

## 需求增长稳定产业压力增大 工业品涨势有望延续



寇宁

宏观经济分析师  
宏观战略研究中心  
一德研究院

邮箱: [kouning@ydqh.com.cn](mailto:kouning@ydqh.com.cn)

电话: (022) 28130235

网址: [www.ydqh.com.cn](http://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

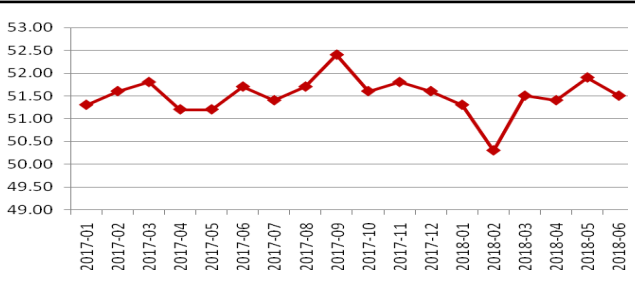
## 核心观点及内容摘要

- 6 月, 中国官方制造业 PMI 环比下降 0.4% 至 51.5%, 但仍为年内次高, 财新制造业 PMI 小幅回落至 51%, 均不及市场预期。
- 6 月, 部分受到端午假期导致工作日减少的影响, 国内制造业扩张有所放缓, 但仍处于年内较高水平, 显示国内经济增长依旧平稳。
- 相较于生产指数, 新订单指数较大幅度的回落是 6 月制造业 PMI 环比下降的主要影响因素, 其中, 新出口订单指数下降是拖累制造业需求扩张的主因。
- 从导致出口下降的因素看, 二季度以来, 尽管受到美国宣布对中国出口商品加征关税的不利影响, 但相比于主要非美国国家, 二季度以来, 中国对美出口仍是支持国内出口的主要力量。而 6 月, 以美国为代表的全球主要经济体经济扩张出现放缓或是造成 6 月出口订单下滑的主要原因。考虑到目前美国经济扩张势头依旧强劲, 未来国内出口预期依旧稳定, 但随着中美开展新一轮贸易制裁, 短期或对国内出口造成负面影响。
- 6 月大型企业新订单指数升至年内新高, 中型企业新订单指数降至年内相对低点, 不同规模企业间的分化表明, 尽管国内经济在重化工业出清、行业集中度提升的背景下显示出较强的韧性, 但持续上涨的动力较弱。
- 6 月, 制造业 PMI 价格指数扩张全面加速, 在制造业供求扩张双双放缓的情况下, 这表明制造业供给端压力进一步下降, 预计 6 月 PPI 环比增长将进一步回升, 鉴于 2017 年 PPI 基数较低, 预计 PPI 同比增长亦将走高。但同时, 6 月出厂价格指数与原材料购进价格指数剪刀差连续第二个月下降, 显示制造业企业成本压力持续加大, 企业利润空间的收窄将进一步压制企业的生产积极性, 加大供给端对经济增长的压力。
- 6 月, 制造业原材料库存下滑至年内低点, 而产成品库存环比上涨。尽管 5 月企业产成品库存下降明显, 但随着 6 月制造业企业原材料库存出现大幅下降, 或显示出制造业企业逐步由被动补库存进入主动去库存阶段。
- 尽管 6 月制造业 PMI 有所回落, 但总体二季度国内制造业扩张较一季度有所增强, 同时, 二季度以来持续升温的中美贸易摩擦目前尚未对国内经济产生显著的冲击, 需求端稳定增长对经济形成较强的支撑, 预计二季度经济增长有望持平于一季度。但随着经济供给端压力的释放, 原材料价格相对快速的上涨导致企业利润空间收窄, 进一步增加了经济供给端增长的压力, 在终端需求增长并不强劲的背景下, 未来供给增速的下滑或将成为下半年经济增长的主要压力, 但随着供给的收缩, 工业品价格的上涨有望延续。

## 1. 制造业 PMI 全面回落

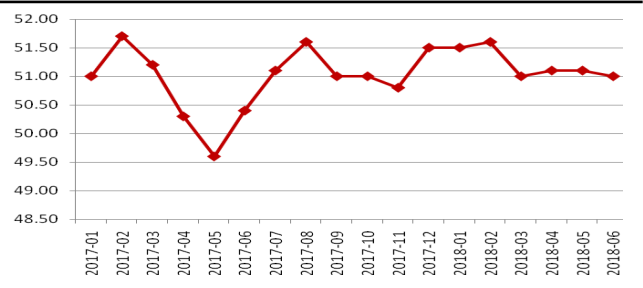
6月，中国官方制造业 PMI（中采制造业 PMI）较5月高点环比下降0.4%至51.5%，不及51.6%的市场预期，但仍为年内次高（见图1），财新制造业 PMI 小幅回落0.1%至51%，不及51.1%的市场预期（见图2）。

图1：中采制造业 PMI



资料来源：wind

图2：中国财新制造业 PMI



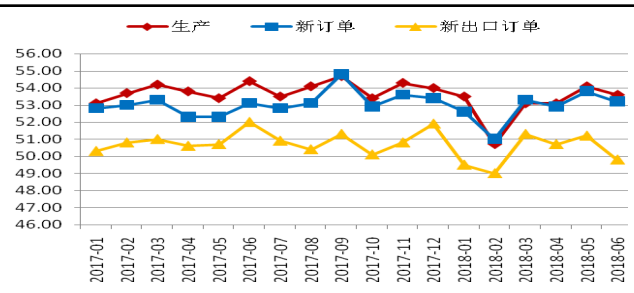
资料来源：wind

## 2. 内需增长维持稳定 产出下行压力增加

6月，部分受到端午假期导致工作日减少的影响，国内制造业扩张有所放缓，但仍处于年内较高水平，显示国内经济增长依旧平稳。主要扩散指数中，相较于生产指数，新订单指数较大幅度的回落是6月制造业 PMI 环比下降的主要影响因素。6月制造业新订单指数环比下降0.6%至53.2%，其中，新出口订单指数下降是拖累制造业需求扩张的主因。6月，新出口订单指数环比大幅下降1.4%至49.8%，3月以来首次跌破枯荣分界线（见图3）。而从导致出口下降的因素看，二季度以来，尽管受到美国宣布对中国出口商品加征关税的不利影响，但国内出口增速在人民币实际有效汇率总体上涨的情况下依然维持了稳定增长。2018年4月、5月国内出口同比增长维持12.6%，好于2018年初10.8%的增速，而2018年4、5月，人民币实际有效汇率较3月125.85连续上涨至126.32、127.26的历史高位，显示出美国对华贸易制裁尚未对我国出口造成显著影响。此前，从国别看，2018年5月，我国出口环比增长6.5%，其中，我国对美国、欧盟、东南亚、日本出口环比增长分别为9%、6.1%、3.7%、-3.3%，显示出相比于主要非美国家，二季度以来，中国对美出口仍是支持国内出口的主要力量。今年以来，美国经济扩张力度及趋势均显著好于非美经济体，这表明相比于中美贸易战，外部需求是影响国内出口增长的主要原因，而6月，以美国为代表的全球主要经济体经济扩张出现放缓，美国、欧盟制造业 PMI 大幅回落至54.6%、54.9%，分别创出2017年12月及2016年12月以来的低点，由此导致的外需增长的放缓或是造成6月出口订单下下滑的主要原因。考虑到目前美国经济增长势头依旧强劲，未来国内出口预期依旧稳定，但随着7月6日中美开展新一轮贸易制裁，短期或对国内出口造成负面影响。

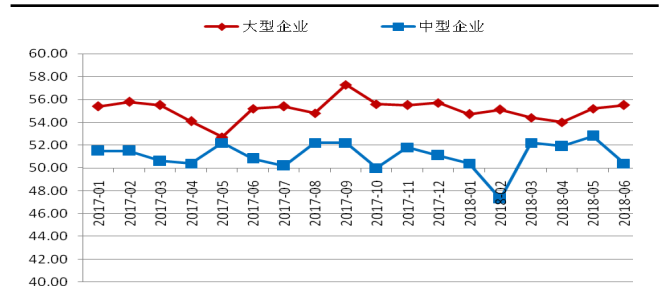
此外，从不同规模企业看，6月大、中、小型企业新出口订单环比均出现下滑，而大型企业新订单指数升至年内新高，中型企业新订单指数降至50.4%的年内相对低点（见图4），这进一步验证6月国内需求的压力主要来自外部，国内经济需求增长依旧稳健，但不同规模企业间的分化表明，尽管国内经济在重化工业出清、行业集中度提升的背景下显示出较强的韧性，但持续上涨的动力较弱。

图 3：中采制造业 PMI 生产及订单指数



资料来源：wind

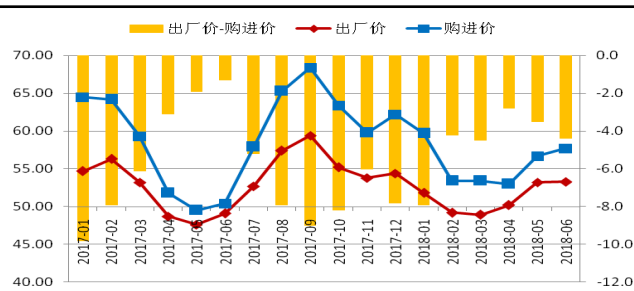
图 4：大、中型企业制造业 PMI 新订单指数



资料来源：wind

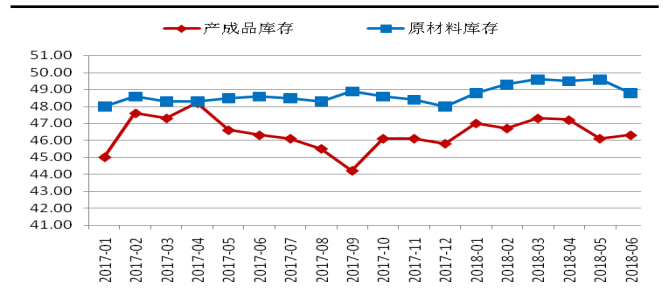
6 月，制造业 PMI 价格指数扩张全面加速，原材料购进价格指数与出厂价格指数环比分别上涨 1%、0.1% 至 57.7%、53.3%（见图 5），在 6 月制造业供求扩张双双放缓的情况下，价格指数的全面回升表明制造业供给端压力进一步下降，预计 6 月 PPI 环比增长将进一步回升，同时，鉴于 2017 年 PPI 基数较低，预计 6 月 PPI 同比增长亦将走高。但同时，6 月制造业出厂价格指数与原材料购进价格指数剪刀差连续第二个月下降（见图 5），显示出二季度伴随原材料价格的上涨，制造业企业成本压力持续加大，在需求增长乏力的背景下，企业利润空间的收窄将进一步压制企业的生产积极性，加大供给端对经济增长的压力。

图 5：中采制造业 PMI 原材料库存及采购指数



资料来源：wind

图 6：中采制造业 PMI 库存指数



资料来源：wind

库存方面，6 月制造业原材料库存环比下滑 0.8% 至 48.8% 的年内低点，而产成品库存环比上涨 0.2% 至 46.3%（见图 6）。2018 年以来，受到工业品价格高位及政策性限产的结束，企业生产加快，原材料采购需求增加，原材料库存持续回升，但与此同时，产成品库存随之同步上涨，表明终端需求增长并不强劲，尽管 5 月企业产成品库存下降明显，但随着 6 月制造业企业原材料库存出现大幅下降，或显示出制造业企业逐步由被动补库存进入主动去库存阶段。

### 3. 经济供给压力增大 工业品涨势有望延续

尽管 6 月制造业 PMI 有所回落，但总体二季度国内制造业扩张较一季度有所增强，同时，二季度以来持续升温的中美贸易摩擦目前尚未对国内经济产生显著的冲击，需求端稳定增长对经济形成较强的支撑，预计二季度经济增长有望持平于一季度。但随着经济供给端压力的释放，原材料价格相对快速的增长导致企业利润空间收窄，进一步增加了经济供给端增长的压力，在终端需求增长并不强劲的背景下，未来供给增速的下滑或将成为下半年经济增长的主要压力，但随着供给的收缩，工业品价格的上涨有望延续。

## 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。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 上海营业部 200063  
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室  
Tel：021-6257 3180  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 大连营业部 116023  
辽宁省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

一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel：0371-6561 2079  
一德期货有限公司 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区A座806、  
807房间  
Tel：0533-3586 709  
一德期货有限公司 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  
一德期货有限公司 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：0315-5785 511  
一德期货有限公司 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、502、503室  
Tel：0535-2163353/2169678