

需求不足仍为主要矛盾

——5月PMI数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

需求不足问题依旧突出。5月制造业指数在临界水平以下持续回落，录得48.8%，相比上月下降0.4个百分点，5月份是制造业的传统淡季，但今年5月数值是2005年以来的历史同期最低值。供需放缓步伐未止，其余主要分项指标也都普遍回落，反映出经济景气度继续下降。具体而言，一是**产需双双放缓**。需求不足仍是经济复苏的主要掣肘。新订单指数已经连续两个月处于荣枯线以下，内外需求拉动有限，反映市场需求不足的企业占比相比上月进一步提高到58%以上。此外本月供应商配送时间虽有所回升，但这一指标是逆向指数，供应商配货速度加快实际上是对需求不足的印证。订单有限，故配送耗时较短，运输速度加快，最终体现为指标数值的上升。在偏弱需求下，生产经营活动度也难有边际上的提升，5月生产指数较前值回落，企业仍处于去库阶段。企业生产经营活动预期较上月也有所回落。二是**价格指数继续下降**。5月主要原材料购进价格和产成品出厂价格持续回落，通缩压力仍存，5月PPI或仍有较大压力。价格持续回落的主因或在于以下两点，一个是部分大宗商品价格下行，带动价格指数持续走弱；另外市场需求不强，对价格的拉动有限。三是**大中小企业表现分化**。一则，5月大型企业PMI处于扩张区间，中小企业PMI则持续位于荣枯线以下。二则，边际上来看，本月中小企业PMI延续此前下行趋势，大型企业逆势回升，其生产及新订单指数较上月均有所反弹且都升至荣枯线以上。经济阶段性下行的过程中，中小企业相对脆弱，相应也需要一定政策倾斜与呵护。

非制造业需求有所降温。5月非制造业商务活动指数为54.5%，仍位于高景气区间，但建筑业及服务业扩张速度均有所放缓，需求方面也有所降温。第一，**服务业继续回调**。5月服务业商务活动指数延续今年1月开启的扩张态势，但扩张速度趋缓。一方面，新生消费需求具有拉动效应，尤其本月初的“五一”假期对旅游出行、线下消费形成一定刺激。另一方面，积压需求释放渐弱，服务业上行动能不足。综合两方因素来看，眼下内生需求的增长暂时还不足以弥补积压需求的减少，因此整体服务业的需求边际走弱，服务业新订单指数近两个月一直处于回调状态，本月由扩张转为收缩。从业务活动预期来看，本月同样有所下行。第二，**建筑业高位回落**。5月建筑业活动指数相比上月下降5.7个百分点，下行幅度相对明显。其中，新订单指数及业务活动预期相比

上月均有所走弱。与 5 月沥青、水泥等高频数据中相吻合，地产投资持续磨底，基建投资有所放缓，建筑业整体较难维持之前恢复性的高增。

政策呵护必要性进一步加强。5 月制造业在 4 月偏弱基础上进一步回落，非制造业相关需求也都有所降温，扩张速度放缓，整体反映出经济在疫后报复性反弹之后，内生的向上动能有所不足，尤其是需求端的拉动较为有限，这也是目前亟待解决的主要矛盾。**我们认为当前中国经济仍处于复苏的初期阶段，主动去库存的周期并未结束，价格信号也较为疲软。再叠加全球共振去库存的影响，制造业遭遇较大下行压力。经济景气度阶段性加速下滑体现出了较为强烈的政策诉求，稳增长政策推出的必要性加强。**我们预计货币政策将维持在较为宽松的环境，财政政策加大力度的必要性加强。目前较多的产业政策和优待民营企业的政策正在出台，反映出积极的政策态度。未来可以期待更多对于制造业尤其是高端制造业的支持政策，以及对于消费的相关刺激政策。

风险提示：政策落地不及预期。

目录

1. 数据	5
2. 需求不足问题依旧突出	5
3. 非制造业需求有所降温	6
4. 政策呵护必要性进一步加强	7

图表目录

图表 1: 5 月制造业 PMI 持续回落.....	5
图表 2: 5 月价格指数继续回落.....	6
图表 3: 5 月大中小企业表现分化.....	6
图表 4: 5 月非制造业商务活动指数扩张速度放缓.....	7

1. 数据

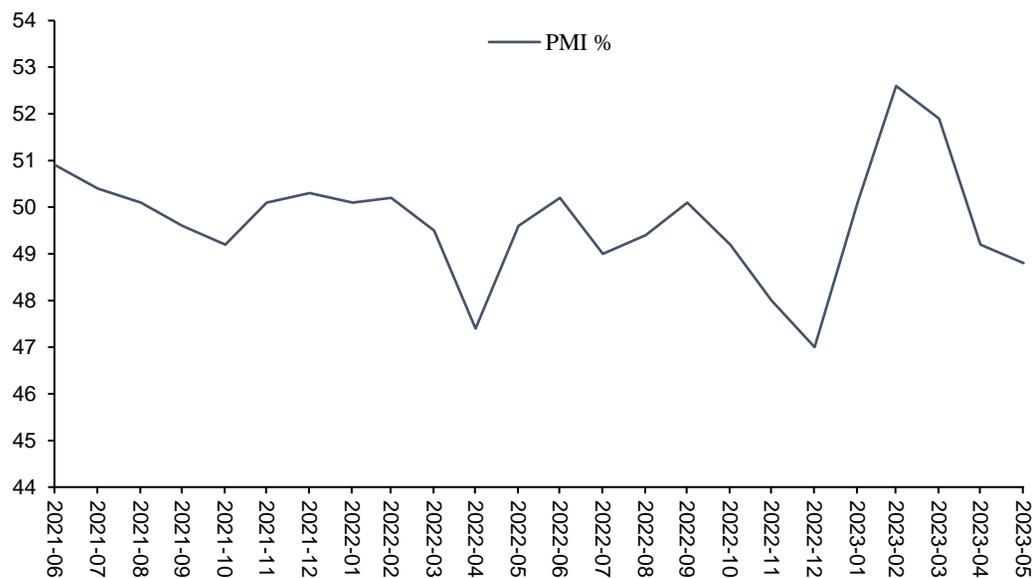
中国 5 月制造业 PMI 指数 48.8%，前值 49.2%。

中国 5 月非制造业 PMI 指数 54.5%，前值 56.4%。

2. 需求不足问题依旧突出

5 月制造业指数在临界水平以下持续回落，录得 48.8%，相比上月下降 0.4 个百分点。5 月份是制造业的传统淡季，但今年 5 月数值是 2005 年以来的历史同期最低值。供需放缓步伐未止，其余主要分项指标也都普遍回落，反映出经济景气度继续下降。

图表 1：5 月制造业 PMI 持续回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，5 月 PMI 指数表现出以下特征：

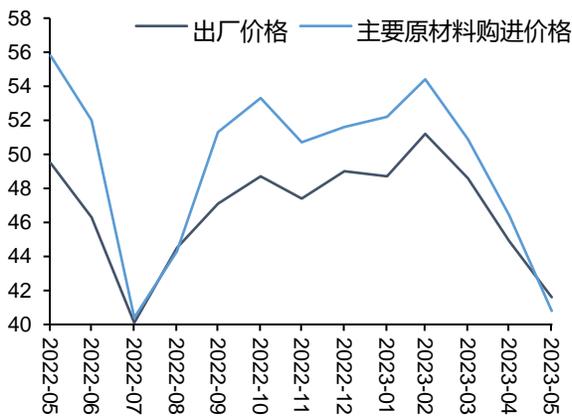
一是产需双双放缓。5 月生产指数及新订单指数分别为 49.6%、48.3%，前值则分别为 50.2%、48.8%，其中体现需求的新订单指数已经连续两个月处于荣枯线以下，内外需求拉动有限，新出口订单及进口订单指数均继续走弱，前者由 47.6%降至 47.2%，后者则较上月下降 0.3 个百分点至 48.6%。调查显示，本月反映市场需求不足的企业占比相比上月进一步提高到 58% 以上，需求不足仍是经济复苏的主要掣肘。此外本月供应商配送时间虽有所回升，但这一指标是逆向指数，供应商配货速度加快实际上是对需求不足的印证。订单有限，故配送耗时较短，运输速度加快，最终体现为指标数值的上升。在偏弱需求下，生产经营活跃度也难有边际上的提升，5 月生产指数较前值回落，采购指数环比下降（5 月为 49.0%，4 月为 49.1%），原材料及产成品库存指数较 4 月均有所下行，分别为 47.6%、48.9%，表明企业仍处于去库阶段。情绪指标上来看，本月企业生产经营活动预期较上月也有所回落，下降 0.6 个百分点至 54.1%，绝对值上仍处于扩张区间，但边际变化反映出企业信心有所走弱，或受需求收缩问题的影响。

二是价格指数继续下降。5 月主要原材料购进价格和产成品出厂价格持续回落，前者由 46.4%

下降至 40.8%，后者则由 44.9% 收缩至 41.6%。这反映出当前通缩压力仍存，5 月 PPI 或仍有较大压力。价格持续回落的主因或在于以下两点，一是部分大宗商品价格下行，带动价格指数持续走弱；二是市场需求不强，对价格的拉动有限。具体行业来看，位于中上游的石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业价格指数表现相对较弱，两项价格指数均位于 31.0% 以下。

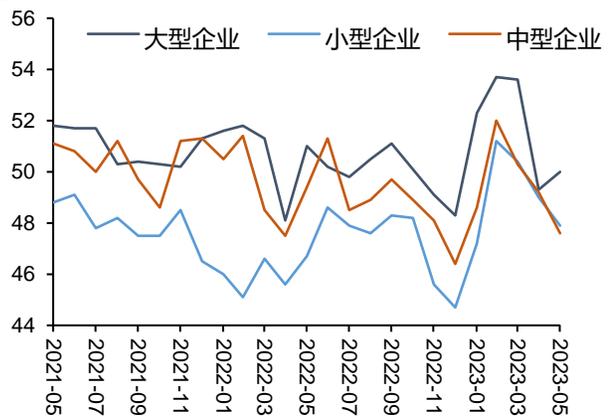
三是大中小企业表现分化。就 PMI 绝对水平及边际变化而言，5 月大中小型企业表现有异。一则，5 月大型企业 PMI 处于扩张区间，录得 50.0%，中小企业 PMI 则持续位于荣枯线以下，分别为 47.6%、47.9%。二则，边际上来看，本月中小企业 PMI 延续此前下行趋势，大型企业逆势回升，其生产及新订单指数较上月均有所反弹且都升至荣枯线以上。经济阶段性下行的过程中，中小企业相对脆弱，相应也需要一定政策倾斜与呵护。

图表 2：5 月价格指数继续回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：5 月大中小企业表现分化



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

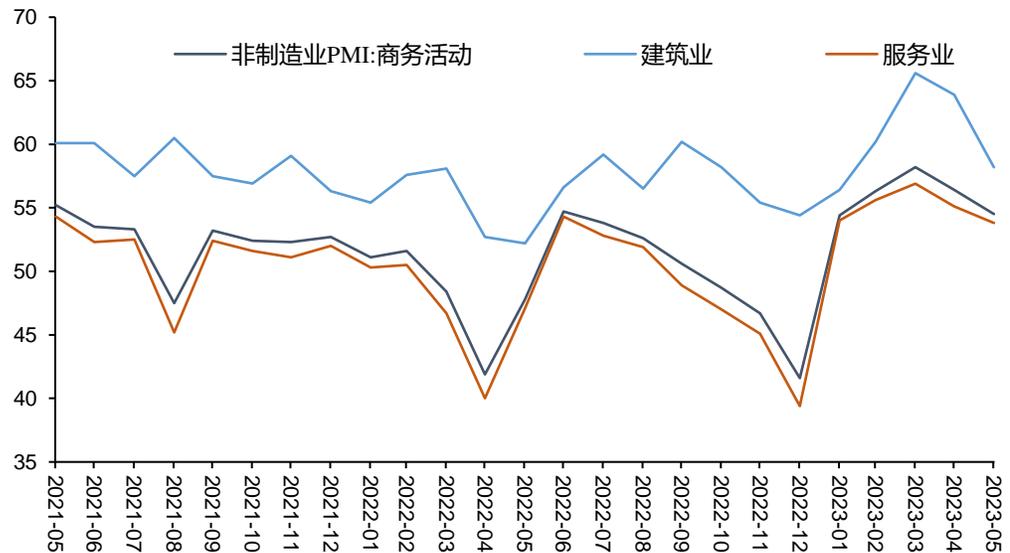
3. 非制造业需求有所降温

5 月非制造业商务活动指数为 54.5%，仍位于高景气区间，但不及 4 月 56.4% 的高位水平，建筑业及服务业扩张速度均有所放缓，需求方面也都有所降温。

第一，服务业继续回调。5 月服务业商务活动指数为 53.8%（前值为 55.1%），延续今年 1 月开启的扩张态势，但扩张速度趋缓，较上月回调了 1.3 个百分点。本月服务业 PMI 是两方因素的综合结果，一方面，新生消费需求具有拉动效应，尤其本月初的“五一”假期对旅游出行、线下消费形成一定刺激。对应到具体行业上，本月铁路运输、航空运输、住宿餐饮等出行链相关行业商务活动均超过 55%，也高于整体服务业的活动指数。另一方面，积压需求释放渐弱，服务业上行动能不足。综合两方因素来看，眼下内生需求的增长暂时还不足以弥补积压需求的减少，因此整体服务业的需求边际走弱，服务业新订单指数自今年 3 月上行至 58.5% 的高点之后，近两个月一直处于回调状态，本月回落幅度有所加大，从 56.4% 下降至 49.5%，由扩张转为收缩。从业务活动预期来看，本月该分类指数较上月同样有所下行。

第二，建筑业高位回落。5 月建筑业活动指数录得 58.2%，相比上月下降 5.7 个百分点，下行幅度相对明显。其中，新订单指数由 53.5% 回落至 49.5%，业务活动预期相比上月也下降 2.0 个百分点。建筑业市场需求的降温从 5 月沥青、水泥等高频数据中也可得到侧面印证，地产投资持续磨底，基建投资有所放缓，建筑业整体较难维持之前恢复性的高增。

图表 4：5 月非制造业商务活动指数扩张速度放缓



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4. 政策呵护必要性进一步加强

5 月制造业在 4 月偏弱基础上进一步回落，非制造业相关需求也都有所降温，扩张速度放缓，整体反映出经济在疫后报复性反弹之后，内生的向上动能有所不足，尤其是需求端的拉动较为有限，这也是目前亟待解决的主要矛盾。我们认为当前中国经济仍处于复苏的初期阶段，主动去库存的周期并未结束，价格信号也较为疲软。再叠加全球共振去库存的影响，制造业遭遇较大下行压力。经济景气度阶段性加速下滑体现出了较为强烈的政策诉求，稳增长政策推出的必要性加强。我们预计货币政策将维持在较为宽松的环境，财政政策加大力度的必要性加强。目前较多的产业政策和优待民营企业的政策正在出台，反映出积极的政策态度。未来可以期待更多对于制造业尤其是高端制造业的支持政策，以及对于消费的相关刺激政策。

风险提示：政策落地不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。