

## 经济下行态势依旧 制造业景气要看需求

## 核心观点及内容摘要

肖利娜  
宏观经济分析师  
期货从业资格号：  
F3019331  
投资咨询从业证书号：  
Z0013350

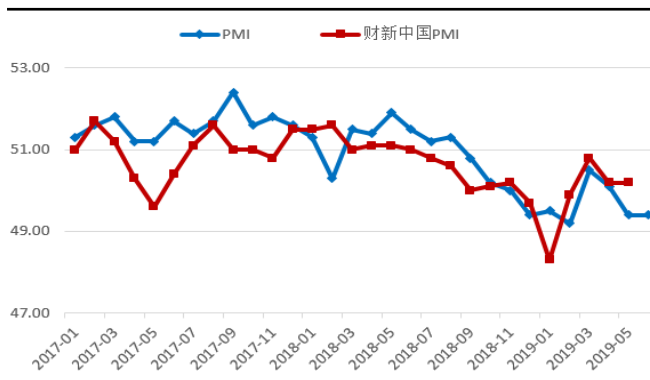
宏观战略研究中心  
一德期货研究院  
邮箱：xiaolinal132@163.com  
电话：（022）59182509  
网址：www.ydqh.com.cn  
地址：天津市和平区解放北路  
188号信达广场16层  
邮编：300042

- 6月，中采制造业 PMI 环比持平上月 49.4%，不及预期。6月，大、中、小型企业制造业 PMI 指数均处于荣枯分界线之下，其中大型企业是连续 4 个月回落，是制造业景气回落的主因，更多体现原材料端制工业企业在实体经济疲弱下面临的压力；而中小企业制造业 PMI 在政策资金倾斜支撑下小幅反弹，预计 6 月财新制造业 PMI 或有小幅回升。
- 6月，制造业就业存在较大压力，需求端持续收缩和就业压力是当前制造业景气疲弱的主因。制造业需求端的收缩仍受全球经济放缓影响，6月，外部主要经济体经济增长放缓施压外需疲弱，同时中美贸易谈判多生变故使得负面扰动仍在，而国内经济承压内需也呈放缓。6月底 G20 中美领导人会晤暂时缓解贸易上的压力，加上国内稳投资促销费或对我国进口拉动效应或更明显。因此，6月贸易进出口增速或难以明显改善，而三季度进出口压力减弱。
- 库存方面，在主要原材料购进价格大幅下降前提下，原材料开始累库，而在需求不佳及企业利润下滑拖累下产成品库存去库不畅。在采购量及生产经营活动预期双双回调的背景下，制造业库存的回升表明下游需求疲弱使企业主动补库的动力不足。
- 此外，6月制造业 PMI 出厂及购进价格指数差值再度扩大，制造业价格指数均跌入收缩区间且回落幅度加大，企业出厂价-购进价差值扩大至-3.6%，同时 6月 PMI 新订单及生产缺口仍处于低位-1.7%，需求不足拖累工业品价格下滑，企业生产利润压力较大，预计 6月 PPI 环比增速将走低。
- 6月制造业景气指数仍处于收缩区间，内外经济疲弱导致总体需求不足，从而工业品价格明显下滑，企业主动补库的动力不足及就业压力增大，经济下行压力依旧存在。宏观逆周期调节政策还需发力，以此扩大内需来缓解经济增长压力。G20 中美领导人会晤结果使经济在增长承压中下有了一丝短暂的“亮光”，乐观情绪或更多提振金融资产尤其股市表现。而商品市场仍需发展内生增长动力来拉动实体经济改善，在制造业景气承压背景下，工业品短期仍有调整压力。

## 1. 中采 PMI 仍处收缩 大型企业承压回落

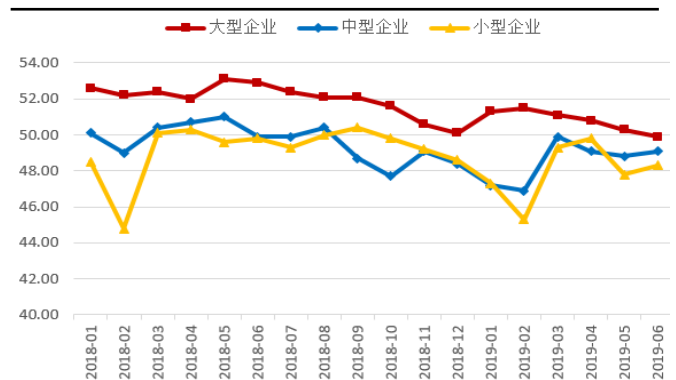
6月，中国官方制造业PMI（中采制造业PMI）环比持平上月49.4%，不及预期49.5%（见图1）。不同类型企业中，6月，大、中、小型企业制造业PMI指数分别为49.9%、49.1%、48.3%，均处于荣枯分界线之下，其中大型企业是连续4个月回落，是制造业景气回落的主因，更多体现原材料端制工业企业在实体经济疲弱下面临的压力；而中小企业制造业PMI在政策资金倾斜支撑下小幅反弹（见图2），预计6月财新制造业PMI或有小幅回升。

图1：中采制造业及财新制造业PMI（%）



资料来源：wind

图2：不同类型企业中采制造业PMI指数（%）

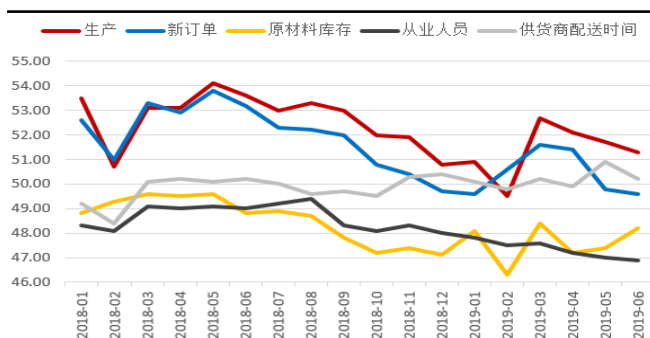


资料来源：wind

## 2. 就业拖累制造业景气 需求不足价格下滑

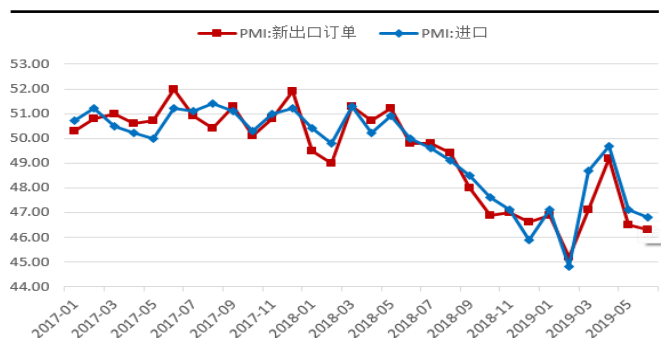
6月PMI扩散指数中，制造业生产、新订单指数环比分别下降0.4、0.2个百分点至51.3%、49.6%，同时制造业从业人数指数下滑0.1%至46.9%（见图3），显示当前制造业就业存在较大压力，需求端持续收缩和就业压力是当前制造业景气疲弱的主因。制造业需求端的收缩仍受全球经济长放缓影响，6月，新出口订单环比下降0.2%至46.3%，进口指数环比也下滑了0.3%至46.8%（见图4），外部主要经济体经济增长放缓施压外需疲弱，同时中美贸易谈判多生变故使得负面扰动仍在，而国内经济承压内需也呈放缓。6月底G20中美领导人会晤暂时缓解贸易上的压力，加上国内稳投资促销费或对我国进口拉动效应或更明显。因此，6月贸易进出口增速或难以明显改善，而三季度进出口压力减弱。

图3：中采制造业PMI生产及新订单指数（%）



资料来源：wind

图4：中采制造业PMI新出口订单及进口指数（%）

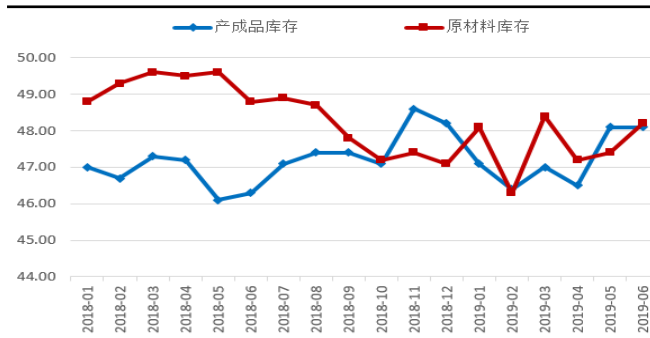


资料来源：wind

库存方面，6月，制造业原材料库存环比回升0.8%至48.2%，产成品库存环比持平上月48.1%（见图5），

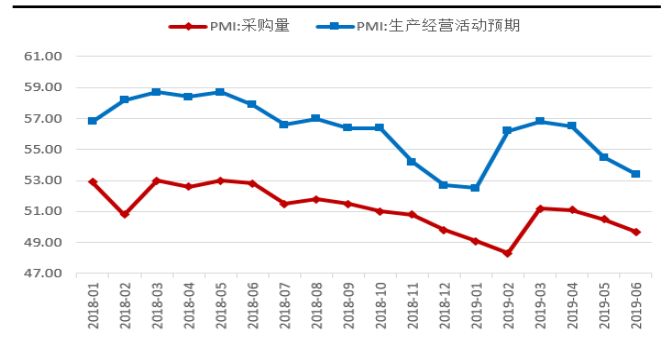
在主要原材料购进价格大幅下降前提下，原材料开始累库，而在需求不佳及企业利润下滑拖累下产成品库存去库不畅。同时，6月采购量指数环比下降0.8%进入收缩区间49.7%，而后期生产经营活动预期持续下滑，6月环比下降1.1%至53.4%，是近两年同期低位（见图6）。在采购量及生产经营活动预期双双回调的背景下，制造业库存的回升表明下游需求疲弱使企业主动补库的动力不足。

图 5：中采制造业 PMI 库存指数（%）



资料来源：wind

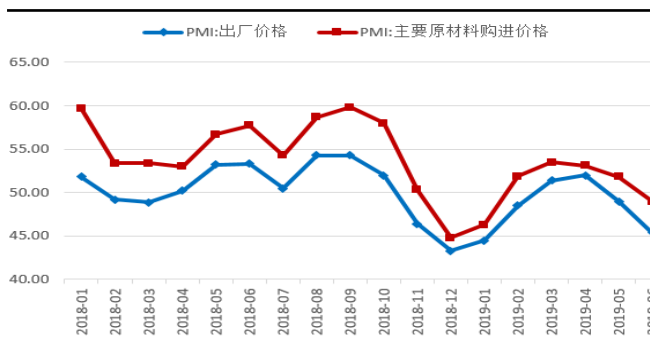
图 6：中采制造业 PMI 采购量指数（%）



资料来源：wind

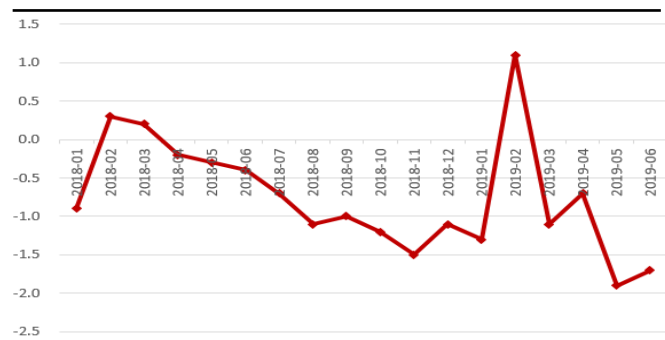
此外，6月制造业 PMI 出厂及购进价格指数差值再度扩大，制造业 PMI 主要原材料购进价格指数及出厂价格指数环比分别回落 2.8、3.6 个百分点至 49.0%、45.4%（见图 7），价格指数均跌入收缩区间且回落幅度加大，企业出厂价-购进价差值扩大至-3.6%，同时 6 月 PMI 新订单及生产缺口仍处于低位-1.7%（见图 8），需求不足拖累工业品价格下滑，企业生产利润压力较大，预计 6 月 PPI 环比增速将走低。

图 5：中采制造业 PMI 价格指数（%）



资料来源：wind

图 6：中采制造业 PMI 新订单-生产指数缺口（%）



资料来源：wind

### 3. 经济下行态势依旧 制造业景气要看需求

6月制造业景气指数仍处于收缩区间，内外经济疲弱导致总体需求不足，从而工业品价格明显下滑，企业主动补库的动力不足及就业压力增大，经济下行压力依旧存在。宏观逆周期调节政策还需发力，以此扩大内需来缓解经济增长压力。G20 中美领导人会晤结果使经济在增长承压中下有了一丝短暂的“亮光”，乐观情绪或更多提振金融资产尤其股市表现。而商品市场仍需发展内生增长动力来拉动实体经济改善，在制造业景气承压背景下，工业品短期仍有调整压力。

## 免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

### 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel: 010-8831 2088

### 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel: 021-6257 3180

### 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel: 022-2813 9206

### 天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel: 022-5982 0932

### 天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301  
Tel: 022-5822 0902

### 郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079

### 大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间  
Tel: 0411-8480 6701

### 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel: 0533-358 6709

### 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel: 0574-8795 1915

### 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel: 0315-578 5511

### 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel: 0535-216 3353/216 9678