

## 生产开始回落，需求还要加力

### ——2024年5月PMI分析

#### 核心要点：

**事件：**国家统计局5月31日发布数据：制造业PMI，非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为49.5%、51.1%和51.0%，比上月下降0.9、0.1和0.7个百分点。

**一、供需双下降，但缺口弥合。**5月官方制造业PMI录得49.5%，重新跌回收缩区间。其中生产指数下跌至50.8%（前值52.9%），新订单指数跌1.5pct至收缩区间49.6%，但两者差距已有所收窄；库存指数跌0.8pct至46.5%（前值47.3%）

**二、积极的一面是出厂价格进入扩张区间。**价格方面，5月原材料购进价格继续大幅抬升至56.9%，出厂价指数涨至50.4%进入扩张区间，结束了连续7个月的收缩。

**三、出口淡季，中小企业收缩。**5月出口指数回落2.3pct至48.3%，进口指数回落1.3pct至46.8%。5月是出口淡季，同时地缘政治冲突对于出口订单或有一定影响，因此本月下滑至收缩区间，与出口相关度高的中小企业也受此影响双双下滑从扩张回落至收缩区间。

**四、设备更新促通用和专用设备景气度大幅上涨。**随着设备更新政策的推进，通用设备和专用设备指数分别上涨6pct和2.9pct。两行业新订单也上涨明显。在高景气的趋势下，两行业也进入被动去库存模式。

**五、下游制造业受需求不振PMI普遍下行。**本月计算机电子（48.7%）、汽车（45.7%）、纺服（48.9%）和农副食品加工业（42.5%）景气度均从超过或接近临界值的水平大幅下降。主要受制于需求的显著下降，特别是新订单指数的下滑。

**六、非制造业保持扩张。**5月建筑业PMI虽有下滑但仍在荣枯线之上（54.4%），服务业PMI小幅上升0.2pct至50.5%。新订单均维持收缩。

**总体来看，需求的不足是目前经济的重点。**“有效需求不足，部分行业产能过剩”的局面仍未改善。生产指数环比下降表明了受需求影响企业开始收缩生产意愿。前期的出厂价格并未跟随原材料价格做出反应，但随着原材料价格的持续攀升，成本端的压力也推动企业提升出厂价格。但目前出厂价格的涨幅没有跟上原材料价格的涨幅，企业还是在压缩利润空间以换取订单。政策上设备更新开始发力。

**展望后市：**5月CRB同比涨1.8%，带动原材料和出厂价格的抬升，PPI可能会逐渐修复。国内政策上随着设备更新的持续，预计通用和专用设备的运行在全年均会保持较高景气。不过生产指数的下降还是会下拉5月工业生产和投资。地产政策的逐步放宽有可能会推动地产链的修复，但需要先观察销售情况能否被带动。欧央行预计在6月做出利率调整，海外流动性在今年逐渐宽松，运价和海外PMI在上行，出口全年预计高景气。但最重要的还是需要进一步支持内需的回暖。

#### 分析师

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：铁伟奥

#### 风险提示：

1. 政策时滞的风险
2. PPI持续为负的风险

**供需下降，但缺口弥合。**5月官方制造业PMI录得49.5%（前值50.4%），重新跌回收缩区间。5月制造业PMI供需双下降，企业成本端压力继续上升。其中生产指数下跌至50.8%（前值52.9%），新订单指数跌1.5pct至收缩区间（49.6%）；库存指数跌0.8pct至46.5%（前值47.3%）。新订单指数连续三个月回撤表明并将至50%一下表明需求持续回落，生产也虽需求的收缩而下降。但供需缺口虽生产的下降也有所缓和，有利于产能的出清和价格的回暖。

图 1. 中采制造业 PMI

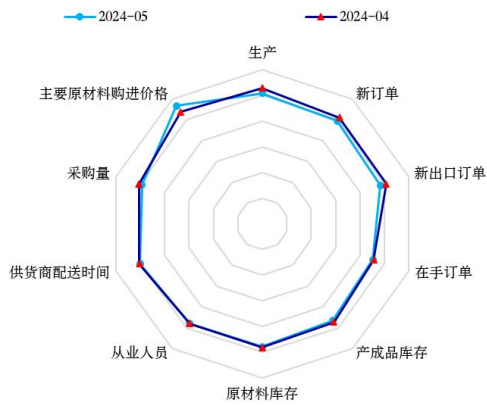
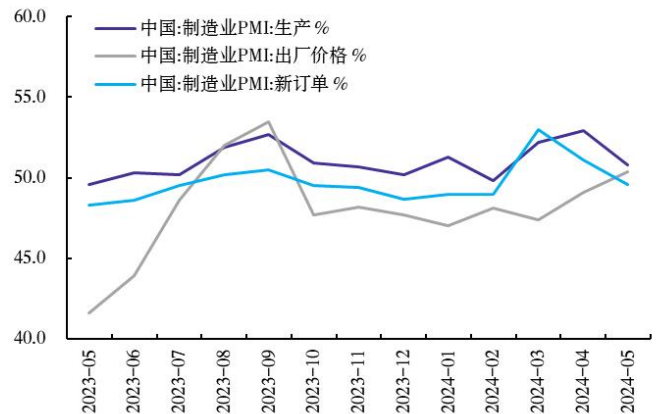


图 2. 5月生产指数仍然高于临界值，新订单指数有所回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**出厂价格进入扩张区间有利于企业盈利的改善。**价格方面，5月原材料购进价格继续大幅抬升至56.9%（前值54%），出厂价指数涨至50.4%（前值49.1%）进入扩张区间。从CRB的走势来看，5月CRB现货指数当月同比涨1.81%，因此带动原材料价格和出厂价格指数的抬升，企业前期的出厂价格并未跟随原材料价格做出上涨，但随着原材料价格的持续攀升，企业为了保存利润出厂价格也终于开始上涨。以此趋势来看5月PPI会有不错的修复。但需要注意目前出厂价格的涨幅没有跟上原材料价格的上涨，证明企业还是在压缩利润空间以换取订单。

**采购量降至收缩区间。**采购量（49.3%，前值50.5%）和原材料库存（47.8%，前值48.1%），体现了在需求下降，原材量上涨的情况下，企业进一步收缩开支。

图 3. CRB 指数 5 月回升，带动 PMI 购进和出厂价格的抬升

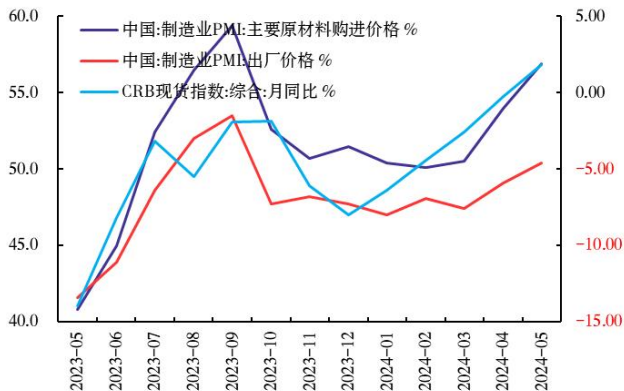
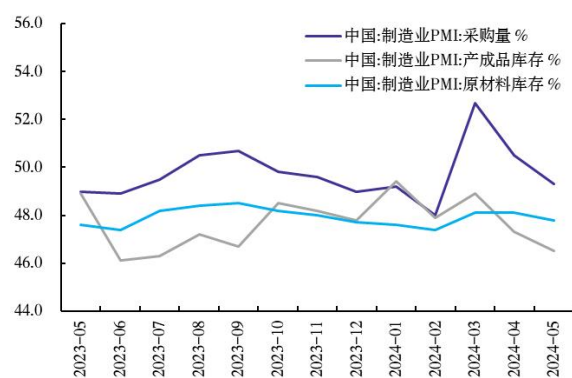


图 4. 采购量、产成品库存和原材料库存



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

进出口均降至 50% 以下，中小企业收缩。5 月出口指数回落 2.3pct 至 48.3%（前值 50.6%），进口指数回落 1.3pct 至 46.8%（前值 48.1%）。出口端在地缘政治的影响下，下滑至收缩区间，与出口相关度高的中小企业也受此影响双双下滑至 49.4% 和 46.7%（前值 50.7% 和 50.3%）；大企业扩张 0.5pct 至 50.7%（前值 50.3%）。

图 5. 制造业进出口 PMI

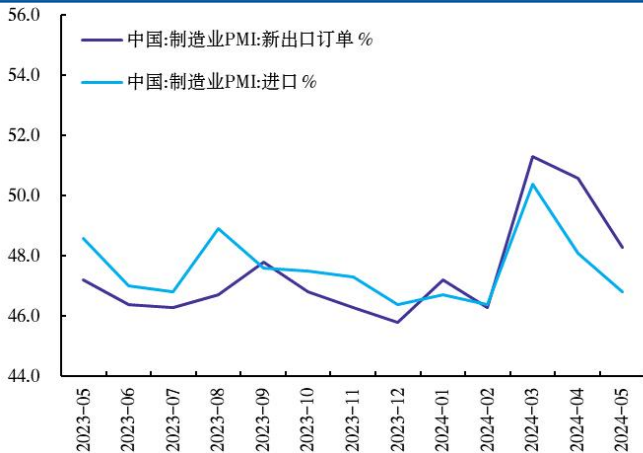
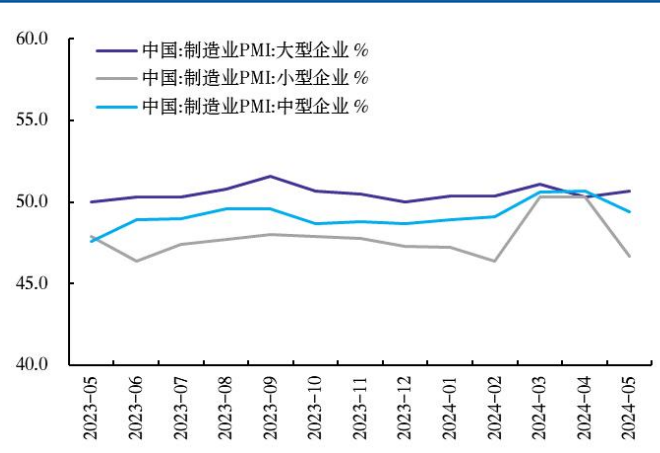


图 6. 大、中、小型企业景气度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**设备更新促通用和专用设备景气度大幅上涨。**随着设备更新政策的推进，通用设备和专用设备指数分别上涨 6pct 和 2.9pct 至 55.4% 和 56.6%。两行业新订单分别为 56.1% 和 59.6%，环比上涨 12.3pct 和 7pct。在高景气的趋势下，两行业也进入被动去库存模式，产成品库存指数分别录得 43.4% 和 47.7%。出口情况好转也更为明显，两个行业均上行 14pct 至 54.4% 和 46.3%。随着设备更新的持续，预计通用设备和专用设备的产量、营收和利润在全年均会保持较高景气。

**下游制造业受需求不振 PMI 普遍下行。**本月计算机电子（48.7%）、汽车（45.7%）、纺织（48.9%）和农副食品加工业（42.5%）景气度均从超过或接近临界值的水平大幅下降，分别环比-8.1pct，-2.4pct，-14.3pct 和-6.5pct。主要受制于需求的大幅下降，新订单指数的终值和变动分别为计算机电子（44.7%，-15.4pct）、汽车（42.6%，-1.1pct）、纺织（50.5%，-22.2pct）和农副食品加工业（41.3%，-10.1pct）。

图 7. 分行业 PMI5 月和 4 月对比 (%)

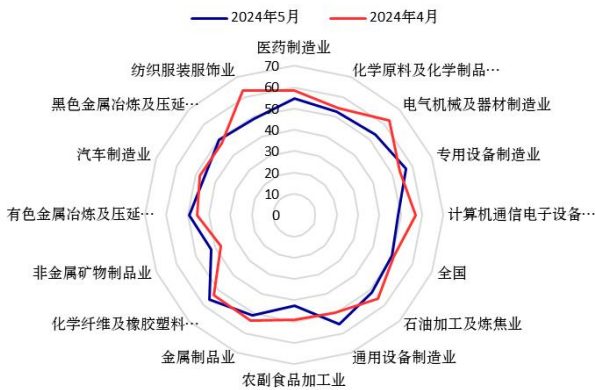
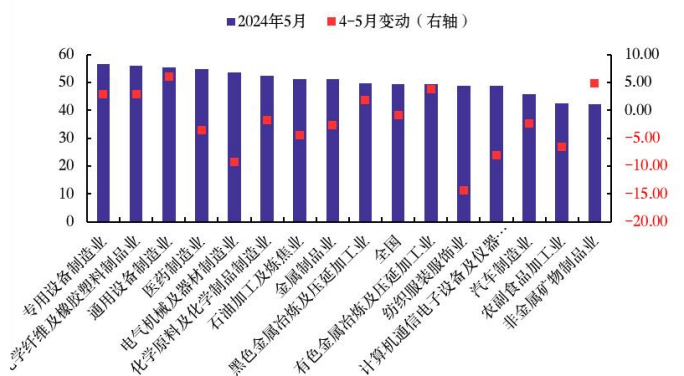


图 8. 5 月行业 PMI (%)



资料来源: 中采, 中国银河证券研究院

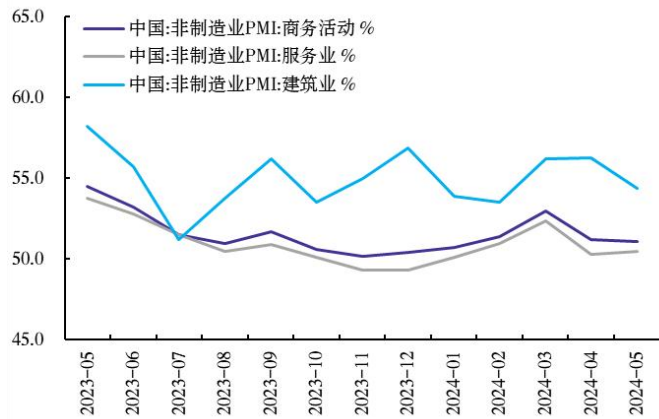
资料来源: 中采, 中国银河证券研究院

**非制造业 PMI 仍在荣枯线上。**5 月建筑业 PMI 虽有下滑但仍在荣枯线之上，本月下降 1.9pct 至 54.4%（前值 56.3%）。服务业 PMI 小幅上升 0.2pct 至 50.5%（前值 50.3%）。

**建筑业新订单下降,服务业回升。**建筑业新订单指数下滑 1.2pct 至 44.1%(前值 45.3%)。服务业新订单指数上升 0.9pct 至 47.4%（前值 46.5%），不过依然在收缩区间。

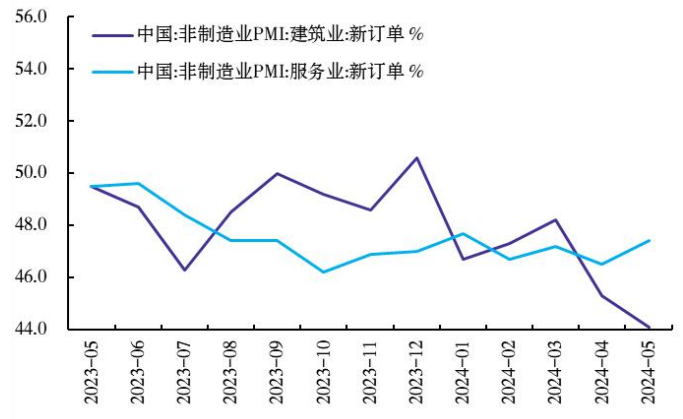
**建筑业、服务业从业人员指数下滑。**制造业从业人员指数上升 0.1pct 至 48.1%（前值 48%），总体保持稳定；但建筑业从业人员指数大幅下滑 2.8pct 至 43.3%（前值 46.1%）；服务业从业人员指数下滑 0.7pct 至 46.7%（前值 47.4%）。整体上仍处在收缩区间。

图 9. 建筑业 PMI 小幅上升，但服务业 PMI 有所回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 服务业与建筑业新订单指数均下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券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，但银河证券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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn