



2024年6月30日

# 现实走向明朗，等待外力信号

## ——6月 PMI 点评

毛磊 投资咨询从业资格号：Z0011222 [maolei013138@gtjas.com](mailto:maolei013138@gtjas.com)

王笑 投资咨询从业资格号：Z0013736 [Wangxiao019787@gtjas.com](mailto:Wangxiao019787@gtjas.com)

### 报告导读：

#### ■ 摘要：

6月官方制造业 PMI 报 49.5，小幅低于万得预期的 49.55，连续第二个月低于荣枯线，是对年中经济动能较一季度转弱的进一步验证和确认。虽然读数环比持平，整体上表明尚无趋势性走弱风险。但包括总指标、生产分项、需求分项在内的多数指标环比回落幅度大于近七年中位数，共同指向当前经济仍偏弱势。时至年中，关注后期国内会议、地缘、美联储政策等外力走向的边际变化和明朗化。

我们通过 PMI 的分项指标，来观察经济结构特征趋势，整体上我们此前反复强调的经济供给强于需求的格局依然在延续，但生产环比连续第二个月回落，反映需求弱势环境下最终影响至生产。需求指标中新订单环比回落 0.1，其中上月跌幅明显的出口链条改善，显示外需仍对经济有所支撑。库存方面原材料去库而产成品累库，与供需指标指向需求不足趋势一致。价格指标环比回落最大，与 6 月大宗价格走低有关，供需未能共振上行之下，新一轮再通胀周期被证伪。非制造业 PMI 中服务业与建筑业环比均走低，整体经济动能转弱，假期天数减少，服务业 PMI 走弱。天气及发债进度偏慢对建筑施工扰动增多，拖累实物工程量。

此次 PMI 数据对宏观的判断并未带来趋势方向的新指引，强化了年中经济有所走弱的预期，结构上也以今年一贯性的生产强于需求的叙事为主。上个月变化较为显著的因子，如出口新订单的大幅回落，价格指标大幅改善，在本月的 PMI 分项中均未呈现持续性，未指向出口的趋势性走弱或者再通胀周期的开启。当前经济的症结仍在总需求的不足问题上，后期也须继续关注诸如财政、货币端及产业政策中对地产需求的托底力度，推动供需端更好的匹配并带来物价、周期改善向好的正反馈循环。

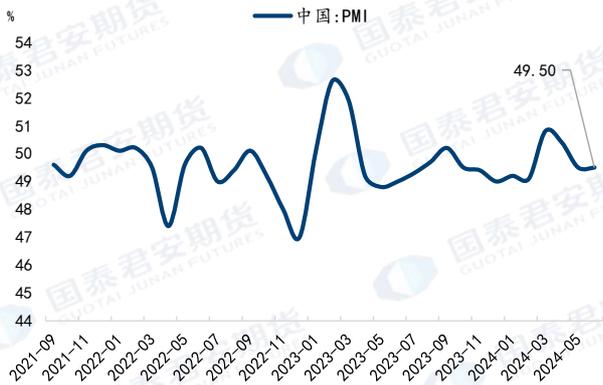
从资产价格影响上看，基于 PMI 数据透露出的总需求偏弱、供强于需结构特征依旧的环境，商品方面，受益于供给扩张对制造业相关商品需求的带动，更有利于有色等商品表现。根据 PMI 构建的经济动能指标来看，权益市场在经济动能回落状态下承压，后期关注政策面的宽松与发力能否带来宏观预期的修复，从而提振股市表现。

(正文)

事件：6月30日，统计局公布了6月官方制造业PMI及非制造业PMI数据。

整体来看，6月，制造业PMI为49.5，低于近七年中位数为50.9；环比持平，弱于近七年中位数的回升0.3。年中经济动能较一季度转弱进一步确认，不过下行幅度不大，尚无趋势性下行苗头。6月PMI贡献情况看，供应商配送时间提供正向拉动，生产和新订单依旧有所拖累，但下行幅度较前月减弱，分别拖累制造业PMI下行0.05个pct和0.03个pct，好于5月的-0.525个pct和-0.45个pct。

图1：6月PMI环比持平，连续两个月低于荣枯线



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

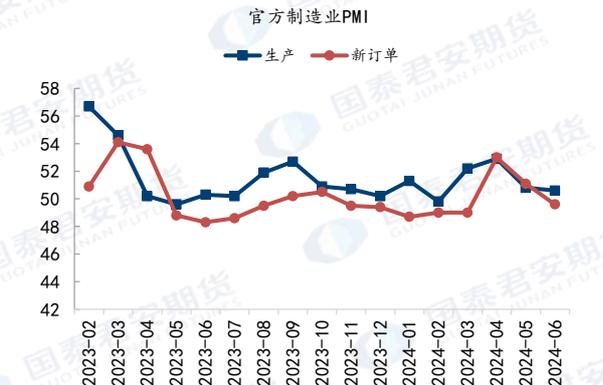
图2：供需继续回落拖累PMI，但下降幅度减小



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

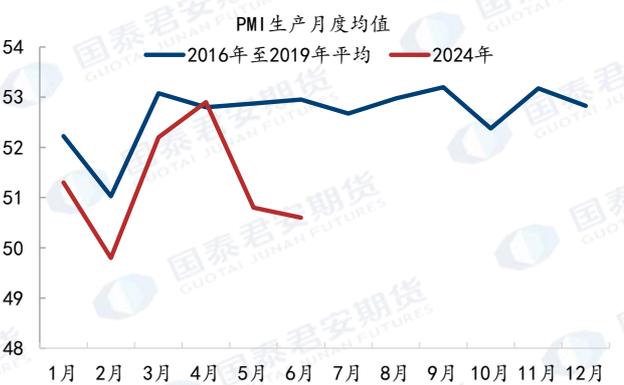
生产方面，6月，生产为50.6，新订单为49.5，生产继续高于50的荣枯线而需求亦继续低于50，生产强于需求格局延续；但从边际变化上，6月生产环比-0.2，近七年中位数0.1；新订单环比-0.1，近七年中位数0.5，可以看出生产环比回落幅度大于新订单，需求偏弱下对生产的制约作用已连续第二个月显现。

图3：PMI新订单分项弱于生产



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图4：生产偏离季节性均值幅度拉大



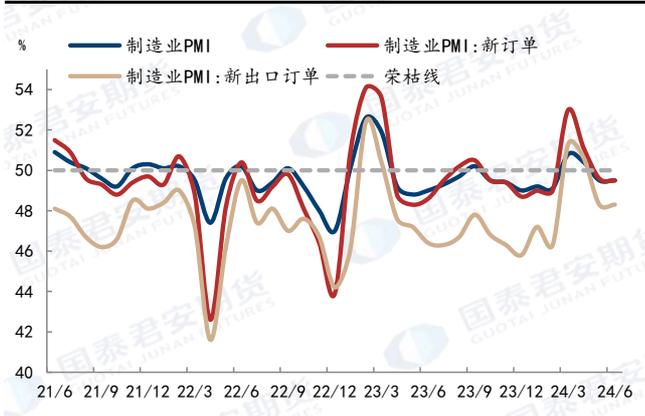
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表征需求指标的新订单指标来看，新订单为49.5，近七年中位数为51.4。环比-0.1，近七年中位数0.5。从3月新订单拐头转弱后，目前看6月的环比跌幅在减小。从内外需来看，进出口订单读数止跌是积极现象。其中新出口订单为48.3，环比0(但也低于近七年中位数的0.9)。6月进口为46.9，环比回升0.1(近七年中位数回升0.6)。自5月PMI新出口新订单环比跌幅明显扩大后，本月再度出现企稳，降

低外需趋势性走弱担忧，与海外经济走势仍表现稳定相匹配。

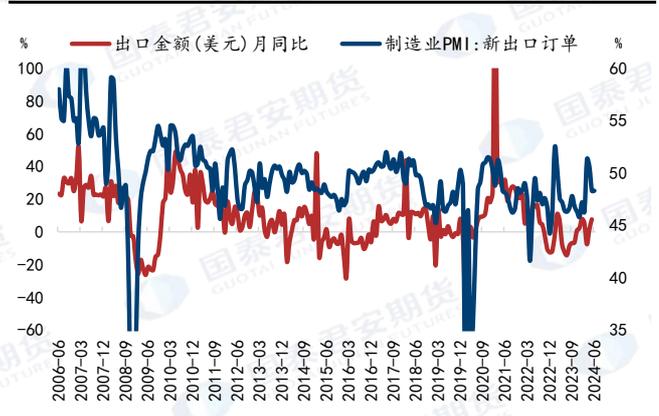
从高频的出口领先指标来看，韩国6月前20日出口至中国累计同比为5.6%，高于5月同期的1.33%；6月航运价格CCFI综合指数同比增长92.6%，前值42.7%，或预示6月外需延续偏稳，降低了5月PMI新出口订单分项大幅回落对出口的担忧。

图5：需求方面，PMI新订单显示内外需低位趋稳



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

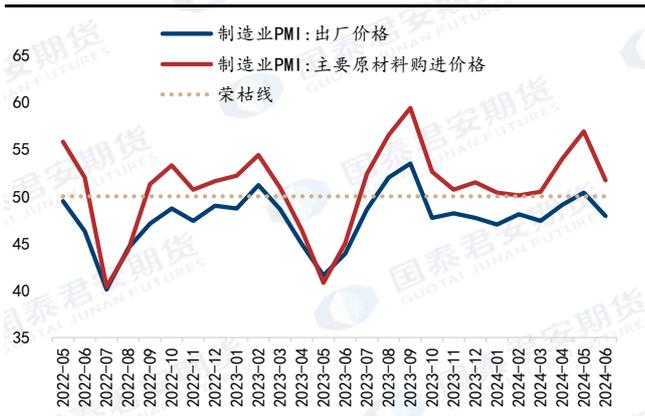
图6：新出口订单走平降低出口回落担忧



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

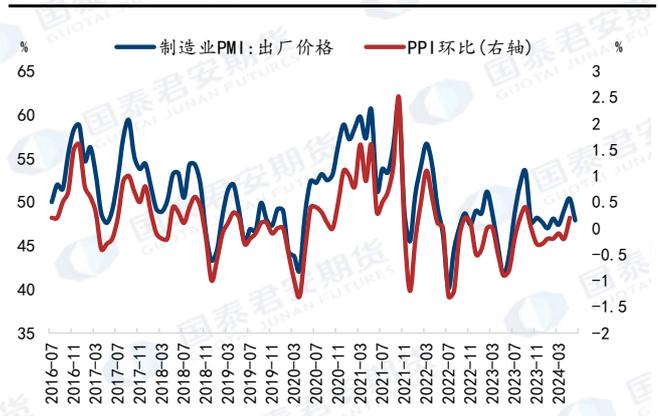
价格方面，主要原材料购进价格为51.7，环比-5.2，近七年中位数0.2。出厂价格为47.9，环比-2.5，近七年中位数0.1。6月大宗价格回落明显，尤其是上游原材料价格跌幅更大，拖累PMI价格分项指标。从PMI价格分项与物价相关性来看，或预示6月PPI环比再度转负。不过从上游和下游价格的跌幅差异来看，对企业盈利存在小幅正向贡献。

图7：价格指标重新走弱



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图8：PPI环比有再度走弱压力



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

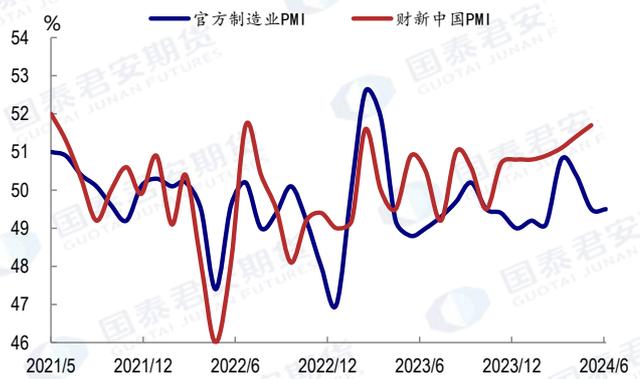
分企业来看，大小企业表现扭转，小企业回升0.7pct，大企业回落0.6pct，而5月小企业回落3.6pct，大企业回升0.4pct。此前代表东部沿海地区中小企业制造业趋势的财新PMI指标持续走升(图10)，与官方PMI走势劈叉拉大，但本月官方PMI小企业改善明显，修复了大小企业分化的趋势。

图 9：小企业 PMI 改善幅度更大



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 10：后期关注侧重于沿海地区中小企业的财新 PMI

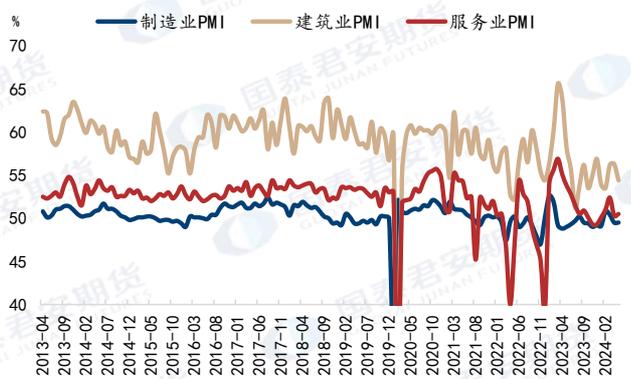


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

非制造业 PMI 方面，6 月服务业 PMI 为 50.2，近七年中位数为 53.4；环比-0.3，近七年中位数-0.1。整体经济动能转弱，假期天数减少，服务业 PMI 有所走弱，但仍处于荣枯线上方。

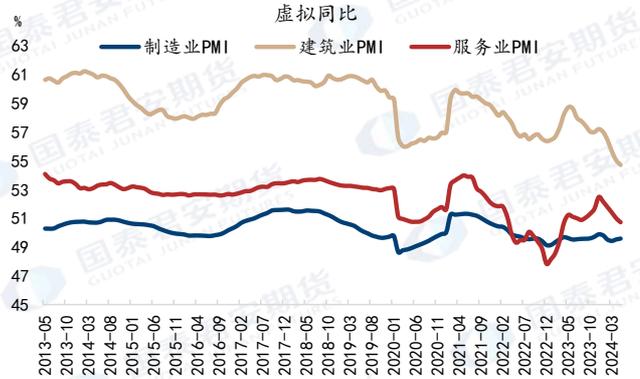
6 月建筑业 PMI 为 52.3，近七年中位数为 59.8；环比-2.1，近七年中位数-0.3。天气、发债进度对建筑施工扰动增多拖累实物工程量，建筑业 PMI 走低，且与季节性回升的趋势偏离程度较大，意味着后期投资端数据仍有反复可能。

图 11：制造业与非制造业 PMI 走势



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 12：建筑业 PMI 仍呈现趋势性走弱格局



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

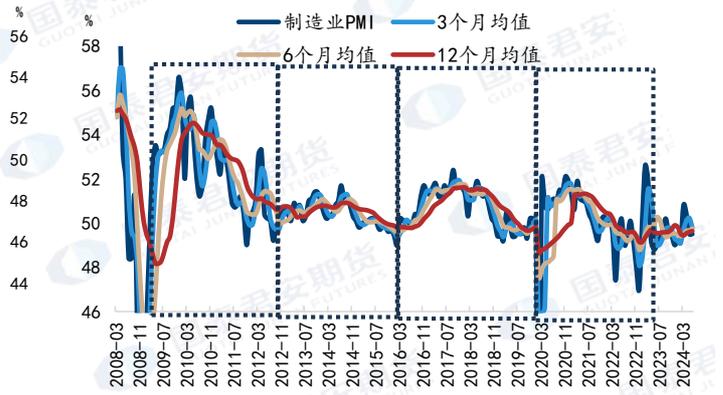
从此次 PMI 数据综合反映的宏观趋势来看，并未带来宏观趋势方向的新指引，整体上强化了年中经济有所走弱的预期，结构上也以今年一贯性的生产强于需求的叙事为主。上个月变化较为显著的因子，如出口新订单的大幅回落、价格指标的大幅改善，在本月的 PMI 分项中均未呈现持续性，即，未指向出口的趋势性走弱或者再通胀周期的开启。当前经济的症结仍在总需求，尤其是内需的不足问题上，后期也须继续关注诸如财政、货币端及产业政策中对地产需求的托底力度，以推动供需端更好的匹配并带来物价、周期改善向好的正反馈循环。

图 13：制造业 PMI 与经济增速相关性较高



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 14：周期处于底部但向上动能依旧偏弱



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

从资产价格影响上看，基于 PMI 数据透露出的总需求偏弱，供强于需结构特征依旧的环境，商品端依旧受益于供给扩张而带来的对上游原材料需求的支撑，部分靠近投资端的黑色、建材类商品可能依旧会弱于靠近生产端的有色等品种。

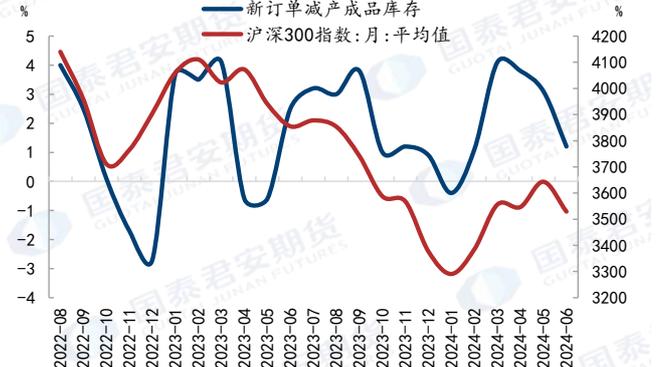
权益方面，根据 PMI 新订单减产成品库存构建的经济动能指标看，已从 5 月的 3.1 回落至 6 月的 1.2，表明经济动能继续回落。近两年来权益市场表现与经济动能趋势高度相关，后期仍需关注政策面的宽松与发力对市场宏观预期的改善力度。

图 15：生产周期的强势支撑商品价格



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 16：经济动能指标回落压制权益资产



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

#### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

#### 免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，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，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

#### 版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。