

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen\_qh@chinastock.com.cn

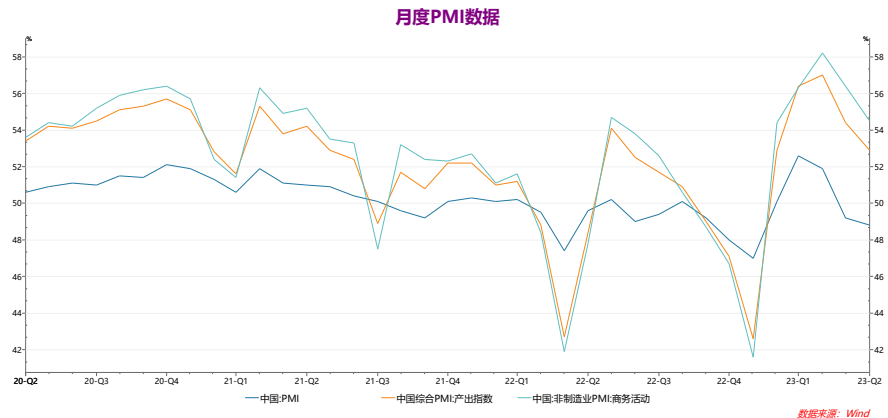
## 恢复性的增长道路曲折

### ——5月PMI的几个看点

#### 正文：

今日，国家统计局公布了5月PMI数据，5月制造业PMI继续回落。报48.8%，前值49.2%。非制造业PMI也出现回落，报54.5%，前值报56.4%，综合产出PMI5月也从54.4%回落到52.9%。经济下稳固基础不牢固，恢复性增长之路并不顺畅。

图1：月度PMI数据



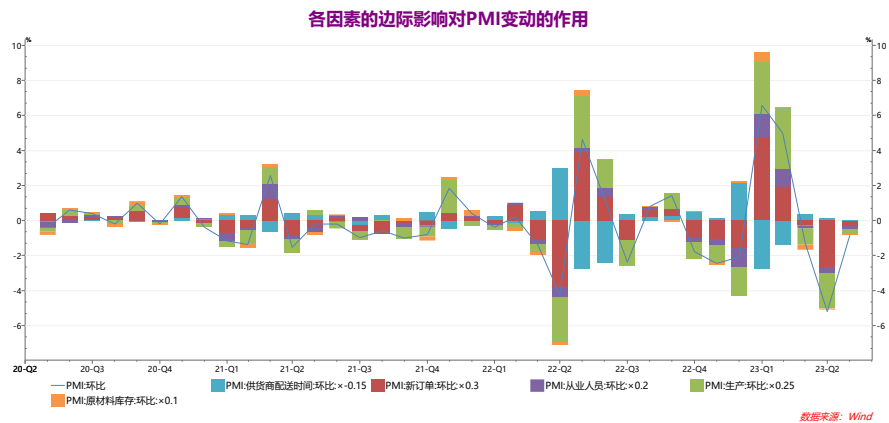
资料来源：WIND、银河期货

#### 一、是什么在拉动PMI下行？

分析5月PMI各个分项对PMI的边际贡献，均是负面的，集中尤其以消费PMI和生产PMI为最，拖累当月PMI分别达到0.30%和0.31%。生产方面，在手

订单 PMI 继续回落到 46.1%，可能将继续影响到生产的恢复。

图 2: PMI 分项对 PMI 的边际贡献



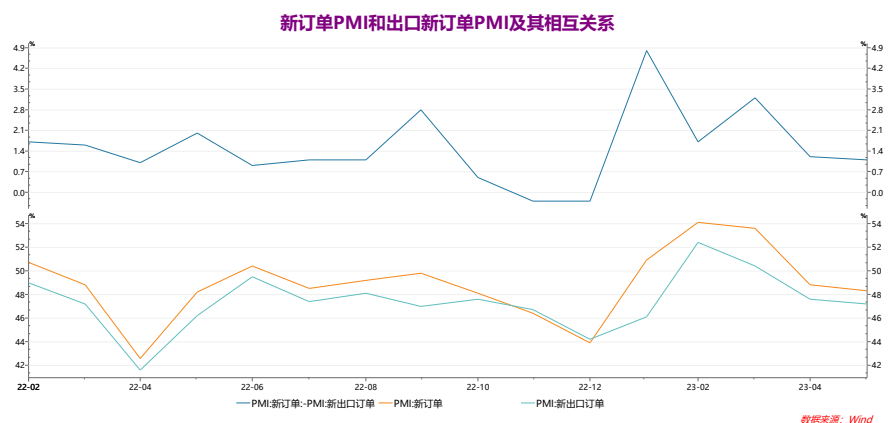
资料来源：WIND、银河期货

## 二、从新订单 PMI 下降看，出口新订单 PMI 起到什么作用？

如下图所示，新订单 PMI 和出口新订单的差值从 4 月的 1.2% 收缩到 1.1%。

是今年以来的新低。

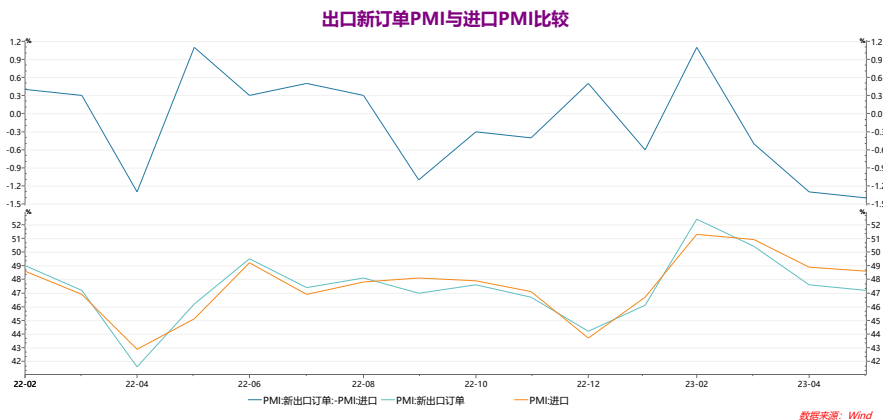
图 3: 新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：WIND、银河期货

从出口新订单 PMI 和进口 PMI 的关系看，其差值继续出现回落，预示着经常项目顺差和货物贸易顺差的边际减少。

图 4：出口新订单 PMI 与进口 PMI 比较

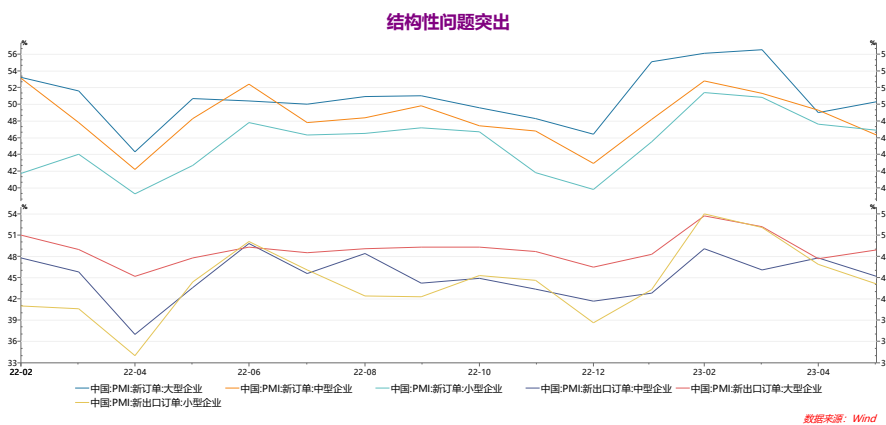


资料来源：WIND、银河期货

### 三、结构性问题缓解了吗？

无论从新订单 PMI 还是从出口新订单 PMI 或者从生产 PMI 等数据看，结构性问题突出：在大型企业 PMI 相对稳定的情况下，中小企业下行明显。

图 5：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单 PMI 比较

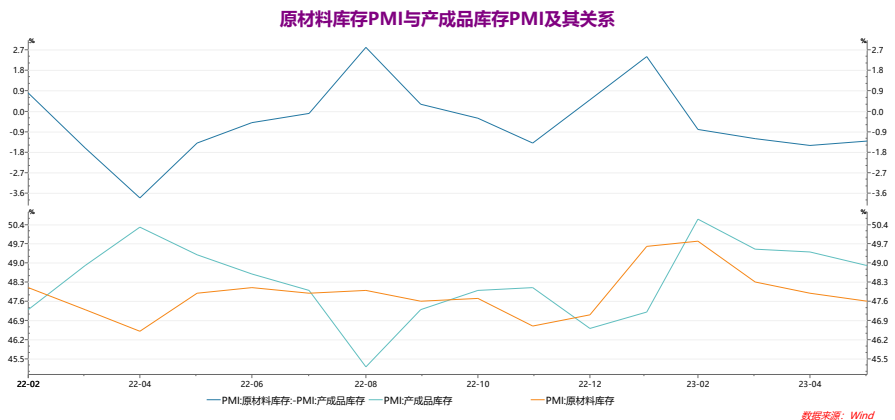


资料来源：WIND、银河期货

### 四、从库存关系看，上下游关系如何？

从产成品库存看，有所回落，显示主动去库存，但产成品库存 PMI 依旧处于历史高位。从原材料库存 PMI 看，出现了回落，采购量下降，显示出尽管价格下降，但上游投资依旧减少，上游补库存意愿减少。

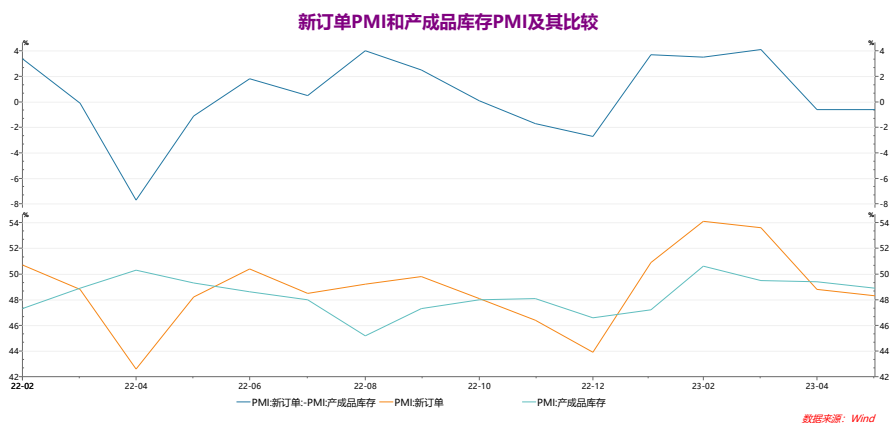
图 6：原材料库存 PMI 与产成品库存 PMI 及其关系



资料来源：WIND、银河期货

而从新订单 PMI 和产成品 PMI 库存的关系看，产品库存 PMI 从 49.4% 回落到 48.9%，新订单和产成品库存 PMI 的差值维持 -0.6% 的低水平。显示在新订单 PMI 处于低水平的情况下，企业库存回落相对有限，企业去库存依旧面临压力。主动去库存还将继续。

图 7：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



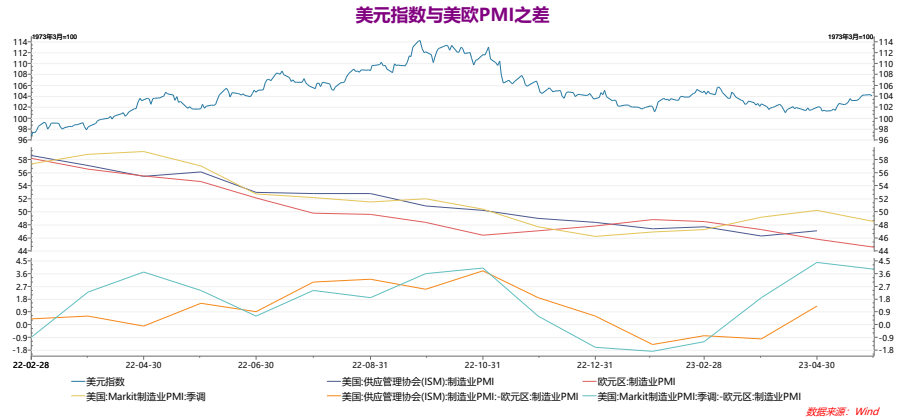
资料来源：WIND、银河期货

### 五、汇率影响如何？

数据公布后，人民币离岸价继续回落，显示出汇率对宏观经济的调节作用。从美国和欧盟的 PMI 数据看，美欧 PMI 差值依旧正向，在这个意义上，看空美

元指数是不明智的。

图 8: 美元指数与美欧 PMI 之差



资料来源：WIND、银河期货

笔者在上周撰写的《从中国式的有管理的浮动看人民币兑美元汇率》指出，在中国式的有管理浮动下，美元指数对人民币汇率影响是双向的，决定汇率走向最为关键的还是我国的经济，而不是美元指数，不能把人民币汇率稳定寄希望于美元指数的回落。

### 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法

规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河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发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河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。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河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，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

---

### 银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799