业供需两端有一定拉动作用。不过，接下来还需密切关注房地产行业走向对整体制造业景气水平带来的影响。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。