

产需平衡有望带动经济加速向好

——6月PMI数据点评



YONGXING SECURITIES

核心观点

制造业供需结构有待平衡。供给端生产指数持续四个月位于枯荣线上方，为带动经济整体回升向好奠定基础。从行业看，金属制品、铁路船舶航空航天设备等行业生产保持较快增长；需求端新订单指数连续三个月呈现下行。从行业看，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。

外需出现积极变化。6月新出口订单指数录得48.30%，进口指数录得46.90%，较前值升0.1个百分点。6月海外需求在降息预期下或出现积极变化。美国制造业与服务业呈现边际改善。高频数据来看6月波罗的海干散货指数上行或显示全球贸易活跃度进一步抬升，我们认为，随着海外需求在预期修正背景下或存在边际改善迹象。

成本端压力回落，上下游价差收窄。6月经济动能指标依然为正，在大宗商品价格下降等因素影响下，原材料和产成品价差收窄2.70个百分点。具体来看，主要原材料购进价格指数下降5.20个百分点至51.70%，成本压力短期回落。在产品销售端，出厂价格指数降2.50个百分点，产成品库存升1.80个百分点。我们认为上游短期成本压力回落或有助于企业效益调整。

微观主体活力仍待激活。6月份大、中、小型企业PMI分别为50.10%、49.80%、47.40%，其中大型企业PMI较前值下降0.6个百分点、中小型企业分别上升0.4和0.7个百分点。我们认为中小企业景气或对出口业务弹性相对较高，未来外需呈现积极变化，或带动中小企业景气度改善，但仍需关注贸易争端对不同行业的边际影响。

非制造业PMI延续扩张。官方非制造业PMI录得50.50%，比前值降0.6个百分点。从行业看，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、保险等行业商务活动指数位于较高景气区间。6月建筑业PMI较前值回落2.10个百分点。分行业看，建筑装饰行业增速放缓，成为拖累建筑业增长的主要因素；我们认为，建筑业有望在雨季、施工淡季结束后继续扩张向好。

投资建议

产需平衡有望带动经济加速向好。在持续追踪政策的拉动作用外，或需重点关注二十届三中全会政策信号释放及其对市场预期的引导作用，我们认为，二十届三中全会将会在政治、经济、文化、生态文明、社会、科技、医药卫生等领域进一步深化改革，推动社会主义民主法治更加健全，为经济高质量发展注入强劲动力，汇聚起强国建设民族复兴的强大精神力量，持续增进民生福祉，促进社会公平正义，全面深化科技体制机制改革，最大限度地激发科技第一生产力、创新第一动力的巨大潜能等。总之，短期关注央行国债买卖行为对债市的影响，长期而言债市大幅调整后仍是配置机会。

风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年07月08日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523080003

相关报告：

《二十届三中全会前瞻》

——2024年07月03日

《未来央行货币政策框架如何演进？》

——2024年06月27日

《等待信号确认》

——2024年06月13日

正文目录

1. 制造业供需结构有待平衡.....	3
2. 外需出现积极变化	4
3. 上下游价差收窄	5
4. 微观主体活力仍待激活.....	6
5. 非制造业预期向好	7
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	8

图目录

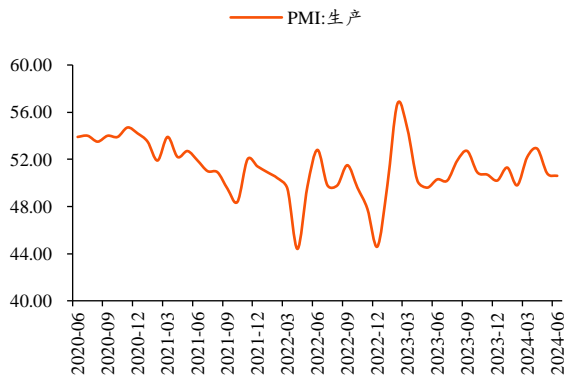
图 1: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 2: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 3: 历年制造业 PMI 指数 (%)	4
图 4: PMI 新出口订单指数 (%)	4
图 5: PMI 进口指数 (%)	4
图 6: 整体需求景气程度 (%)	5
图 7: 波罗的海干散货指数 (BDI)	5
图 8: 原材料与产成品库存 (%)	6
图 9: 经济动能指标 (%)	6
图 10: 原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)	6
图 11: 大中小型企业景气度 (%)	7
图 12: 非制造业中建筑业和服务业高景气上行 (%)	7

事件：2024年6月30日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国6月官方制造业PMI为49.50%，与前值持平；非制造业商务活动指数为50.5%，比前值下降0.6个百分点；综合PMI产出指数为50.5%，比前值下降0.5个百分点。

1. 制造业供需结构有待平衡

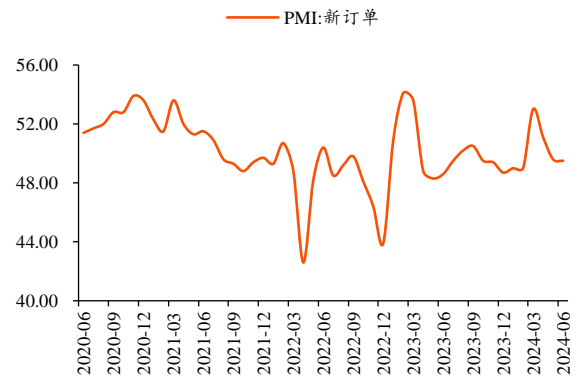
制造业产需平衡有望带动经济加速向好。6月份制造业PMI为49.50%，与前值一致。具体到供给端，生产指数降0.2个百分点至50.60%，在2024年上半年多项稳增长政策下，生产指数持续四个月位于枯荣线上方，有望进一步支撑供给端，从而为带动经济整体回升向好奠定基础。从行业看，金属制品、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均高于55.0%，相关行业生产保持较快增长；纺织、石油煤炭及其他燃料加工等行业生产指数均低于临界点，企业生产活动有所放缓。另一方面，统计局也指出“制造业市场需求仍显不足”，需求端新订单指数降0.10个百分点至49.50%，连续三个月呈现下行；反映市场需求不足的制造业企业比重为62.4%，较上月上升1.8个百分点，表明制造业企业对市场需求偏弱的感受强烈。从行业看，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%，相关行业市场需求较快释放；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。

图1:制造业供给端 PMI (%)



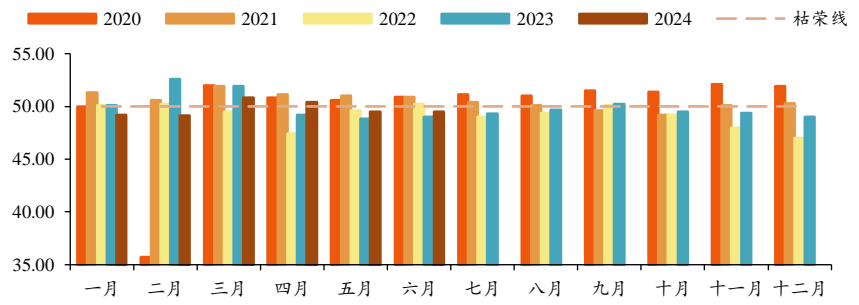
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:制造业供给端 PMI (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:历年制造业 PMI 指数 (%)

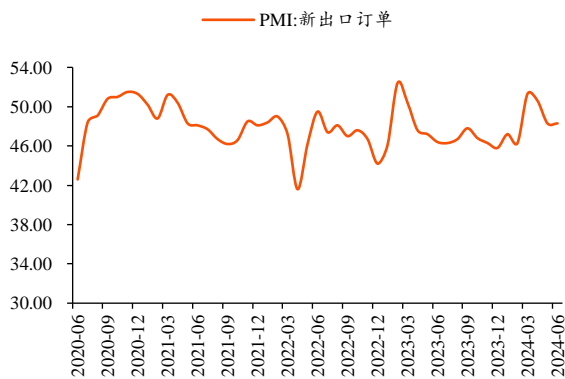


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 外需出现积极变化

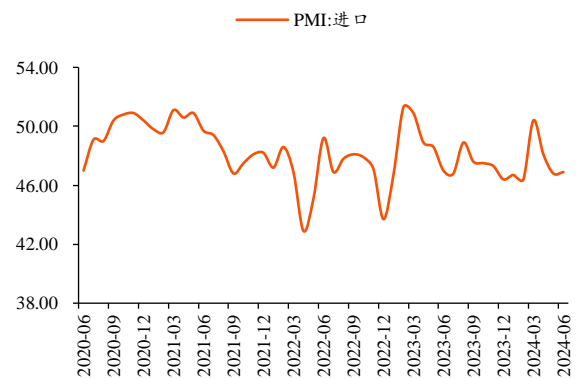
新出口订单指数有望回升。6月新出口订单指数录得48.30%，与前值一致，进口指数录得46.90%，较前值升0.1个百分点。6月加拿大央行与欧央行开启降息，海外需求在降息预期下或出现积极变化。一方面，美国制造业与服务业呈现边际改善，6月PMI初值分别上行0.8和0.3个百分点至51.70%和55.10%。另一方面，美国通胀水平延续下行，CPI与核心CPI在5月份分别下降0.1和0.2个百分点至3.30%和3.40%，PCE与核心PCE分别下降0.12和0.21个百分点至2.56%和2.57%，美联储年内降息概率上行。高频数据来看6月波罗的海干散货指数上行12.95%或显示全球贸易活跃度进一步抬升，我们认为，随着海外需求在预期修正背景下或存在边际改善迹象。

图4:PMI 新出口订单指数 (%)



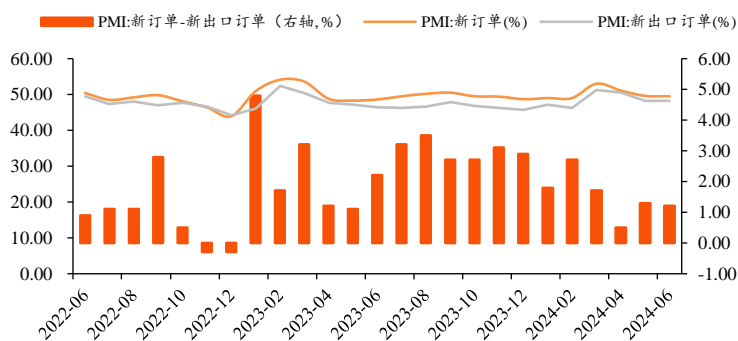
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:PMI 进口指数 (%)



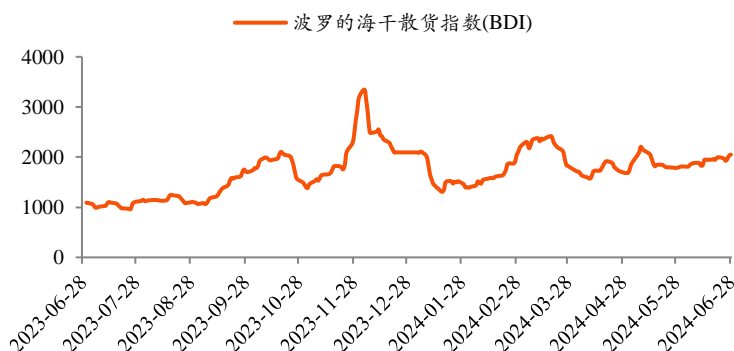
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:整体需求景气程度 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:波罗的海干散货指数 (BDI)

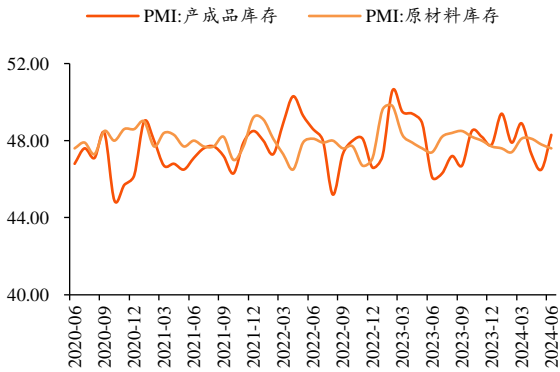


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 上下游价差收窄

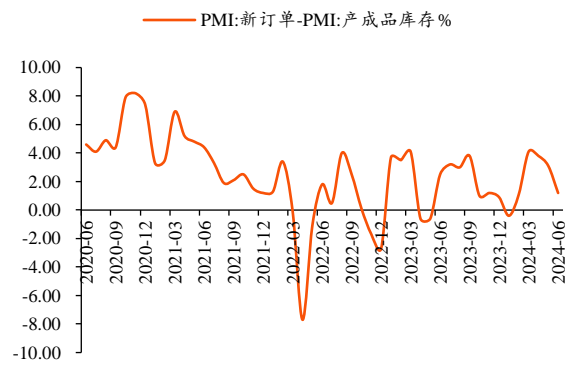
成本端压力回落，上下游价差收窄。6月经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）为1.20%，其中新订单指数和产成品库存指数一减一增，分别下降0.1和上升1.80个百分点至49.50%和48.30%。在大宗商品价格下降等因素影响下，原材料和产成品价差收窄2.70个百分点至3.80%。具体来看，在大宗商品价格下降等因素影响下，成本压力短期回落，主要原材料购进价格指数下降5.20个百分点至51.70%，反映原材料成本高的制造业企业比重为43.7%，较上月下降1.2个百分点；受此影响采购量指数降1.20个百分点至48.10%。在产品销售端，出厂价格指数降2.50个百分点为47.90%，产成品库存升1.80个百分点至48.30%。我们认为上游短期成本压力回落或有助于企业效益调整，但长期改善仍需有效需求的强力修复。

图8:原材料与产成品库存 (%)



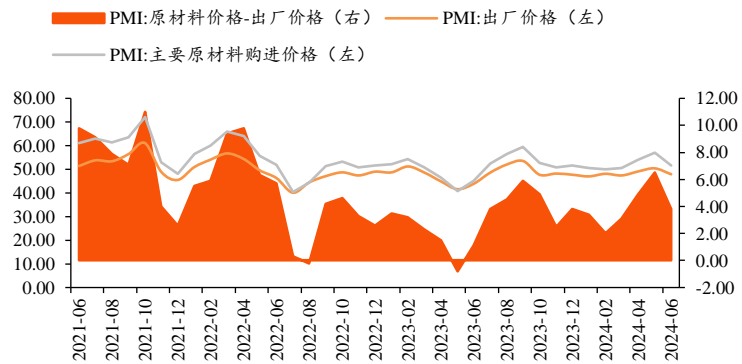
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:经济动能指标 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

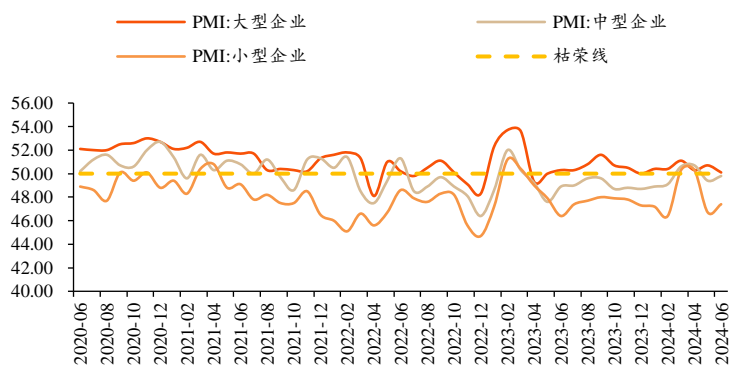
图10:原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 微观主体活力仍待激活

中小企业生产经营有所改善。6月份大、中、小型企业 PMI 分别为 50.10%、49.80%、47.40%，其中大型企业 PMI 较前值下降 0.6 个百分点，中小型企业分别上升 0.4 和 0.7 个百分点。我们认为中小企业景气或对出口业务弹性相对较高，未来外需呈现积极变化，或带动中小型企业景气度改善，但仍需关注贸易争端对不同行业的边际影响。从不同规模企业生产经营活动预期指数来看，大型、中型和小型企业的生产经营活动预期指数均高于 50%，分别为 55.7%、55.1%和 50.3%。

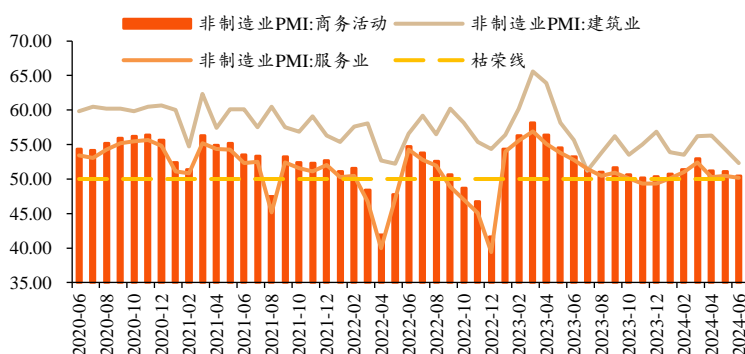
图11:大中小型企业景气度 (%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 非制造业预期向好

非制造业 PMI 延续扩张。官方非制造业 PMI 录得 50.50%，比前值降 0.6 个百分点。五一假期后服务业 PMI 小幅回落 0.3 个百分点至 50.20%。从行业看，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、保险等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间，业务总量增长较快；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数继续低位运行，景气水平偏低。从市场预期看，业务活动预期指数为 57.6%，比前值上升 0.6 个百分点。

建筑业保持增长。6 月建筑业 PMI 为 52.30%，较前值回落 2.10 个百分点。分行业看，建筑装饰行业增速放缓，成为拖累建筑业增长的主要因素；与基建相关的土木工程建筑活动保持较快增长，房屋建筑活动保持平稳运行。从市场预期看，业务活动预期指数为 54.7%，显示市场相对乐观，我们认为建筑业有望在雨季、施工淡季结束后继续扩张向好。

图12:非制造业中建筑业和服务业高景气上行 (%)


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

6. 投资建议

供需平衡有望带动经济加速向好。结合我们此前观点¹我们认为，有效需求、市场预期、生产活动三者联系紧密，经济运行机制存在自我加速机制，因此政策端或应审慎选取政策工具、持续关注政策效应，并动态优化监管政策。在持续追踪政策的拉动作用外，或需重点关注二十届三中全会政策信号释放及其对市场预期的引导作用。我们认为，二十届三中全会将会在政治、经济、文化、生态文明、社会、科技、医药卫生等领域进一步深化改革，推动社会主义民主法治更加健全，为经济高质量发展注入强劲动力，汇聚起强国建设民族复兴的强大精神力量，持续增进民生福祉，促进社会公平正义，全面深化科技体制机制改革，最大限度地激发科技第一生产力、创新第一动力的巨大潜能等。总之，短期关注央行国债买卖行为对债市的影响，长期而言债市大幅调整后仍是配置机会。

7. 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储货币政策超预期：美联储货币政策会有随市场变化进行调整，存在超出预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内通胀超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

¹详情请参见研究报告《期待政策发力》与《二十届三中全会前瞻》，甬兴证券研究所，2024年6月5日与2024年7月3日。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20% 以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5% 以上

行业投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。