

## 成本压力趋缓，外贸走弱

数据：6月官方制造业PMI为50.9（前值51.0），非制造业PMI为53.5（前值55.2），综合PMI指数为52.9（前值54.2）。

### 一、6月制造业PMI小幅回落

（1）从企业规模来看，中大型企业PMI扩张减缓但小型企业在收缩区间内扩张。大宗商品涨价受政策抑制，小型企业成本压力释放带动PMI景气度改善。

（2）6月供给端回落，但是需求端小幅回升。从供给端来看，回落主要体现在芯片短缺、煤炭供应紧张使得电力行业承压。从需求端来看，受益于“618”年中促销活动带动，本月与线上消费密切相关的服务业行业均处于较高的景气区间。

（3）新出口订单和进口均回落。我国新出口订单回落可能存在2方面的因素：1）5月美国耐用品订单中的计算机和其他电子产品、机械、金属订单均有所下降，除国防外总出货量同比增速从高位回落，说明美国需求复苏逐渐从商品转向服务，对我国新出口订单拉动或将减弱；2）广东省作为出口大省，疫情的反复使得企业的经营状况受到影响，带动新出口订单走弱。

（4）原材料和产成品库存回升，但是采购量回落，企业补库存意愿仍需观察，主要由于：1）本月新订单和产成品库存差回落，主要是由于需求上行跟不上产成品库存回升，后续企业主动补库存意愿可能会缺乏动力；2）虽然5月工业企业利润虽然稳定，但上下游企业盈利仍然存在不均衡；3）供应商交货时间依然较慢，企业短期仍然面临库存压力。

（5）原材料价格大幅回落，出厂价格-原材料价格从低位回升。表明原材料价格下降逐渐释放了中下游企业成本压力，考虑到出厂价格PMI与PPI环比具有高度一致性，预计6月PPI环比大幅回落，PPI同比降至8.4%左右。

二、非制造业：建筑业维持高景气，服务业复苏放缓。从建筑业PMI来看，建筑业成本压力大幅缓解。往后看，房地产投资走弱对建筑业PMI形成拖累，但是后续基建投资对建筑业PMI仍然能起到托底的作用。广东地区疫情反复对服务业PMI形成了拖累。业务预期活动依然处于较高的景气区间，对服务业PMI依然起到了一定的支撑，但是疫情后居民债务/居民可支配收入处于较高的水平，且消费意愿并不高，将对后续服务业的复苏形成抑制。

三、成本压力渐退，部分需求有所释放，但企业补库存的意愿仍需关注。6月制造业PMI表现体现在两个方面：1）成本端压力减弱，出厂价格和原材料价格之间缺口逐步回归均值，带动需求修复。2）新出口订单回落，外需的支撑度高位回落。首先，需求增速放缓下大部分国内定价大宗商品价格难以突破前值高峰，出厂价格和原材料价格之间的缺口收窄，之前供给对需求的抑制有所释放，虽然意味着中下游企业的盈利将逐步得到改善，但是当前采购量指标较前值小幅放缓，后续企业补库存的意愿仍然有待观察。其次，新出口订单连续3个月回落，部分存在广州疫情的因素，但外需对我国经济的支撑度确实有所回落。美国6月PMI制造业小幅上行，但细分数据显示这部分增长主要是由供应商的平均交货时间延长和投入价格上行支撑，产出的增长已经开始放缓。最后，从货币政策来看，6月25日二季度货币政策委员会将“努力保持经济运行在合理区间”的表述改为“保持经济运行在合理区间”，明确了当前经济形势整体依然稳定，货币政策进一步宽松的概率并不大，也印证了近期央行展开的300亿元逆回购投放更多指向维护半年末流动性平稳，往后看，货币政策保持维“稳”趋势难以扭转。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩等。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

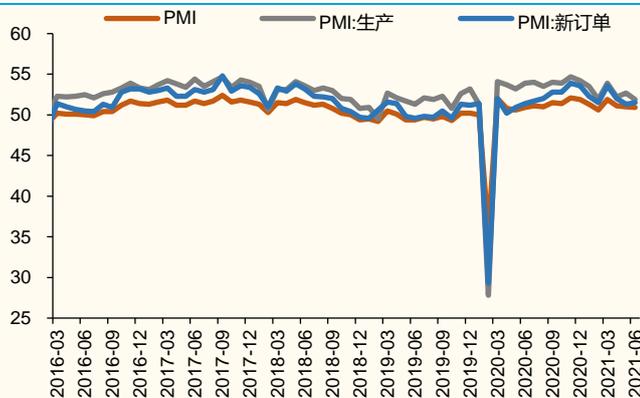
杨一凡 联系人  
yangyifan@gjzq.com.cn

数据：6月官方制造业PMI为50.9（前值51.0），非制造业PMI为53.5（前值55.2），综合PMI指数为52.9（前值54.2）。

### 一、6月制造业PMI小幅回落

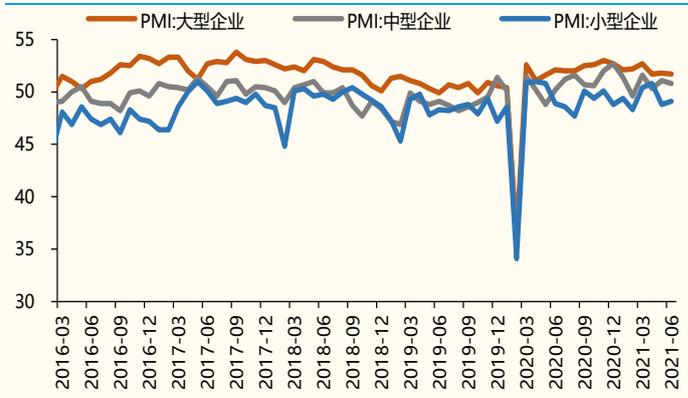
6月制造业PMI录得50.9%，较前值回落0.1个百分点，虽然仍位于荣枯线以上，但制造业扩张力度减弱。从企业规模来看，中大型企业PMI扩张减缓但小型企业在收缩区间内扩张。数据显示，大型企业PMI为51.7%，较前值51.8%小幅回落，中型企业PMI为50.8%，小于前值51.1%，小型企业PMI收缩区间内扩张，从前值的48.8%回升至本月的49.1%。大宗商品涨价受政策抑制，使得小型企业成本端压力有所释放，带动PMI景气度有所改善。

图表1：6月PMI小幅回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表2：小型企业PMI收缩区间内扩张



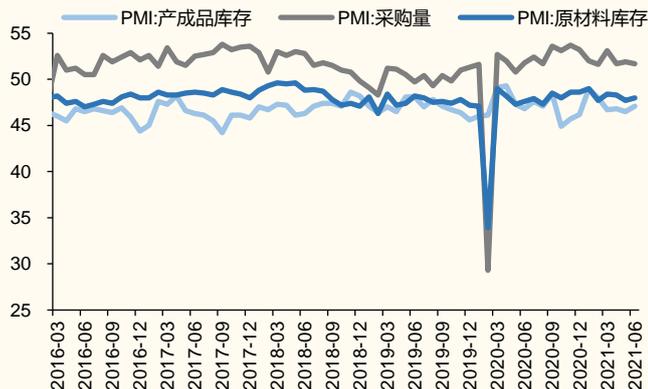
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

6月供给端回落，但是需求端小幅回升。从供给端来看，6月生产指数51.9%，较前值回落0.8个百分点。从同期高频数据看，6月高炉开工率回落，数据显示全国163家高炉开工率从5月底的62.4%回落至目前的60.9%；6月唐山钢厂高炉开工率也从同期的50.8%回落到50.0%，其中产能利用率从63.1%回落至61.6%，表明供给端有所走弱，高频数据与生产指数表现一致。供给端的回落主要体现在芯片短缺、煤炭供应紧张使得电力行业明显承压方面。从需求端来看，新订单指数为51.5%，回升0.2个百分点，6月消费品行业PMI从前值的50.8%上升到了52.2%，受益于“618”年中促销活动带动，本月与线上消费密切相关的服务业行业均处于较高的景气区间，带动需求小幅回升。

新出口订单和进口均回落。6月新出口订单指数48.1%，回落0.2个百分点，收缩区间内走弱；进口回落1.2个百分点至49.7%，进入收缩区间。美国6月Markit制造业PMI初值从5月的62.1升至62.6，创下新高，欧元区6月制造业PMI初值为63.1，远超预期的62.1。在外部需求依然较高的背景下，我国新出口订单回落可能存在2方面的因素：1) 5月美国耐用品订单中计算机和其他电子产品、机械、金属订单均有所下降，除国防外总出货量同比增速虽然维持在高位，但是略低于前值，说明美国需求复苏开始逐渐从商品转向服务，对我国新出口订单拉动或将减弱；2) 广东省作为出口大省，疫情的反复使得企业的经营状况受到影响，带动新出口订单走弱。虽然本月波罗的海干散货指数大幅上行，但是主要受到之前供应链中断和集装箱运费高涨因素带来的供给端压力。

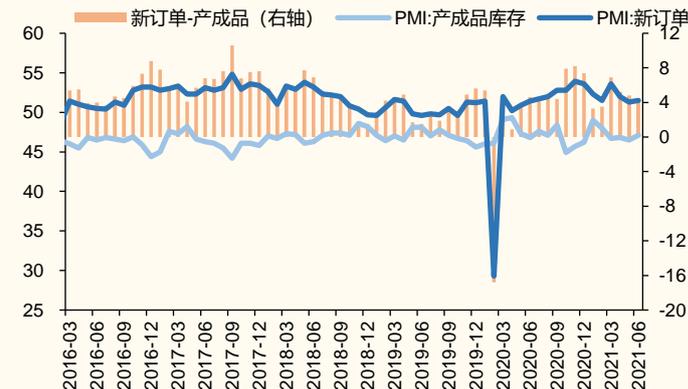
原材料和产成品库存回升，但是采购量回落，企业补库存意愿仍需观察。原材料库存指数回升0.3个百分点至48.0%，产成品库存回升0.6个百分点至47.1%，库存指数整体回升，但是采购量回落0.2个百分点至51.7%，后续企业主动补库存意愿仍需观察，主要由于：1) 本月新订单和产成品库存差虽然回落，但主要是由于需求上行跟不上产成品库存回升，后续企业主动补库存意愿可能会缺乏动力；2) 虽然5月工业企业利润虽然稳定，但上下游企业盈利仍然存在不均衡；3) 从供应商配送时间指数来看，虽然本月较上月回升0.3个百分点，但是仍然低于临界点，供应商交货时间依然较慢，企业短期仍然面临库存压力。

图表3：原材料和产成品库存上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

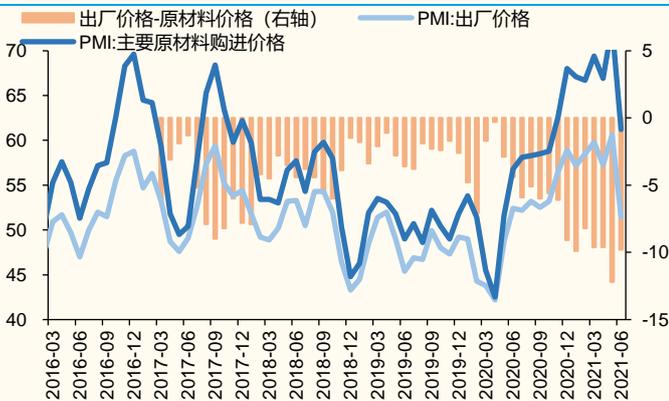
图表4：新订单-产成品进一步回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

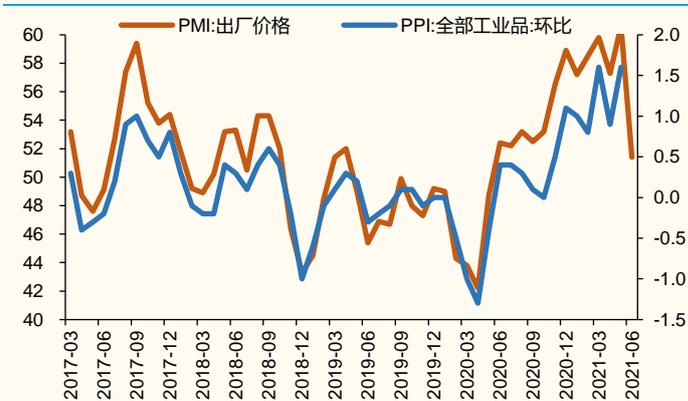
原材料价格大幅回落，出厂价格-原材料价格从低位回升。6月原材料购进价格指数61.2%，较前值大幅回落11.6个百分点；原材料价格的回落带动出厂价格指数回落9.2个百分点，至51.4%。从原材料购进价格来看，除石油煤炭及其他燃料加工业继续攀升外，其他行业原材料购进价格均出现明显回落。从出厂价格指数看，黑色金属冶炼及压延加工业和有色金属冶炼及压延加工业下降幅度较大。出厂价格与原材料购进价格之差走阔，从前值的-12.2回升至-9.8，表明原材料价格下降逐渐释放了中下游企业成本压力，所以带动本月需求小幅回升和小型企业PMI在收缩区间内好转。考虑到出厂价格PMI与PPI环比具有高度一致性，预计6月PPI环比大幅回落，同比降至8.4%左右。

图表5：出厂价格-原材料价格回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表6：预计6月PPI环比高位回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

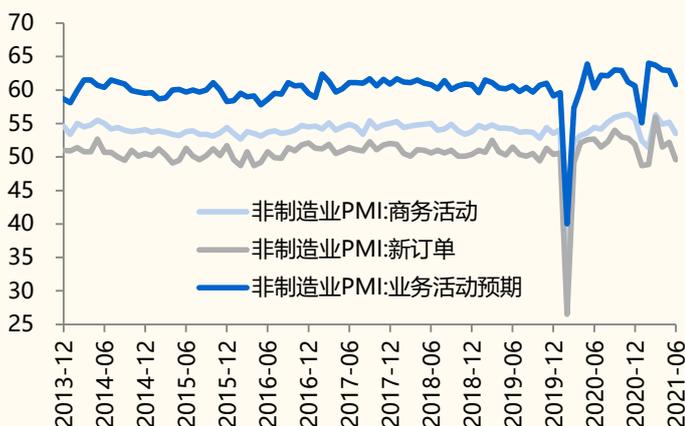
## 二、非制造业：建筑业维持高景气，服务业复苏放缓

从非制造业来看，服务业指数回落，但是建筑业景气维持在高位运行。数据显示6月非制造业商务活动指数53.5%，较前值回落1.7个百分点，其中服务业商务活动指数回落至52.3%，较上月54.3%回落2.0个百分点；建筑业PMI和上个月持平，维持在60.1%，依然处于较高景气区间。

从建筑业PMI来看，建筑业成本上涨压力大幅缓解。细分数据显示，建筑业新订单指数为51.2%，较上月回落1.4个百分点；建筑业投入品价格指数为51.7%，较上月回落21.9个百分点；建筑业销售价格指数为52%，较上月回落5个百分点；业务预期活动从前值的65.7%回落至63.2%。往后看，房地产投资走弱对建筑业PMI形成拖累，但是后续基建投资对建筑业PMI仍然能起到托底的作用。

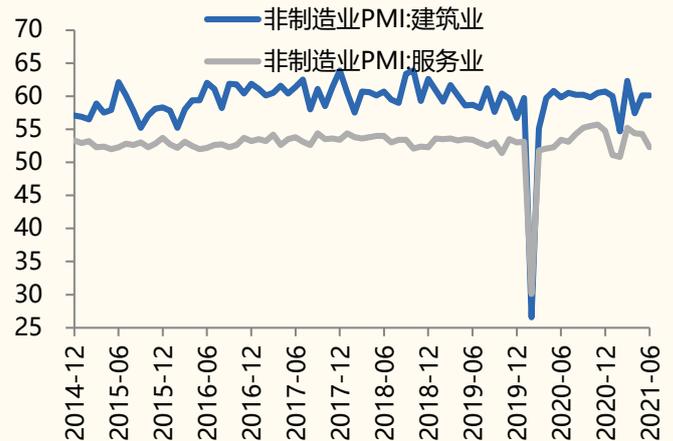
广东地区疫情反复对服务业PMI形成了拖累。细分数据显示，6月新订单指数跌入至收缩区间，从前值的52回落至49.4；业务预期活动从前值的62.4回落至60.4；从业人员从前值的48.2回落至47.6。往后看，业务预期活动依然处于较高的景气区间，对服务业PMI依然起到了一定的支撑，但是疫情后居民债务/居民可支配收入处于较高的水平，且消费意愿并不高，将对后续服务业的复苏形成抑制。

图表7：非制造业商务活动指数回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表8：建筑业维持高景气区间，服务业指数有所回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

## 三、成本压力渐退，部分需求有所释放，但企业补库存的意愿仍需关注

6月制造业PMI结构性表现体现在两个方面：1) 成本端压力减弱，出厂价格和原材料价格之间缺口逐步回归均值，带动需求修复。2) 新出口订单回落，外需的支撑度高位回落。首先，虽然近期部分大宗商品价格波动反复，但是国家发展改革委价格司与市场监管总局价监竞争局派出多个联合工作组，以确保供需平衡，维持价格稳定，往后看在大宗商品价格回归基本面，需求增速放缓下大部分国内定价大宗商品价格难以突破前值高峰，出厂价格和原材料价格之间的缺口收窄，之前供给端对需求的抑制有所释放，虽然意味着中下游企业的盈利将逐步得到改善，但是当前采购量指标较前值小幅放缓，后续企业补库存的意愿仍然有待观察。其次，新出口订单连续3个月回落，部分存在广州疫情的因素，但是外需对我国经济的支撑度确实有所回落。美国6月PMI制造业小幅

上行，但是细分数据显示这部分增长主要是由供应商的平均交货时间延长和投入价格上行支撑，产出的增长已经开始放缓。另外，新订单在本月的回升存在电商活动季节性因素，后续内需复苏的方向不变，但是动能放缓。**第三**，从货币政策来看，6月25日二季度货币政策委员会将“努力保持经济运行在合理区间”的表述改为“保持经济运行在合理区间”，明确了当前经济形势整体依然稳定，货币政策进一步宽松的概率并不大，也印证了近期央行展开的300亿元逆回购投放更多指向维护半年末流动性平稳，往后看，货币政策保持维“稳”趋势难以扭转。

**风险提示：**1. 财政宽松力度不足；2. 货币政策转向；3. 信用进一步收缩。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_20480](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20480)

