

2024年5月31日

## 证券分析师:

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

## 证券分析师:

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

## 联系人:

高旗胜  
gqs@longone.com.cn

## 制造业PMI超预期回调，服务业加快扩张

——国内观察：2024年5月PMI

## 投资要点

- **事件:** 5月31日，国家统计局公布5月官方PMI数据。5月，制造业PMI为49.5%，前值50.4%；非制造业PMI为51.1%，前值51.2%。
- **核心观点:** 5月制造业PMI超预期回落，不仅有前期基数偏高对环比数据的影响，也反映经济回升动力有所不足。制造业供需双降，但生产端仍好于需求，需求类指数回落至收缩区间。原材料价格继续抬升，原材料和出厂产品价格差扩大，不利于企业效益改善。中小企业受需求不足影响相对较大，大型企业稳中有进。结构上，新动能增速放缓但仍在扩张区间，装备制造业供需韧性较强。非制造业方面，五一假期带动服务业需求较好释放；建筑业指数高位回落，房地产仍低温运行。往后看，当前需求不足问题仍是重要制约，5月新一轮楼市政策力度加大，对改善新房销售、消化存量房产、稳定房地产投资具有积极作用，超长期特别国债已开启发行，专项债发行或将提速，消费品换新政策将支撑大宗消费需求释放，需求端或会有所好转。
- **制造业PMI低于预期。** 5月制造业PMI环比下降0.9个百分点至49.5%，预期50.1%，经济景气水平出现回落。与历年同期相比，今年5月制造业PMI低于近10年同期均值50.4%。分项指数看，除两个价格指数和从业人员指数外，其他指数均有不同程度回落。
- **供需环比双降，生产端好于需求。** 5月，生产和新订单指数分别为50.8%、49.6%，生产指数环比降2.1个百分点，新订单指数环比降1.5个百分点，新出口订单指数环比降2.3个百分点。需求端看，3月份新订单指数环比大幅上升4个百分点，市场需求释放较为集中、力度较强，4月份需求增速有所回调，5月内需进一步转弱。5月反映需求不足的企业比重为60.6%，环比上升1.2个百分点。生产端看，制造业生产增速有所放缓但仍在扩张区间，环比降幅偏大可能受前期较高基数影响，4月生产指数（52.9%）为近一年来最高。
- **两个价格指数环比上升。** 5月，原材料购进价格指数环比升2.9个百分点至56.9%，企业生产成本加重。尽管原材料价格上涨对产成品价格有一定支撑，5月出厂价格指数环比升1.3个百分点至50.4%，但二者价差继续扩大，不利于企业效益的进一步改善。
- **大型企业加快扩张，中小企业景气度回落。** 5月，大、中、小型企业PMI分别为50.7%、49.4%、46.7%。其中，大型企业PMI环比升0.4个百分点，中型和小型企业PMI环比分别下降1.3个、3.6个百分点至49.4%、46.7%，小企业景气度下滑幅度较大。需求方面，大企业需求表现较好，新订单指数环比升1个百分点；中小企业新订单指数均有回落。
- **五一假期带动服务业加快扩张。** 5月，服务业商务活动指数为50.5%，环比升0.2个百分点，服务业扩张步伐加快。在五一假期带动下，长途消费、景区消费、餐饮消费和文体娱乐活动热度均有上升，服务业新订单指数环比升0.9个百分点。同时，新兴服务业增势较好。5月，电信运营和互联网信息服务业指数环比升幅较大。
- **建筑业增势放缓，仍在扩张区间。** 5月，建筑业商务活动指数环比降1.9个百分点至54.4%。从需求看，5月建筑业新订单指数环比降1.2个百分点至44.1%。房地产市场低温运行或仍是建筑业需求偏弱的重要原因，5月前30日30城商品房成交面积同比-42.1%，绝对规模相当于2019-2023年同期均值的5成。基建方面，土木工程建筑业商务活动指数仍保持在58%以上，基建投资仍是稳经济的重要抓手。
- **风险提示:** 国际地缘政治风险；国内政策落地不及预期。

## 正文目录

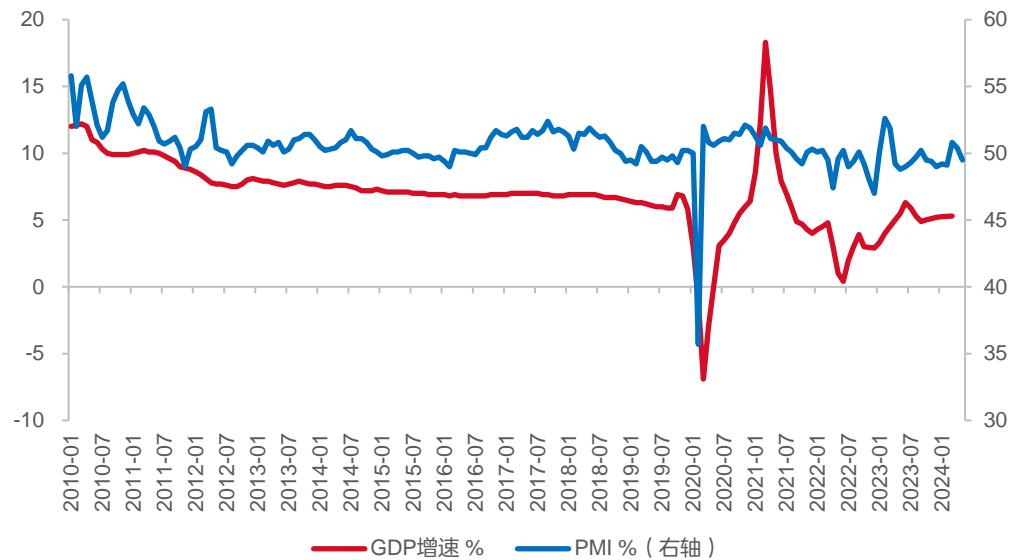
|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 1. 制造业 PMI：需求不足制约经济恢复.....      | 4 |
| 2. 非制造业 PMI：服务业提速，建筑业稳中回落 ..... | 6 |
| 3. 核心观点 .....                   | 7 |
| 4. 风险提示 .....                   | 8 |

## 图表目录

|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图 1 GDP 增速与 PMI, % .....        | 4 |
| 图 2 制造业 PMI, % .....            | 5 |
| 图 3 制造业 PMI 各分项, %.....         | 5 |
| 图 4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %..... | 5 |
| 图 5 BDI 指数, 点.....              | 5 |
| 图 6 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %.....    | 6 |
| 图 7 大、中、小企业 PMI, %.....         | 6 |
| 图 8 原材料和产成品库存指数, %.....         | 6 |
| 图 9 生产经营活动预期指数, % .....         | 6 |
| 图 10 非制造业 PMI, %.....           | 7 |
| 图 11 非制造业 PMI 各分项, % .....      | 7 |
| 图 12 建筑业 PMI, % .....           | 7 |
| 图 13 30 城商品房销售面积, 万平方米 .....    | 7 |

事件：5月31日，国家统计局公布5月官方PMI数据。5月，制造业PMI为49.5%，前值50.4%；非制造业PMI为51.1%，前值51.2%。

图1 GDP增速与PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 1.制造业 PMI：需求不足制约经济恢复

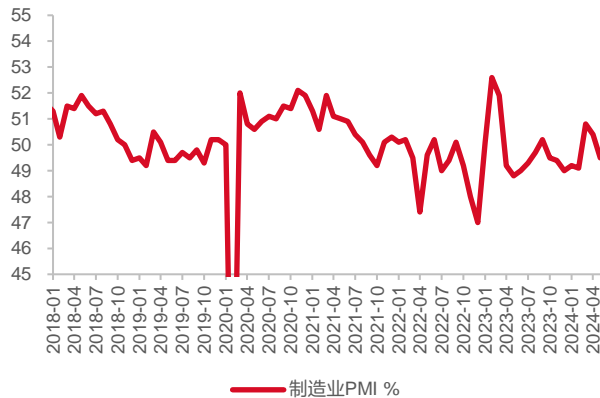
**制造业 PMI 低于预期。**今年前五个月，制造业 PMI 分别为 49.2%、49.1%、50.8%、50.4%、49.5%。5月制造业 PMI 环比下降 0.9 个百分点至收缩区间，预期 50.1%，经济景气水平出现回落。与历年同期相比，今年 5 月制造业 PMI 低于近 10 年同期均值 50.4%；从环比变化来看，今年 5 月环比表现弱于季节性，2014-2023 年 5 月环比升幅均值为 0.18 个百分点。从各分项指数来看，除两个价格指数和从业人员指数外，其他指数均出现回落。

**供需环比双降，生产端好于需求。**5 月，生产和新订单指数分别为 50.8%、49.6%，生产指数环比降 2.1 个百分点，新订单指数环比降 1.5 个百分点，新出口订单指数环比降 2.3 个百分点至 48.3%。从需求端来看，3 月份新订单指数环比大幅上升 4 个百分点，市场需求释放较为集中、力度较强，4 月份需求增速有所回调，5 月内需进一步转弱。统计局数据显示，5 月反映需求不足的企业比重为 60.6%，环比上升 1.2 个百分点。从生产端来看，制造业生产增速有所放缓但仍在扩张区间，环比降幅偏大可能受前期较高基数影响，4 月生产指数（52.9%）为近 1 年来最高。

此外，与近 5 年同期均值相比，今年 5 月制造业供需两端略有偏弱。其中，生产指数低于近 5 年同期均值的 51.2%，新订单指数低于近 5 年同期均值的 49.7%。

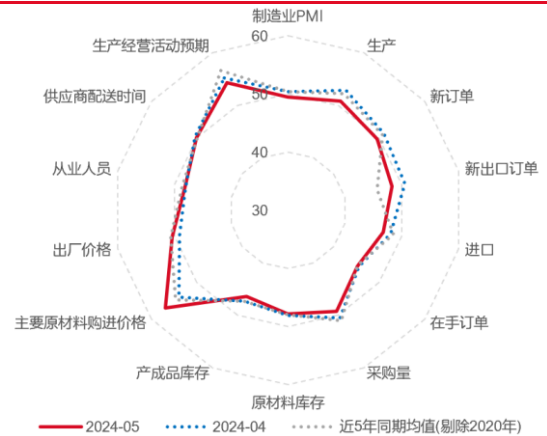
**行业上，制造业新动能增速减缓，但仍在扩张区间。**1) 装备制造业供需韧性较强。5 月，装备制造业 PMI 为 50.7%，环比下降 0.6 个百分点，仍保持在扩张区间，且生产和新订单指数均保持在 52% 左右较高水平。2) 高技术制造业 PMI 连续 7 个月位于扩张区间。5 月，高技术制造业 PMI 为 50.7%，环比下降 2.3 个百分点，生产和新订单指数分别在 52% 以上和 51% 以上。细分行业表现较好的有铁路船舶航空航天设备，供需两端均在扩张区间。

图2 制造业 PMI, %



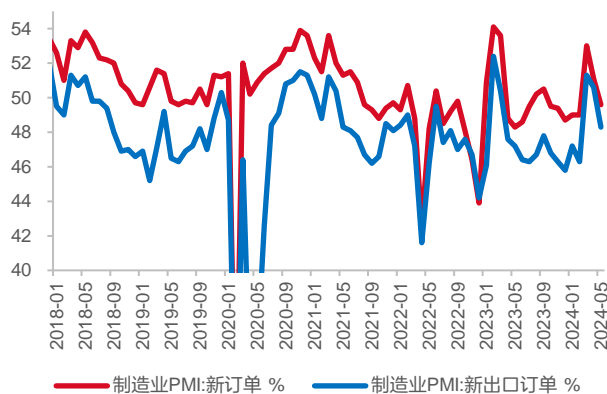
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 制造业 PMI 各分项, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 BDI 指数, 点



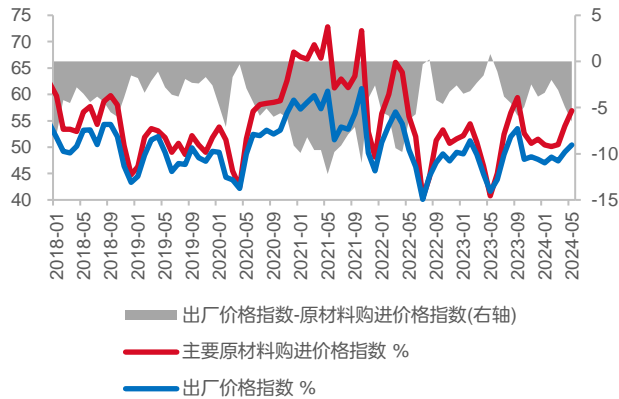
资料来源：Wind，东海证券研究所

**两个价格指数环比上升。**5月，大宗商品价格整体上涨，带动制造业原材料价格升高，原材料购进价格指数环比升2.9个百分点至56.9%，企业生产成本加重。与4月类似，原材料价格抬升可能对企业采购需求有所抑制，5月采购量指数环比下降1.2个百分点。尽管原材料价格上涨对产成品价格有一定支撑，5月出厂价格指数环比升1.3个百分点至50.4%，但二者价差继续扩大，不利于企业效益的进一步改善。

**大型企业加快扩张，中小企业景气度回落。**5月，大、中、小型企业PMI分别为50.7%、49.4%、46.7%。其中，大型企业PMI环比升0.4个百分点，中型和小型企业PMI环比分别下降1.3个、3.6个百分点至49.4%、46.7%，小企业景气度下滑幅度较大。从供需看，供给方面，5月各规模企业生产指数环比均有不同程度回落，其中大型企业供给平稳，小型企业生产指数环比降6个百分点。需求方面，大企业需求表现较好，新订单指数环比升1个百分点；中小企业新订单指数均有回落。5月中小企业PMI回落幅度相对偏大，特别是小型企业恢复基础仍需巩固。

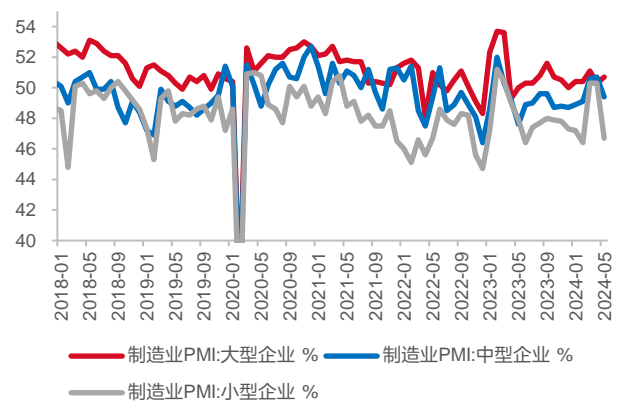
**企业信心较为稳定。**5月，或受需求回落影响，制造业生产经营活动预期指数为54.3%，较4月下降0.9个百分点。分行业看，专用设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数今年以来始终位于55%以上较高景气区间，或受大规模设备更新政策带动，企业对行业发展信心较强。

图6 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%



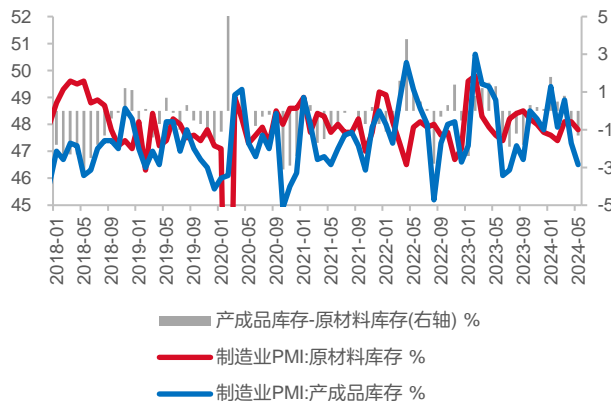
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 大、中、小企业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 原材料和产成品库存指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 生产经营活动预期指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.非制造业 PMI：服务业提速，建筑业稳中回落

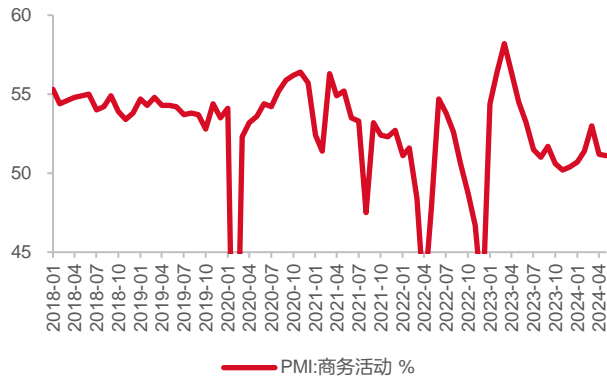
5月，非制造业商务活动指数为51.1%，环比略微回落0.1个百分点，预期51.5%。

**五一假期带动服务业加快扩张。**5月，服务业商务活动指数为50.5%，环比升0.2个百分点，服务业扩张步伐加快。在五一假期带动下，长途消费、景区消费、餐饮消费和文体娱乐活动热度均有上升，服务业新订单指数环比升0.9个百分点。具体看，五一假期时间偏长，带动长途消费需求较好释放，其中航空运输业商务活动指数环比上升明显，假期旅游也对景区服务业指数形成支撑。同时，五一假期使得居民餐饮和实物消费、文体娱乐活动得到较好释放，零售业、餐饮业等相关行业商务活动指数均有不同程度上升。此外，新兴服务业增势较好。5月，电信运营和互联网信息服务业指数环比升幅较大，其中电信运营相关行业指数升至60%以上高景气区间。

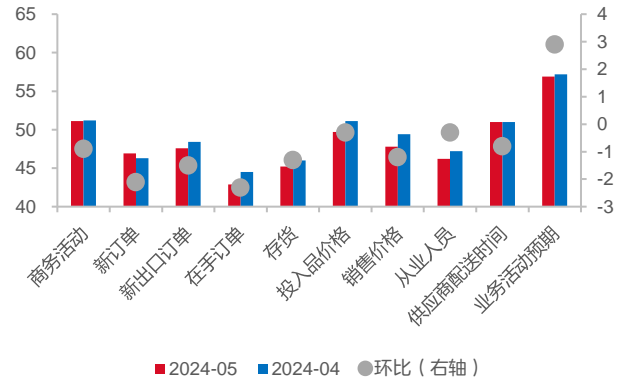
**建筑业增势放缓，仍在扩张区间。**5月，建筑业商务活动指数环比降1.9个百分点至54.4%。从需求看，5月建筑业新订单指数环比降1.2个百分点至44.1%。房地产市场低温运行或仍是建筑业需求偏弱的重要原因，5月前30日30城商品房成交面积770万平方米，环比1.8%，同比-42.1%，绝对规模相当于2019-2023年同期均值的5成。基建方面，土木工程建筑业商务活动指数仍保持在58%以上，基建投资仍是稳经济的重要抓手。5月，超长

期特别国债已开始发行，未来专项债发行也有望提速，基建项目需求或将持续释放，建筑业活动有望保持较高景气度。

此外，新一轮楼市政策放宽力度加大，不仅对于需求端提供降低首付比例、降低房贷利率等政策支持，同时供给端提出地方政府收储现房转作保障房，有助于消化存量房产，稳定房地产市场。各地响应速度较快，主要重点城市首付比例和房贷利率均已下调，部分城市房地产市场活跃度有所提升。

**图10 非制造业 PMI, %**


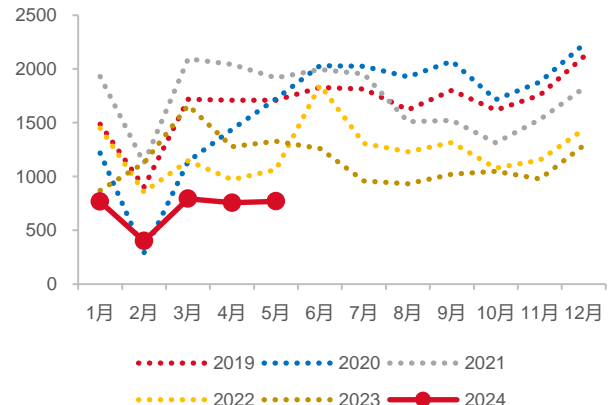
资料来源：Wind，东海证券研究所

**图11 非制造业 PMI 各分项, %**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**图12 建筑业 PMI, %**


资料来源：Wind，东海证券研究所

**图13 30城商品房销售面积, 万平方米**


资料来源：Wind，东海证券研究所

### 3.核心观点

5月制造业PMI超预期回落，不仅有前期基数偏高对环比数据的影响，也反映经济回升动力有所不足。制造业供需双降，但生产端仍好于需求，需求类指数回落至收缩区间。原材料价格继续抬升，原材料和出厂产品价格差扩大，不利于企业效益改善。中小企业受需求不足影响相对较大，大型企业稳中有进。结构上，新动能增速放缓但仍在扩张区间，装备制造业供需韧性较强。非制造业方面，五一假期带动服务业需求较好释放；建筑业指数高位回落，房地产仍低温运行。往后看，当前需求不足问题仍是重要制约，5月新一轮楼市政策力度加大，对改善新房销售、消化存量房产、稳定房地产投资具有积极作用，超长期特别国债已开

启发行，专项债发行或将提速，消费品换新政策将支撑大宗消费需求释放，需求端或会有所好转。

## 4.风险提示

- 1) **国际地缘政治风险**: 俄乌冲突、巴以冲突存在不确定性,可能出现超预期扰动风险,或对地缘政治形势产生影响;
- 2) **国内政策落地不及预期**: 若国内稳增长政策落地执行不及预期,则可能导致市场信心无法顺利恢复,经济恢复进程可能偏慢。



## 一、评级说明

|        | 评级 | 说明                                 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%     |
|        | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间   |
|        | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%     |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
|        | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
|        | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%   |
|        | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间  |
|        | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间     |
|        | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间   |
|        | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%   |

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089