



制造业指数小幅回落 内外矛盾有待进一步展开

事件：6月30日，国家统计局公布了6月份的PMI指数，中国6月官方制造业PMI为50.9%，较上月微升0.3%；中国非制造业商务活动指数为54.2%，较前值上升0.8个百分点。

供需均有不同程度改善，然不同规模企业分化大。本月PMI指数为50.9，较上月上升0.3%。主要分项中，生产项与新订单及在手订单均有所改善，生产项由上月的53.2%上升至本月的53.9%，新订单及在手订单由上月的50.9%和44.1%上升至本月的51.4%和44.8%。新出口订单由上月的35.3%回升至本月的42.6%，海外除部分国家外疫情阶段性缓解，经济活动逐渐恢复。整体来看，生产端与需求端均有所回升，然不同规模企业表现相当分化，大型企业和中型企业PMI由上月的51.6%和48.8%上升至本月的52.1%和50.2%，小型企业则由上月的50.8%回落至本月的48.9%，连续第二个月回落，这一点与从业人员分项的表现相一致，本月从业分项由上月的49.4%回落至49.1%，连续第三个月回落。

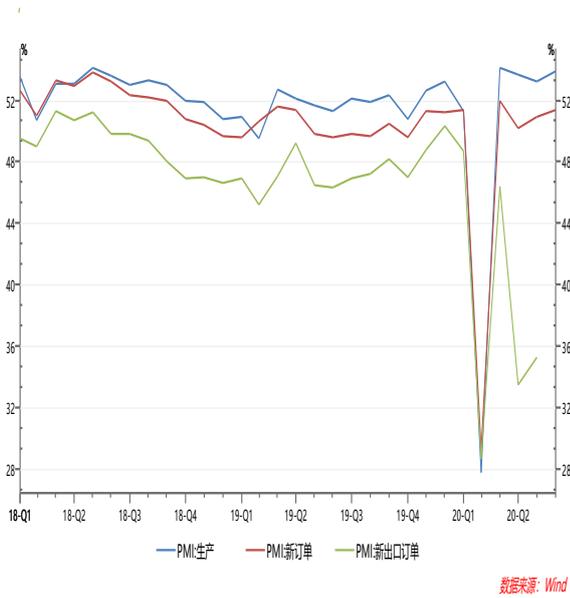
原材料价格回升明显。主要原材料购进价格和出厂价格有不同程度的上升，分别由上月的48.7%和51.6%上升至本月的52.4%和56.8%，与商品市场表现相一致，原料价格涨幅相当明显。库存方面，产成品库存与原材料库存有所分化，原料库存由上月的47.3%回升至本月的47.6%，价格快速上涨下补库行为有所加强。产成品库存由上月的47.3%回落至本月的46.8%，制造品仍然处于去库状态，比较典型的是包括螺纹钢在内的主要钢材品种处于持续去库之中。

建筑业景气度略有回落，服务业活跃度有所回升。6月份，非制造业商务活动指数为54.4%，比上月上升0.8个百分点。其中，建筑业商务活动指数为59.8%，较上月回落1个百分点，仍处于较高水平，回落可能与南方雨水天气影响施工有关。具体分项方面，除业务活动预期高于上月以外，其余分项均不同程度低于前值。服务业商务活动指数为53.4%，高于上月的52.3%，延续三月份以来的逐月回升趋势，与疫情逐渐消退后的外出活动有所增加相关。本月服务业新订单、销售价格、投入品价格分项分别为52.3%、52.5%和49.1%，不同程度高于前值。从业人员分项也出现微幅改善，从上月的46.7%回升至本月的47.1%。尽管服务业整体景气度有所提升，然而从业人员的业务活动预期较前值回落，反映这个领域的整体经营前景依然不乐观。

经济数据	单位	5月	4月
CPI	同比%	2.40	3.30
PPI	同比%	-3.70	-3.10
工业增加值	同比%	4.40	3.90
投资	同比%	-6.30	-10.30
消费	同比%	-2.80	-7.50
出口	同比%	-3.30	3.40
进口	同比%	-16.70	-14.20
贸易顺差	亿美元	629.26	453.20
M2	同比%	11.10	11.10
M1	同比%	6.80	5.50
新增贷款	亿元	14,800	17,000
外汇占款	亿元	-112.2	-164.2

矛盾有待进一步展开。在上一篇 PMI 点评报告中，我们指出，“整体来看，无论是被压制的违约率，还是被压制的波动率，抑或是被沉默的大多数，矛盾的展开依够不充分，这一点体现在中国国内实体经营风险向金融机构的转移，也体现在海外资本市场中央银行 all in 介入资本市场，还体现在那些一直被忽视的群体的愤怒之中”，今天公布的 PMI 数据就是对“矛盾的展开依然不够充分”的最好说明。观察宏观经济有不同的维度，我们当然不会根据某个或某几个指标来判断宏观经济的冷热度，因为不同领域的景气度差别相当大，如果让这些不同领域的人来判断，那么结论一定是盲人摸象的看法。我们始终坚持从资本运动的角度来理解当下全球资本主义生产方式的内在矛盾在不同领域的体现及评估当下主要经济体的政策效应。正如我们在 3 月份时《我们在哪里》一文中提出的，主要经济体的刺激性政策并无益于分工的进一步展开，反而会带来金融市场与实体经济的进一步失衡，这一点已经体现在美国纳斯达克指数再创新高的表现及糟糕的经济表现，当然也体现在中国再创新高的创业板指数和萎靡的就业表现上，同时也体现在美国愈来愈强硬的对华立场上。回到国内最近的经济发展和政策动态，我们注意到，随着经济的逐级修复，部分政策制定者开始提及“积极防范金融风险并提前考虑政策工具适时退出”。怎么看待这种政策表态及可能的经济后果呢？对此，我们建议投资者可以参考去年 4 月份的政策表态及后续市场表现的历史经验，彼时在观察到信贷领域和资产市场的火热后，人民银行货币政策例会和中央政治局会议均对政策基调做出了较大幅度的调整，之后在外部贸易压力重新加大后，宏观政策于 7 月份又一次发生逆转。目前的市场状况而言，成长股与“价值股”的分化进一步加剧，而无风险资产收益率受制于“被压制的违约率”，商品市场则连续反弹，部分区域的地产市场则有明显的跃跃向上之势。对此，我们建议债券市场的参与者可以耐心等待政策的负面效应的体现，我们并不认为国内的任何政策能够独立于长期以来的生产方式，对于股票市场参与者而言，我们依然建议“每个投资者把握自己理解能力范围以内的价格波动”，每一轮牛市之后都会伴随地产市场的火热的经验值得参考。

图 1：供需均有所回升



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 3：不同规模企业表现关差异明显

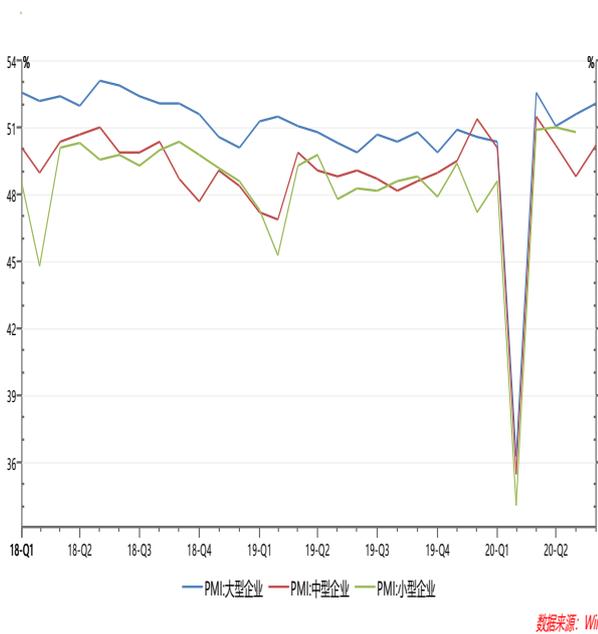
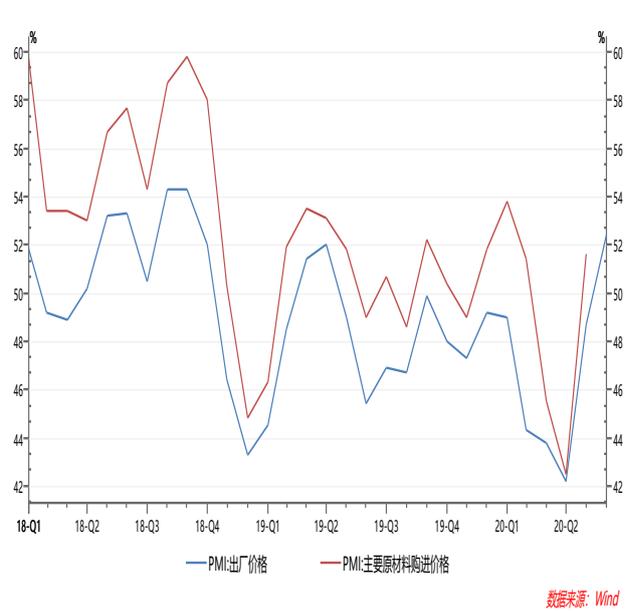


图 2：产成品与原材料价格回升



数据来源：Wind，鑫元基金整理

图 4：服务业回升，建筑业商务活动指数有所回落

