

需求放缓，发力基建
——点评 6 月 PMI 数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/7/1

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

联系人：孙婉莹

sunwanying@evergrande.com

事件：中国 6 月官方制造业 PMI 为 49.4，前值 49.4，连续 2 个月低于荣枯线。中国 6 月官方非制造业 PMI 为 54.2，前值 54.3。

解读：

1、PMI 继续低于荣枯线，供需均放缓，价格回落导致企业盈利承压，中美经贸谈判重启可能提振信心但不确定性仍较高，基建发力仍是下半年重要抓手

6 月制造业 PMI 的特点是：

1) PMI 连续 2 个月低于荣枯线，供给端和需求端同时下滑，内需方面依旧由房地产和基建投资支撑，但后续将主要依赖基建持续发力，6 月专项债净发行同比大幅回升，与建筑业新订单大幅回升一致；外需方面受全球经济回落、贸易摩擦加速产业链转移影响。

2) 需求偏弱，价格持续回落，企业盈利依旧承压，减税降费初显成果将对冲部分压力。6 月出厂价格与原材料价格指数均下行，且差值进一步扩大，企业盈利压力较大。但是 5 月的出厂价格与原材料指数同时下行，工业企业盈利却有所修复，主要是费用同比下滑，说明减税降费成果开始显现，这种效应将继续对冲 6 月盈利压力。

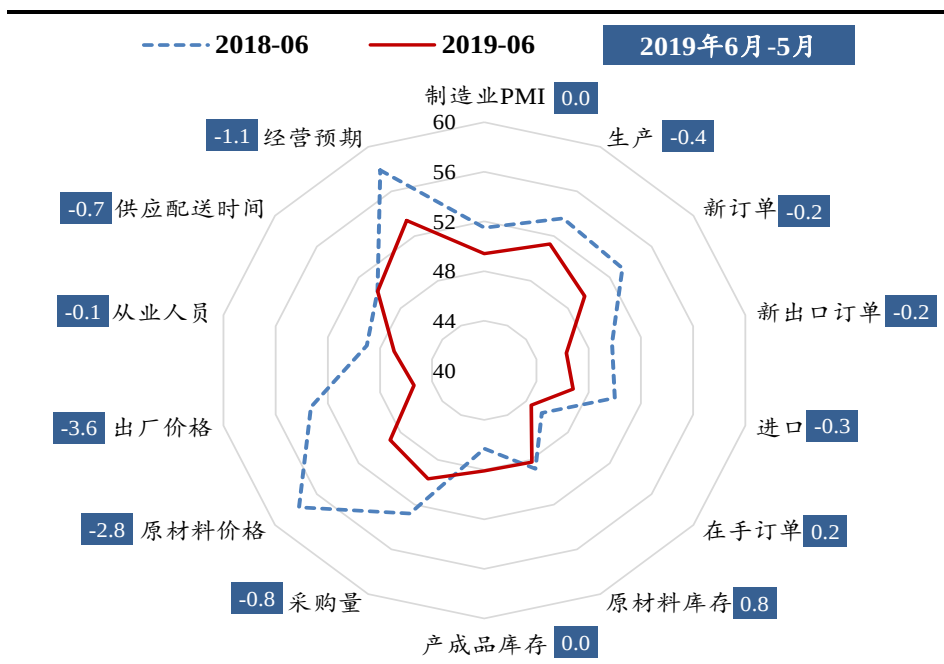
3) 原材料库存指数回升，产成品库存指数与上月持平，两者均低于荣枯线，仍处主动去库存刚转入被动去库存的复苏早期，个别月份因需求弱会出现库存回补。6 月原材料库存指数上升、产成品指数与上月持平，但均仍低于荣枯线，反映库存收缩在放缓，与 2012-2013 年初的情况类似，在需求偏弱时库存短期震荡，甚至出现库存指数上升的情景。由于需求不强且价格有回落压力，主动补库存动力不足，从被动去库存转入主动补库存尚需时日。

4) 大企业景气度跌破荣枯线，中小企业景气度受政策提振略回升但仍低于荣枯线，中美经贸谈判重启可能提振企业信心，外需边际改善，但企业面临的不确定性仍较高。

5) 从业指数继续下行，稳就业任务艰巨。6 月制造业和非制造业从业人员指数分别为 46.9%和 48.2%，均较上月下滑 0.1 个百分点，其中制造业从业人员指数连续 3 个月下滑。当前就业市场招工难与就业难并存、人才供需不匹配，需要改善营商环境支持创业、减税降费改善企业经营状况、财政提供技能培训等。

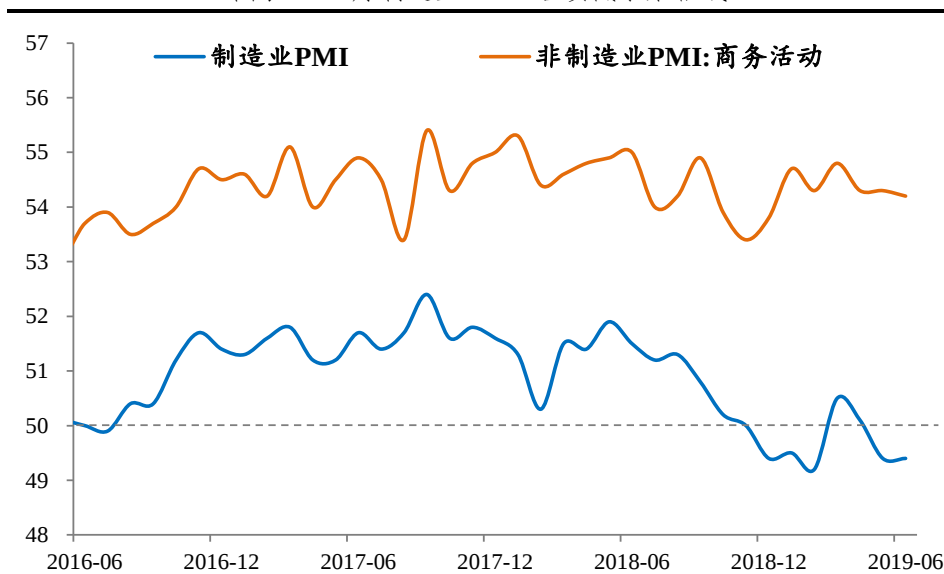
当前经济内生动力不强，下行压力较大，偏弱的库存周期受到金融周期下半场的压制。政策既要强化逆周期调节通过财政、货币政策稳经济，也要保持战略定力，防止大水漫灌，化压力为动力，坚定不移推动改革开放。具体看，第一，积极的财政政策应继续推进落实减税降费，越是企业盈利压力较大时越应该“放水养鱼”；第二，货币政策应继续疏通宽货币到宽信用的传导机制，加大金融供给侧结构性改革，当前内部经济压力大、外部全球央行降息潮来临的形势下可考虑降准降息，但要避免大水漫灌；第三，最根本的是扩大改革开放，放开市场准入，恢复企业家信心，激发新经济、服务业等新的增长点。

图表1：6月PMI指数分项一览



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：6月制造业PMI继续低于荣枯线



资料来源：Wind，恒大研究院

2、供需均下行，新订单连续两个月低于荣枯线，需求下行及限产带动生产下滑

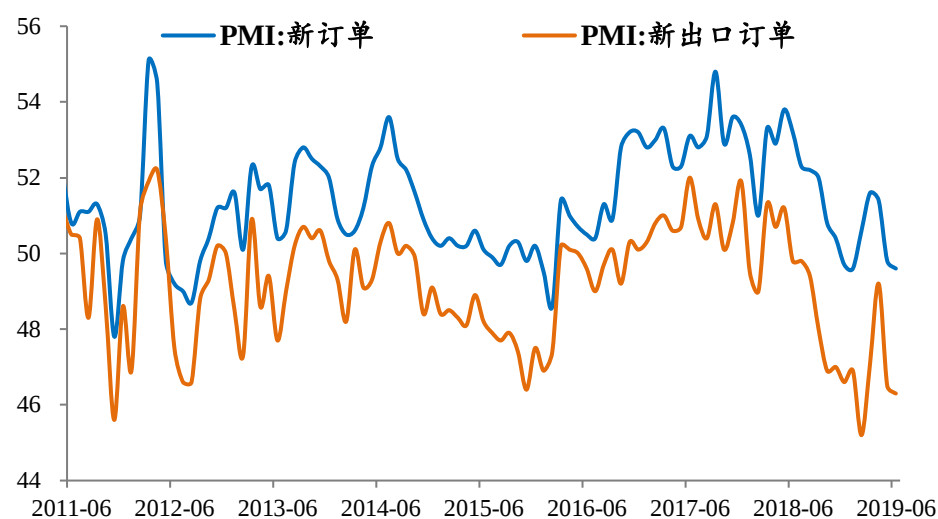
生产端，6月PMI生产指数为51.3%，较上月回落0.4个百分点，连续3个月下滑，但仍高于荣枯线，扩张放缓。生产端PMI下滑与需求下滑以及下旬以来的限产有关。

需求端，内需仍依靠基建和房地产投资支撑，但房地产投资增速下行，专项债新规将助力基建提速，建筑业新订单上升。新订单指数为49.6%，较上月回落0.2个百分点。反映经济动能的指标（新订单-产成品库存）

较上月下滑 0.2 个百分点，连续 2 个月下滑。进口指数 46.8%，较上月下滑 0.3 个百分点。房地产方面，销售、新开工增速下行，土地购置面积负增长，房企融资受约束，房地产投资后续将缓慢回落。基建方面，由于地方政府专项债提前发行、财政前移，4-5 月基建发力有所减弱，但 6 月 10 日中办、国办发布专项债新规，允许专项债作为项目资本金，释放新的逆周期调节信号，6 月基建增速有望提升，与建筑业新订单大幅回升一致。6 月地方政府债券净发行额为 6525 亿，去年同期为 3910 亿；上半年累计净融资额为 2.16 万亿，去年同期为 1.25 万亿。

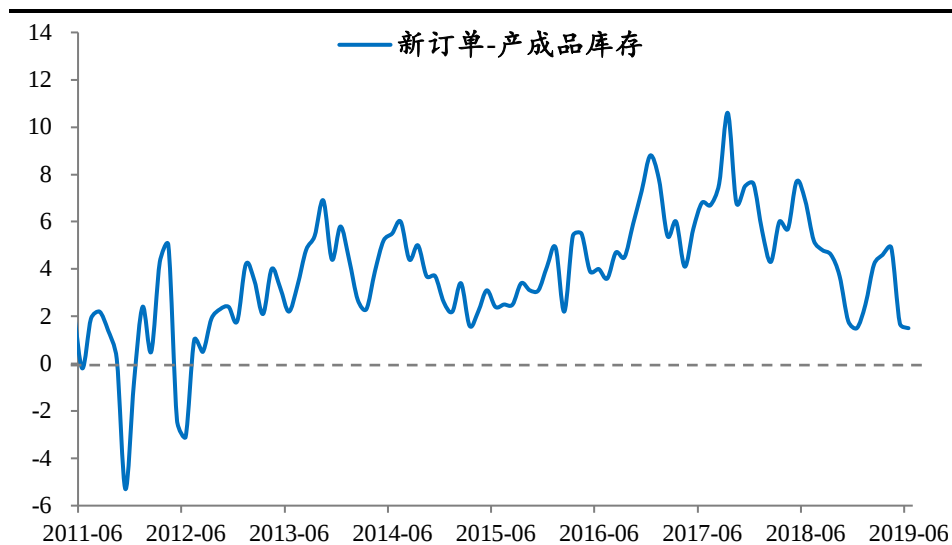
全球经济增长继续放缓，贸易摩擦加速产业链转移，新出口订单继续回落，但 G20 中美元首会见重启中美经贸谈判可能使外需下行速度放缓。6 月新出口订单指数为 46.3%，较上月下滑 0.2 个百分点。新出口订单指数下滑主要原因：一是世界经济继续回落。6 月美国制造业 PMI 为 50.1%，较上月下滑 0.4 个百分点；欧元区 PMI 为 47.8%，较上月回升 0.1 个百分点，但已连续 5 个月低于荣枯线；其中，欧洲经济火车头德国制造业 PMI 为 45.4%，连续 6 个月低于荣枯线。二是前期中美贸易摩擦对 2000 亿美元提高关税税率的影响将显现，5 月 10 日开始美对华 2000 亿美元商品加征关税，关税税率从 10% 提高到 25%，企业面临不确定性的情况，加速转移产业链至越南和中国台湾等地。G20 大阪峰会上中美两国元首重启中美经贸谈判，预计贸易摩擦对中国出口的冲击将边际改善。

图表3：6 月新出口订单较上月下滑 0.2 个百分点



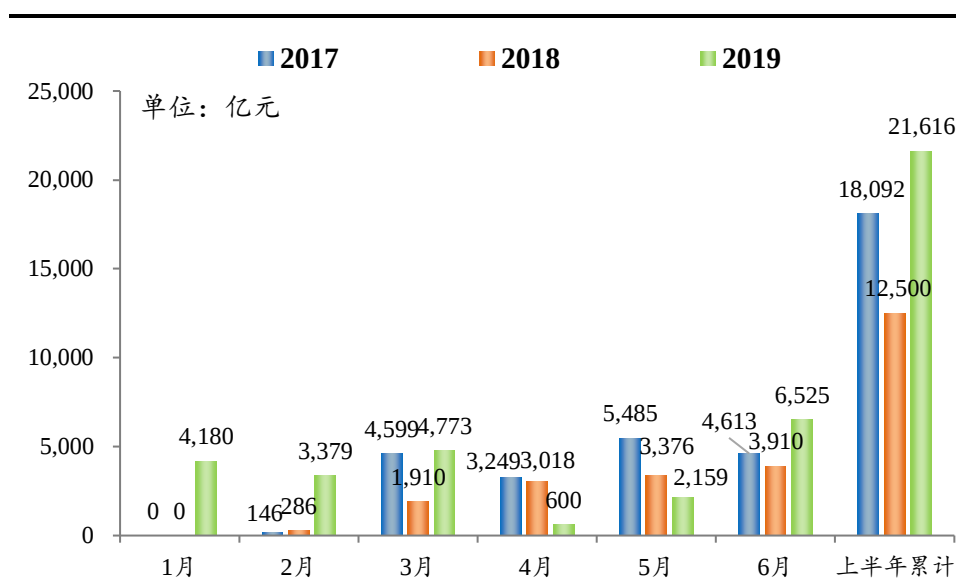
资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：经济动能指标（新订单-产成品库存）下滑



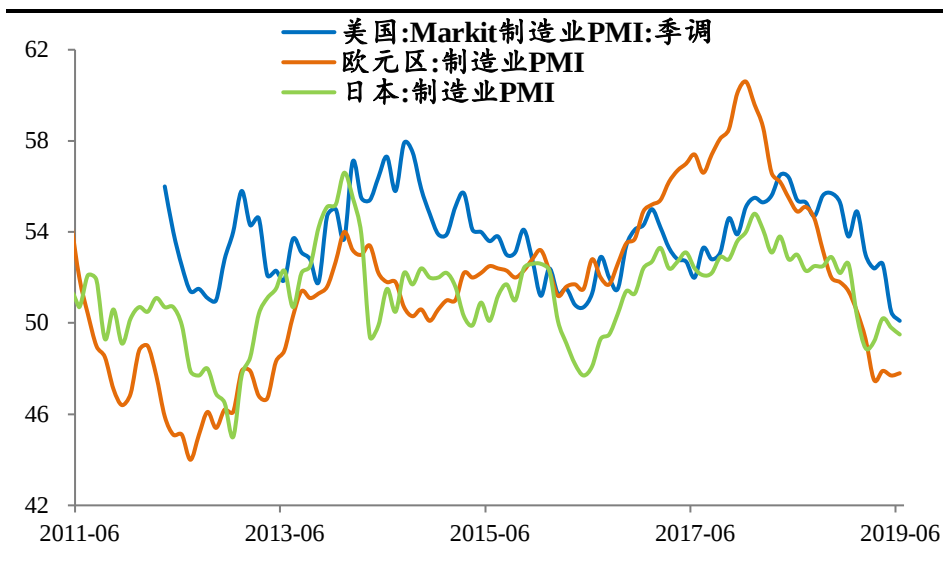
资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：地方政府债券6月净融资额同比大幅回升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：美国、欧洲和日本制造业 PMI 继续下行



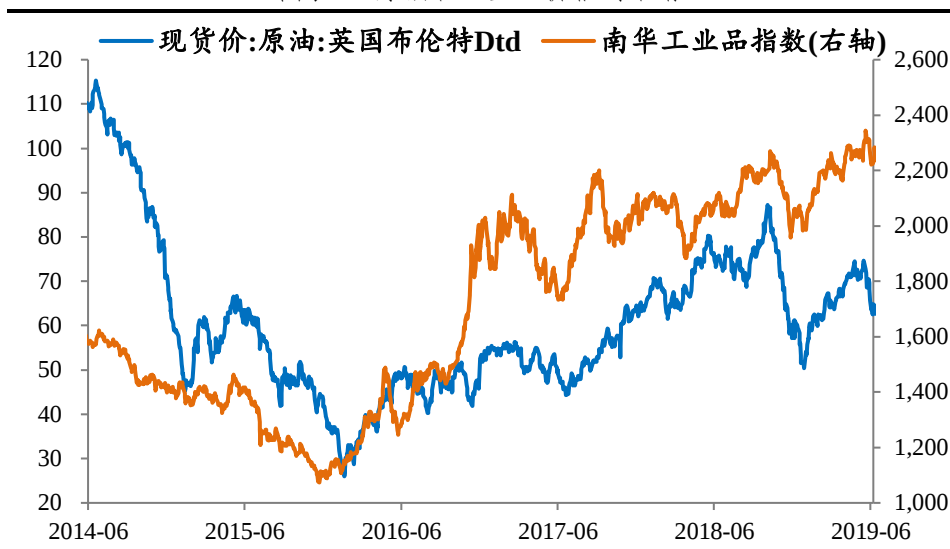
资料来源：Wind，恒大研究院

3、原材料价格和出厂价格均下行，企业盈利继续承压，减税降费成果初步显现可能对冲部分压力

6月主要原材料购进价格指数为49.0%，较上月回落2.8个百分点，跌破荣枯线；出厂价格指数为45.4%，较上月下滑3.6个百分点，连续2个月低于荣枯线。出厂价格和原材料价格指数差值为-3.6%，较上月扩大0.8个百分点，相关行业企业盈利压力较大，但由于减税降费影响逐步体现，企业利润将不会大幅下滑。6月布伦特原油月均价格环比下跌约9.7%，同比下降13.7%；南华工业品价格指数月均环比下跌0.9%，螺纹钢价格环比下跌3.7%。PMI价格指数和原油、工业品价格均显示当前通缩压力上升，6月PPI预计将继续回落。

工业企业利润持续修复，减税降费初见成效。5月规上工业企业利润总额累计同比-2.3%，降幅较上月收窄1.1个百分点。其中，需求回暖提振装备制造业，通用设备、专用设备行业利润分别增长7.9%和17.3%，4月份分别为下降14.1%和12.0%。**制造业产业升级持续，高技术制造盈利改善。**5月高技术制造业、战略性新兴产业利润同比分别增长6.2%、6.7%，增速分别比全部规上工业高5.1、5.6个百分点，4月份分别为下降15.1%、8.4%。在PPI下行、生产偏弱背景下，工业企业利润修复主要得益于减税降费，与企业费用下降一致。5月规上工业企业四项费用合计同比增长6.2%，较4月回落1.9个百分点。

图表7：原油和工业品价格均下滑



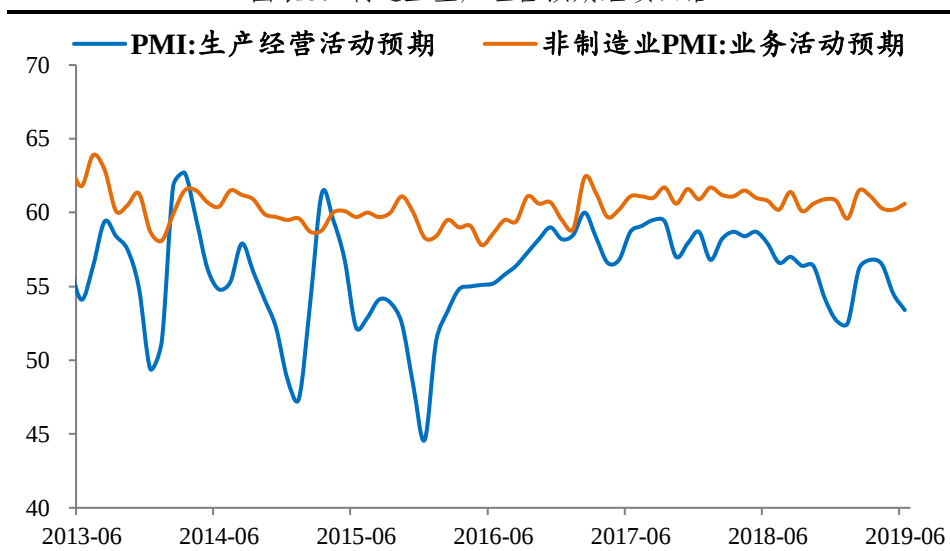
资料来源：Wind，恒大研究院

4、经营预期和采购量指数回落，原材料库存指数略回升，库存周期仍处主动去库存刚转入被动去库存的复苏早期

经营预期和采购量指数回落，主要是因为需求回落、贸易摩擦增加了不确定性。生产经营预期指数为 53.4%，较上月回落 1.1 个百分点。采购量指数为 49.7%，较上月回落 0.8 个百分点，跌破荣枯线。

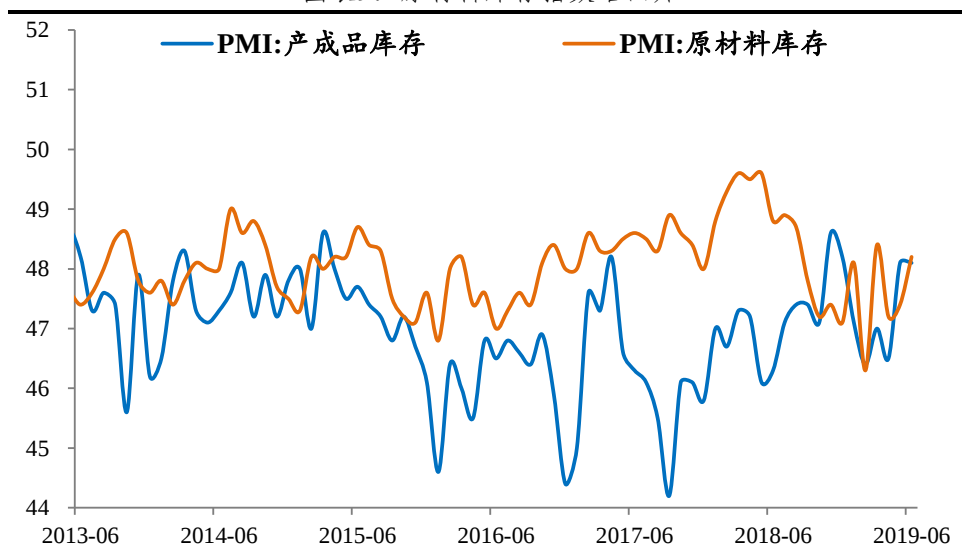
生产略下行、需求回落，原材料和产成品库存指数均低于荣枯线，意味着库存收缩速度在被动放缓，但当前仍处主动去库存刚转入被动去库存的复苏早期，与 2012-2013 年初的情况类似，在需求偏弱时库存短期震荡。原材料和产成品库存指数分别为 48.2% 和 48.1%，较上月回升 0.8 个百分点和持平，但均低于荣枯线，库存整体收缩但速度有所放缓。由于需求不强且价格有回落压力，主动补库存动力不足，从被动去库存转入主动补库存尚需时日，库存短期震荡。

图表8：制造业生产经营预期继续回落

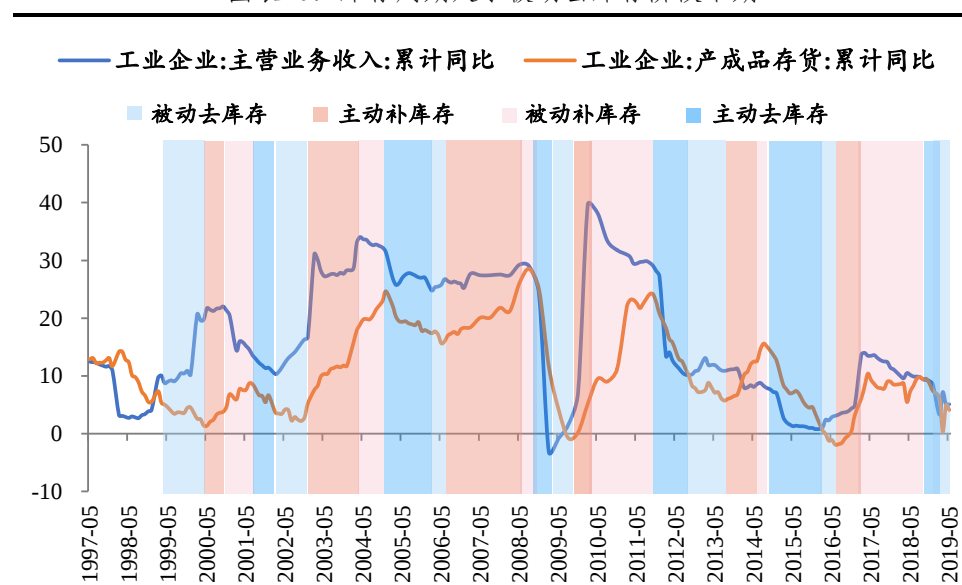


资料来源：Wind，恒大研究院

图表9：原材料库存指数略回升



图表10：库存周期处于被动去库存阶段早期



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_11722

