

五大分项指数四降一平，为何制造业 PMI 还能持平 ——2024 年 6 月 PMI 数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

要点

- 2024 年 6 月，官方制造业 PMI 为 49.5%，和上月的持平。
- 官方制造业 PMI 的合成方法，使得这一指标对 6 月经济增长动能有所高估。根据国家统计局，官方制造业 PMI=0.25*生产指数+0.30*新订单指数+0.10*原材料库存指数+0.20*从业人员指数+0.15*(1-供应商配送时间指数)。供应商配送时间指数作为逆序数，它越小反而对官方制造业 PMI 的影响越大。
- 对比上月，合成制造业 PMI 的五大分项指数中，2024 年 6 月的生产、新订单和原材料库存这三个分项指数都环比下降，从业人员指数持平。供应商配送时间指数从 50.1%下降到 49.5%，乘以权重 0.15 后对制造业 PMI 有 0.09 个百分点的正向拉动，正好抵消了生产、新订单和原材料库存这三个分项指数环比下降的拖累，因此即使五大分项指数四降一平，6 月的制造业 PMI 还能环比持平于前值。
- 由于供、需两端的分项指数都环比回落，可以认为 6 月经济真实的动能，要略弱于官方制造业 PMI 环比持平所表征的。
- 尽管 6 月生产指数从前值 50.8%下滑到 50.6%，但它仍是五大分项指数中唯一高于荣枯线的。
- 年初以来工业生产韧性比较强，可能的原因如下：
 - 一是出口的支撑，6 月官方制造业 PMI 新出口订单指数为 48.3%，持平于前值，这要比市场预期的好。计算机通信电子设备业、装备制造业这两个出口依赖度较高的行业，6 月前者的新出口订单指数高于 53%，后者的 PMI 为 51%，也可印证出口对生产的正面拉动；
 - 二是当前产能充裕，为保持市场份额，即使终端需求不强，企业也有扩大生产的动力。从官方制造业 PMI 各分项指数看，6 月“被动补库存”的特征明显。
 - 三是原材料涨价压力放缓，中下游企业的处境有所改善。国际大宗商品价格下跌，带动 6 月官方制造业 PMI 主要原材料购进价格指数从前值 56.9%下降到 51.7%，出厂价格指数从 50.4%下降到 47.9%。原材料涨价压力放缓，使得大、中、小型制造业企业的 PMI 生产指数之间的分化有所收敛，三者分别从上月的 52.7%、50.8%和 46.4%，下降到 52.1%、提高到 51.2%和下降到 46.3%。
- 根据 PPI 环比和 PMI 出厂价格指数的相关性，估算得 6 月 PPI 环比为-0.2%，同比从-1.4%回升到-0.9%。
- 制造业 PMI 新订单指数从 49.6%小幅下降到 49.5%，已连续两个月低于荣枯线，内需偏弱的格局延续。
- 当前“房地产-基建”产业链对内需的拖累可能在扩大，一是建筑业商务活动指数从 5 月的 54.4%下降到 52.3%，这是 2023 年 8 月以来的最低水平。除了南方多地降雨对建筑施工的影响外，也跟开发商资金紧张和财政支出偏慢，拖累房地产和基建项目的实物工作量形成有关；二是建筑业 PMI 从业人员指数从 43.3%下降到 42.9%，这是 2011 年 5 月以来的次低值，仅高于疫情初

相关报告

期的 2020 年 2 月（32.3%）。

- **服务业商务活动指数，从 2024 年 5 月的 50.5% 下降到 50.2%。**服务业子行业中，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、保险等行业的商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间。各界关注度较高的资本市场服务和房地产两个行业，6 月商务活动指数继续低位运行。
- 总的来说，由于供应商配送时间指数采取逆序数，导致 6 月官方制造业 PMI，对当前的经济增长动能有所高估。年初以来，生产强于需求、外需好于内需的格局还在延续。后续需要关注的风险，一是强外需面临出口订单份额回落压力，二是“被动补库”后企业可能转向去库存。地产调控放松对经济的影响存在时滞，财政支出节奏将是影响三季度中国经济走势最核心的变量。
-
- **风险提示：政策变动，地缘冲突升级。**

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

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。