

总量放缓，结构优化：转型之阵痛，升级之欣慰

——点评6月PMI数据

宏观数据点评

2019年07月01日

报告摘要：

我们正走在从低端制造向高端制造转型升级的路上，总量放缓为转型之阵痛，结构优化为升级之欣慰。

● 制造业生产和需求继续走弱。

6月制造业PMI为49.4%，与上月持平。值得注意的是，大、中、小型企业同时处于临界点之下，为2015年8月以来首次。其中，生产指数比上月回落0.4个百分点，新订单指数与新出口订单指数均比上月回落0.2个百分点，需求下滑有所放缓。G20会议结果符合预期，美方表示不再加征新的关税和恢复对华出口等利好消息有助于外需企稳。但贸易前景在协议落定之前依旧存在不确定性，需求或将继续在低位徘徊。

● 预计制造业投资继续寻底。

6月两大价格指数回落加剧，出厂价格指数比上月回落3.6个百分点，原材料购进价格指数比上月回落2.8个百分点，两者差值走扩至3.6个百分点。贸易保护主义及其引发的全球经济放缓，正在侵蚀企业的盈利能力。另外，制造业企业生产经营活动预期指数本月比上月回落1.1个百分点，连续三个月下滑。我们维持下半年制造业投资增速继续寻底判断不变。

● 产业转型升级继续推进。

中高端制造业和消费品制造业对经济增长的促进作用进一步增强。在调查的21个行业中，有13个行业的生产指数位于扩张区间，医药、铁路船舶航空航天设备、食品及酒饮料精制茶、电气机械器材、计算机通信电子设备等制造业的生产指数位于54.0%以上的较高景气区间。从重点行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业的生产指数为55.6%、53.3%和52.2%，环比均有所上升，且分别高于制造业总体4.3、2.0和0.9个百分点。

● 货币政策保持定力，短期内仍以疏通传导机制为主。

二季度货币政策例会再次强调“把好货币供给总闸门”和“进一步疏通货币政策传导渠道”，显示短期内货币政策难以转向全面宽松，仍以疏通传导机制为主。我们此前多次指出，短期内（三季度）货币政策难有宽松大动作，货币政策是否转向全面宽松仍需等待谈判结果，即便转向宽松，时点大概率也是在四季度而非三季度。

● 风险提示：全球贸易前景不确定性仍高、经济动能未能平稳接力等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

中国 6 月官方制造业 PMI 49.4，前值 49.4。

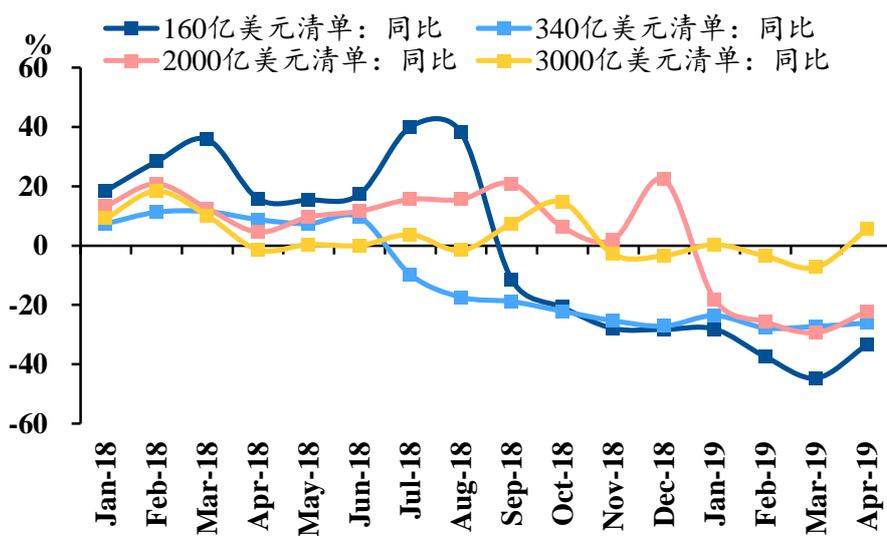
中国 6 月官方非制造业 PMI 54.2，前值 54.3。

一、制造业生产和需求继续走弱

制造业 PMI 与上月持平，大、中、小型企业同时位于临界点以下，行业发展分化。

6 月 PMI 为 49.4%，与上月持平，大型企业 PMI 指数在 2015 年 8 月后首次下落至“枯荣线”以下，录得 49.9%，中、小型企业 PMI 指数有所回升，分别为 49.1% 和 48.3%。中美元首 G20 会晤后，对 3000 亿美元商品清单加征关税的风险缓释，已征关税并未取消，谈判结果符合市场对 G20 会晤的预期。值得注意的是，特朗普表示允许美国制造商恢复对华为的部分出口，对市场是一个意外的利好。由美方口径观察，已征关税和未征关税的出口表现差距明显，未征关税部分运行平稳（图 1），外部风云变幻将倒逼中国制造业加快转型升级，今后行业发展可能持续分化。

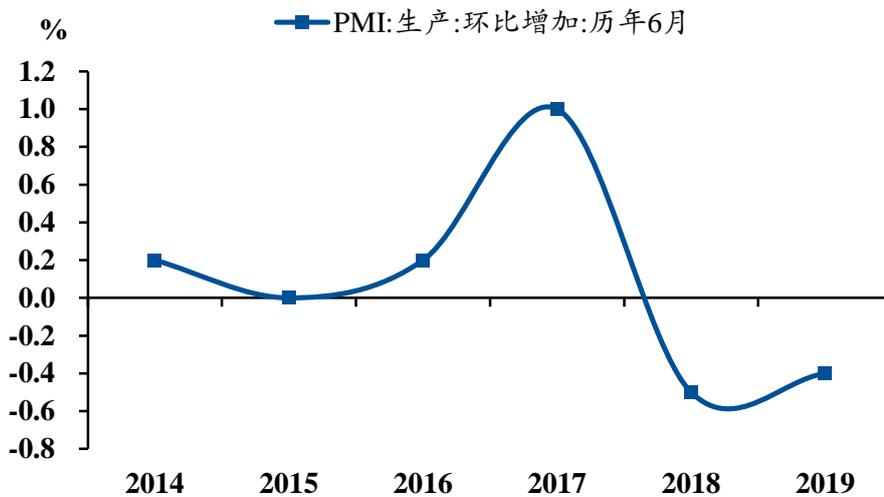
图 1：对美出口成贸易和生产气象站，3000 亿美元清单出口增速平稳



资料来源：USITC，USTR，民生证券研究院

生产和需求继续走弱，需求降幅有所放缓。生产指数比上月回落 0.4 个百分点至 51.3%，新订单指数比上月回落 0.2 个百分点至 49.6%，新出口订单指数比上月回落 0.2 个百分点至 46.3%，需求下降放缓，表明制造业对 5 月贸易摩擦突变升级的过度反应趋于缓和。虽然磋商重启，但不确定性依然存在，需求指数可能继续低位徘徊。在缺乏需求支撑下，生产指数出现连续三个月下滑，6 月环比变动高于去年同期 0.1 个百分点，低于过去数年同期值（图 2）。总体看，短期内生产和需求依然面临下行压力。

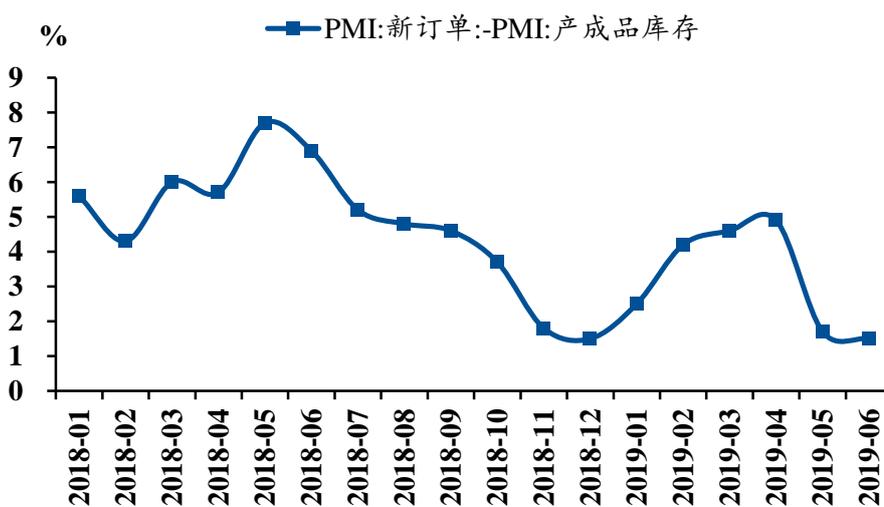
图 2：6 月 PMI 生产指数环比变动小幅回升，低于过去 5 年均值



资料来源：Wind，民生证券研究院

去库存周期尚未结束，内生动能继续走弱。6 月产成品库存指数为 48.1%，与上月持平，原材料库存指数比上月回升 0.8 个百分点至 48.2%，采购量指数比上月回落 0.8 个百分点至 49.7%，继 2 月后再次位于临界点之下。以“新订单-产成品库存”衡量的动能来看，6 月较上月继续下滑 0.2 个百分点至 1.5%，显示内生动能继续走弱（图 3）。总体看，在内生动能下滑和需求疲弱下，企业主动补库存意愿不足，去库存周期可能持续到年底。

图 3：从“新订单-产成品库存”看，内生动能继续下滑，趋势放缓

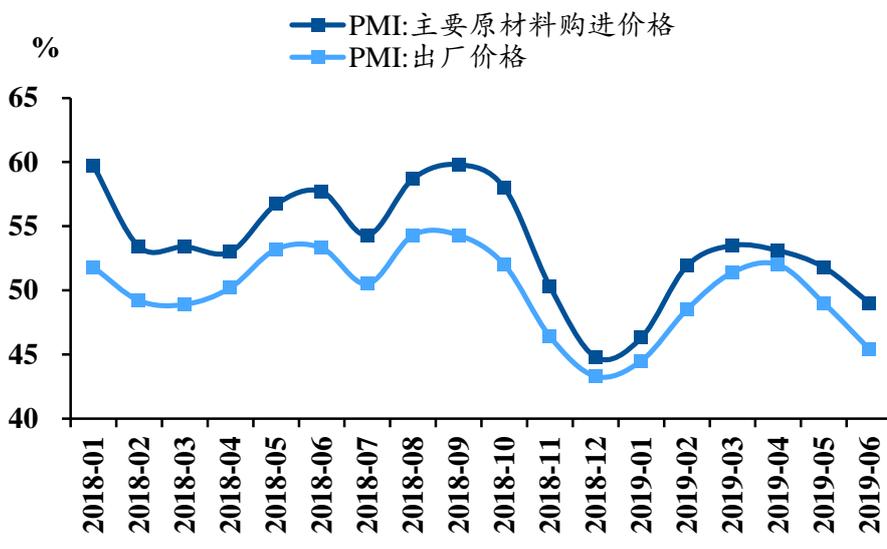


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、盈利预期和信心继续走弱，预计制造业投资继续寻底

制造业企业盈利预期和信心继续下降。受国内外大宗商品价格波动和部分行业供求关系变化等影响，6月PMI两大价格指数继续回落，出厂价格回落加剧，比上月下降3.6个百分点，原材料价格回落2.8个百分点，两者差距走扩至3.6个百分点（图4）。考虑到美国加征关税可能使得部分中国出口商为了维持贸易关系，一定程度上承担关税成本，这或是出厂价格大幅下滑的原因之一。值得注意的是，企业信心连续三个月下滑，比上月回落1.1个百分点至53.4%。

图4：6月PMI两大价格指数继续下降，差值走扩



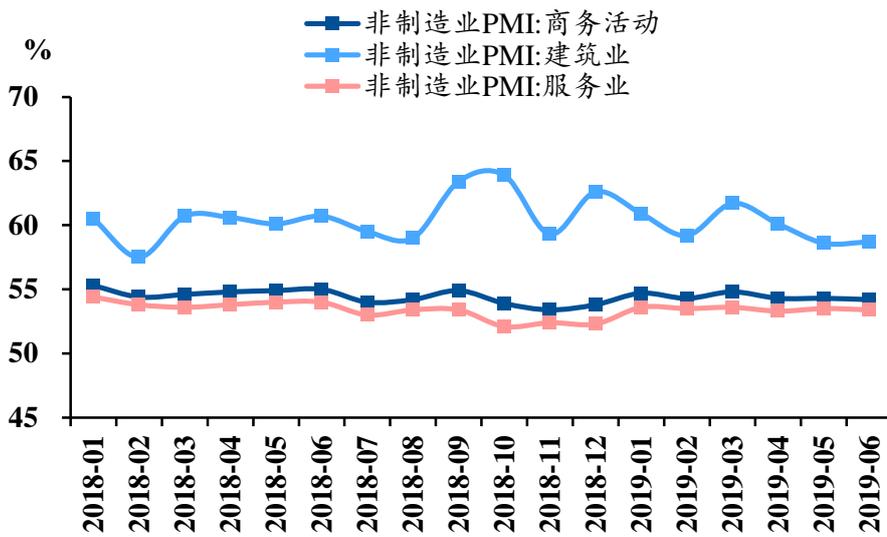
资料来源：Wind，民生证券研究院

制造业投资下行压力依旧存在。5月制造业投资累计同比增速出现反弹，回升0.2个百分点至2.7%。在29个行业中，17个行业出现投资增速比上月有所回升；细分行业来看，化工化纤、金属冶炼和电气机械和汽车制造业等均有回升；而计算机电子、医药等行业出现下滑，部分与其对应的行业PMI指数出现矛盾。在供给侧改革和贸易摩擦双重影响下，行业分化或进一步突出，我们预计整体制造业投资增速下半年可能继续寻底。

三、服务业和建筑业保持较强韧性，货币政策短期内仍以疏通传导机制为主

非制造业保持较强韧性。6月非制造业PMI比上月回落0.1个百分点至54.2%，连续6个月保持在较高景气区间，表明非制造业总体平稳（图5）。其中，建筑业景气比上月上升0.1个百分点，新订单指数回升明显，比上月上升3.9个百分点至56%，表明建筑业市场需求在生产旺季加快释放。服务业商务活动指数为53.4%，比上月回落0.1个百分点。服务业今年以来波动较小，在制造业下行压力加大的同时，保持平稳较快增长，承担起了支撑中国经济的重要作用。

图 5：非制造业 PMI 持平，处于景气区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

货币政策保持定力，短期内仍以疏通传导机制为主。二季度货币政策例会继续认为“当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性，增长动力加快转换”，显示监管层对经济下行容忍度提高。例会再次强调“把好货币供给总闸门”和“进一步疏通货币政策传导渠道”，显示短期内货币政策难以转向全面宽松，仍以疏通传导机制为主。我们此前多次指出，短期内（三季度）货币政策难有宽松大动作，货币政策是否转向全面宽松仍需等待谈判结果，即便转向宽松，时点大概率也是在四季度而非三季度。

风险提示

全球贸易前景不确定性仍高、经济动能未能平稳接力等。

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_11732



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>