

PMI 为何大幅降温？

事件点评

PMI 点评（2024.5）

投资要点

- ◆ **5月制造业 PMI 明显回落至收缩区间，企业需求展望欠佳并拖累生产是主要原因，出口新订单下滑幅度更大而内需展望持续偏弱。**5月制造业 PMI 较4月大幅回落 0.9 至 49.5，连续第二个月回落并时隔两个月重新降至收缩区间。最主要的原因是企业需求展望欠佳，并拖累前期表现好于需求的生产端——5月新订单指数下滑达 1.5 至 49.6，连续第二个月大幅降温，并导致4月短暂逆势上行的生产指数也大幅下滑 2.1 至 50.8，但总体上生产端的表现仍好于新订单。5月新出口订单下滑达 2.3 至 48.3，降温幅度大于新订单总体表现，显示在房地产深度调整阶段商品消费和投资内需整体偏弱的背景下，近期美国政府加码对华加征关税和“脱钩断链”措施对出口企业造成新的压力。预计5月工业增加值增速可能较4月有所放缓。生产端下滑大于需求端的背景下，产成品库存指数降低 0.8 至 46.5 的近十个月新低，显示新一轮补库存周期的斜率可能相对平缓。
- ◆ **投资消费内需不足拖累生产的背景下，产成品库存指数再度回落，有望于近期启动的新一轮补库存阶段斜率可能较为平缓。**5月产成品库存指数再度大幅下行 0.8 至 46.5 的近十个月最低水平，原材料库存指数已经接近历年5月均值，显示加速去库存阶段趋于收尾。但一方面，当前库存绝对水平较以往的周期底部位置仍显偏高；另一方面，投资和消费内需不足、外部环境日趋严峻并在5月开始拖累生产端信心的情况下，预计有望于近期启动的新一轮补库存阶段上行斜率可能较为平缓。
- ◆ **服务业 PMI 微升指向服务消费稳步增长并与商品消费持续背离；政府债券发行缓慢影响下，建筑业 PMI 回落。**5月服务业 PMI 小幅上行 0.2 至 50.5，年初以来持续处于扩张区间，和制造业 PMI 形成显著对比，再度佐证当前阶段服务消费稳步增长而商品消费内生需求趋弱的持续分化背离。建筑业 PMI 大幅下行 1.9 至 54.4，显示年初以来专项债、特别国债等政府债券发行缓慢，加之地产投资持续下滑，对建筑企业展望形成一定拖累；随着近期地方政府专项债发行和使用进度加速、超长期特别国债逐步落地，预计基建投资增速有望企稳小升，建筑业 PMI 也有望迎来一定幅度的回升。
- ◆ **5月制造业 PMI 的大幅降温，一方面凸显外部环境日趋严峻对出口型企业信心的影响，另一方面也与基建相关政府债务融资速度较慢直接相关。**特别国债对项目收益属性的高标准意味着落实到实物工作量很难突然加速，当前情形下加大力度推动耐用消费品以旧换新、拉动国内大宗可选消费品需求改善的可操作性可能更强。货币政策稳增长传导逻辑在当前地产和地方债务风险加快化解的背景下不宜期待过高，中央财政果断扩张是最重要的，促进大宗商品消费回暖是最迫切的，关注一般公共预算和中央政府性基金预算下潜在和既定扩张措施的加速落地。货币政策预计积极配合但立场持续向中性收敛，维持9月降准 50BP、9-12月 1Y LPR/MLF 利率下调 30BP、5Y LPR 年内不再变动的预期不变。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002
qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

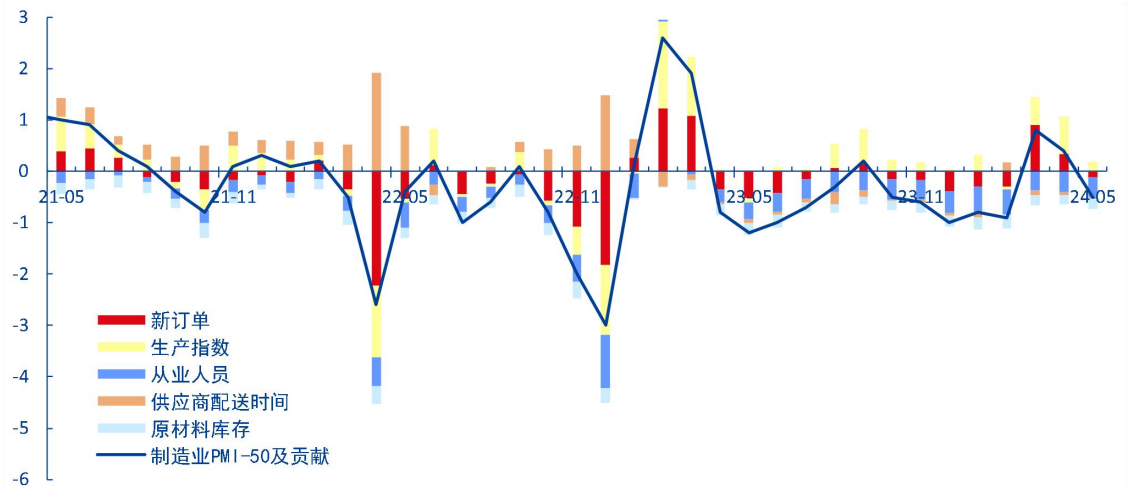
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

可选消费营收推动利润修复，如何延续？——工业企业利润点评（2024.4） 2024.5.27
美元重返 105，“301 调查”再掀波澜——华金宏观·双循环周报（第 59 期） 2024.5.24
土地出让金收支下滑或螺旋强化地产需求下行压力——财政数据点评（2024.4） 2024.5.20
地产放松新政，刺激效果几何？——华金宏观·双循环周报（第 58 期） 2024.5.17
消费投资同步转弱，政府债券加速发行迫在眉睫——经济数据点评（2024.4） 2024.5.17

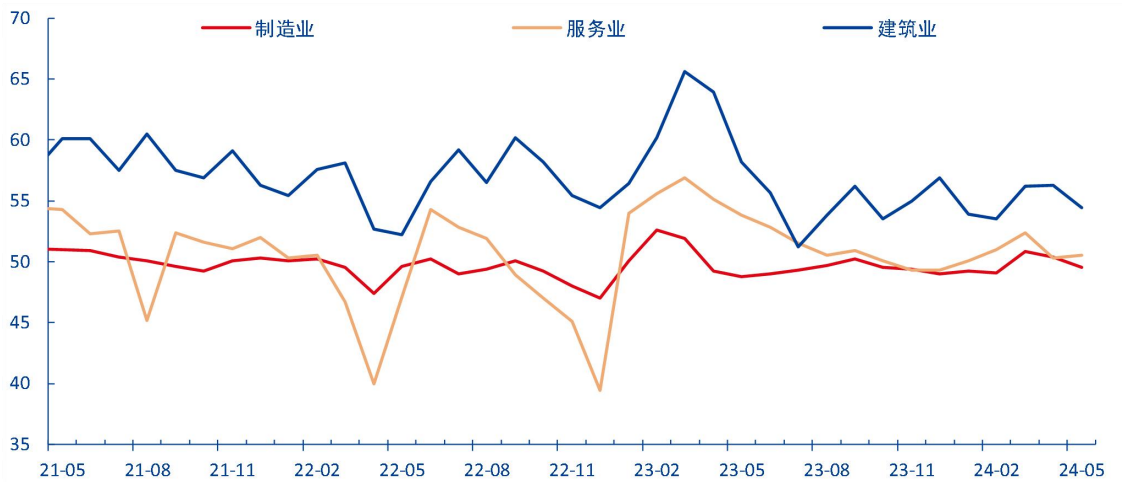


图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



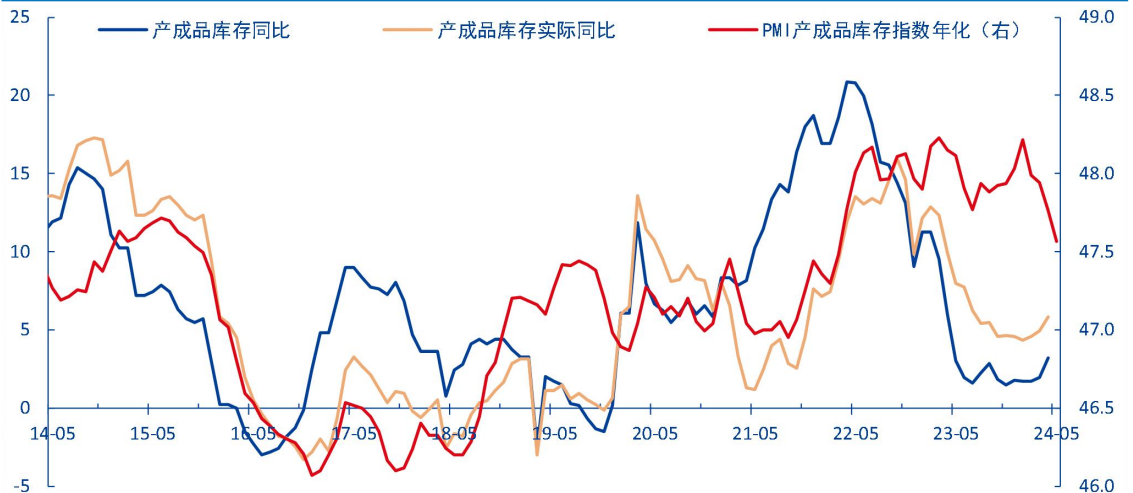
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn