

2024年05月31日

## 关注各行业产能出清进度

## 事件点评

### 5月PMI数据点评

◆事件：5月制造业PMI环比下降0.9至49.5，时隔两个月再度收缩，内外需同步转弱；非制造业PMI继4月结束连续4个月的上行后，继续小幅回落0.1至51.1；综合PMI下降0.7至51.0，为近3个月来最低，但仍高于荣枯线。

◆一、制造业：前期供给和出口的高基数叠加有效需求不足，景气水平有所回落

◆1) 大规模设备更新和消费品以旧换新等政策组合拳的带动下，生产仍保持扩张势头，但生产扩张幅度回落，调降幅度为近年同期最大，或与各行业普遍产能利用率较低、政策引导产能出清有关。5月生产指数回落2.1至50.8；采购量回落1.2至49.3，两个月后重返临界点以下；原材料库存降低0.3至47.8；产成品库存降低0.8至46.5。

从行业看，通用设备、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数连续3个月扩张；纺织、化纤及橡胶塑料等行业生产指数降至收缩区间。

◆2) 需求端重回收缩区间，反映市场需求不足的制造业企业比重为60.6%，较上月上升1.2pct。由于五一假期影响以及部分市场需求节前集中释放，地缘政治冲突对国际供应链和外贸的影响仍在持续，国内外市场需求都偏弱运行，其中外需放缓幅度大于内需。新订单于3月、4月短暂回归扩张区间后，5月下降1.5至49.6；外需继3月时隔11个月重回扩张区间后，4月回落0.7至50.6，5月则大幅下降2.3至48.3，再度明显收缩；新出口订单收窄幅度大于新订单总体。

从行业看，食品饮料、金属制品、铁路船舶航空航天设备、电气机械等行业新订单指数继续保持扩张；造纸印刷及文教体美娱用品、石油煤炭及其他燃料加工等行业新订单指数处于低位。

◆3) 价格与利润方面，原材料购进价格连续两个月创2023年10月以来新高，然而成本价格并未有效传导至产成品端，企业利润持续压缩。受成本端提价影响，5月出厂价格时隔7个月重返扩张区间，环比提升1.3至50.4。金属、原油等大宗商品持续涨价，原材料购进价格环比继续大幅提升2.9至56.9，导致企业利润进一步受到挤压。

◆4) 大、中、小企业再度分化；中小型企业重现收缩，恢复基础仍不牢固。5月大、中、小型制造业企业PMI分别变动0.4、-1.3、-3.6至50.7、49.4、46.7，整体而言，小型企业的生产、投资、需求的景气度全面明显环比下行。大型企业环比扩张幅度增大主要受内需订单增加带动，5月大型企业新订单和新出口订单分别变动1.0、-1.9至51.6、48.1，出口明显收缩而内需增加，相比之下中、小型企业的内需偏弱。

◆5) 以装备制造业和高技术制造业为代表的新动能行业保持增长态势，以基础原材料行业和消费品制造业为代表的传统行业运行放缓。5月环比来看，高技术行业引领扩张幅度缩窄。5月高技术制造业、装备制造业、消费品行业、基础原材料行业四大重点行业PMI分别下降2.3pct、0.6pct、1.1pct和1.5pct至50.7、50.7、49.4和47.9，其中前两者高于制造业总体并处于扩张区间。

从细分行业来看，化学纤维及橡胶塑料制品业、石油加工及炼焦业、造纸印刷及文教体美娱用品制造业和纺织业放缓较为明显。

◆6) 企业经营预期稳中略降。5月生产经营活动预期指数为54.3，环比继续下降0.9。从行业看，农副食品加工、食品饮料、专用设备、电气机械等行业经营预期指数今年以来始终位于55.0以上较高景气区间。

◆二、非制造业：部分受五一假期拉动，服务业加速扩张，但幅度有限

◆1) 5月建筑业PMI回落1.9至54.4，或与化债大背景下部分地区基建投资受限有

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

SAC执业证书编号：S0910523050002

yangfeiran@huajinsec.cn

#### 相关报告

ESG市场跟踪双周报

(2024.5.13-2024.5.26)-国家发改委：将实施分领域分行业节能降碳专项行动  
2024.5.27资产配置周报(2024-5-25)-5月实体部门  
负债增速或现反弹 2024.5.26资产配置周报(2024-5-18)-4月经济数据  
已然改善 2024.5.194月经济数据点评-资产端出现改善迹象  
2024.5.17地方债发行计划半月报-2024年二季度地方  
债发行计划已披露 22250亿元 2024.5.16

关, 4月狭义基建增速转头回落。值得注意的是5月建筑业就业指数出现大幅走弱, 环比下降2.8至43.3。

- ◆ 2) 5月服务业PMI在五一假期拉动下小幅回升0.2至50.5, 服务业PMI自2024年起持续处于扩张区间。从行业看, 邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、文化体育娱乐等行业位于55.0以上较高景气区间, 业务总量较快增长; 资本市场服务、房地产等行业PMI低位运行, 市场活跃度偏弱。当月业务活动预期指数回落0.4个百分点至57.0。

### ◆ 三、投资建议

整体而言, 有效需求不足背景下, 各行业普遍面临产能利用率偏低的问题, 今年1季度产能利用率为73.6%, 是近7年除2020年1季度以外的新低。今年3月以来大量行业短期转为主动去库, 尤其是外需的阶段性转弱会放大供需矛盾, 进一步形成供需同步走弱的状况。需关注后续铜、氧化铝等传统原材料行业以及新能源等成长行业的产能出清进度。此外, 中小企业或构成高技术制造业和出海的主力, 新质生产力的发展有利于出口议价能力提升, 进一步扩大中小企业的生存空间和利润空间。

5月实体部门负债增速或现反弹。预计5月实体部门负债增速或能小幅反弹至10.2%附近, 前值9.9%, 后续进一步反弹空间非常有限。我们目前仍维持之前的观点, 就5月来看, 金融市场剩余流动性至多维持中性展望, 很难大幅改善, 各期限利率均处于我们预测的区间下沿附近, 向上的概率大于向下, 而在缩表周期下, 股债性价比偏向权益的幅度有限, 风格上近期有所摆动, 但中期价值重回相对占优的概率更高。

- ◆ 风险提示: 宏观经济变化超预期, 政策超预期宽松, 剩余流动性持续大幅扩张, 资产价格走势预测与实际形成偏差。

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手订 单	产成品 库存	采购量	进口	出厂价 格	原材料购 进价格	原材料 库存	从业人 员	供货商配 送时间	生产经营 活动预期
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.78	0.84	(0.05)	0.96	0.86	0.40	0.47	0.83	0.89	0.57	0.59
环比 (PMI原 值)	2024年5月	49.50	50.80	49.60	48.30	45.30	46.50	49.30	46.80	50.40	56.90	47.80	48.10	50.10	54.30
	2024年4月	50.40	52.90	51.10	50.60	45.60	47.30	50.50	48.10	49.10	54.00	48.10	48.00	50.40	55.20
	2024年3月	50.80	52.20	53.00	51.30	47.60	48.90	52.70	50.40	47.40	50.50	48.10	48.10	50.60	55.60
	2024年2月	49.10	49.80	49.00	46.30	43.50	47.90	48.00	46.40	48.10	50.10	47.40	47.50	48.80	54.20
	2024年1月	49.20	51.30	49.00	47.20	44.30	49.40	49.20	46.70	47.00	50.40	47.60	47.60	50.80	54.00
	5月较4月	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↑	↓	↑	↓	↓
	历史5月均值	51.69	54.37	53.02	50.07	46.64	47.54	52.82	49.49	51.19	56.37	47.90	49.46	49.89	56.44
5月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↑	↓	
非制造业		PMI	新订单	新出口 订单	业务活 动预期	投入品 价格	销售价 格	从业人 员	在手订 单	存货	供货商配 送时间				
与PMI相关系数		1	0.96	0.72	0.86	0.52	0.53	0.84	0.71	0.69	0.82				
环比 (PMI原 值)	2024年5月	51.10	46.90	47.60	56.90	49.70	47.80	46.20	42.90	45.20	51.00				
	2024年4月	51.20	46.30	48.40	57.20	51.10	49.40	47.20	44.50	46.00	51.00				
	2024年3月	53.00	47.40	47.30	58.40	49.50	48.60	46.60	44.80	46.20	51.10				
	2024年2月	51.40	46.80	47.30	57.70	50.60	48.50	47.00	44.70	46.40	50.30				
	2024年1月	50.70	47.60	45.20	59.70	49.60	48.90	47.00	43.70	47.20	52.00				
	5月较4月	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	→				
	历年5月均值	55.21	51.78	49.13	62.92	55.16	50.13	50.45	44.31	47.02	52.08				
5月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓					
建筑业		PMI	新订单	业务活 动预期	投入品 价格	销售价 格	从业人 员								
与PMI相关系数		1	0.88	0.31	0.35	0.25	0.15								
环比 (PMI原 值)	2024年5月	54.4	44.1	56.3	53.6	49.7	43.3								
	2024年4月	56.3	45.3	56.1	52.2	48.7	46.1								
	2024年3月	56.2	48.2	59.2	48.2	48.4	45.7								
	2024年2月	53.5	47.3	55.7	52	48.9	47.6								
	2024年1月	53.9	46.7	61.9	52	50.4	50.1								
	5月较4月	↓	↓	↑	↑	↑	↓								
	历年5月均值	62.53	56.35	52.73	68.09	56.14	51.53								
5月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓									
服务业		PMI	新订单	业务活 动预期	投入品 价格	销售价格	从业人 员								
与PMI相关系数		1	0.96	0.25	0.83	0.30	0.40								
环比 (原 值)	2024年5月	50.5	47.4	57	49	47.5	46.7								
	2024年4月	50.3	46.5	57.4	50.9	49.5	47.4								
	2024年3月	52.4	47.2	58.2	49.7	48.7	46.8								
	2024年2月	51	46.7	58.1	50.4	48.4	46.9								
	2024年1月	50.1	47.7	59.3	49.2	48.7	46.4								
	5月较4月	↑	↑	↓	↓	↓	↓								
	历年5月均值	53.00	50.23	48.96	59.88	52.55	49.40								
5月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓									

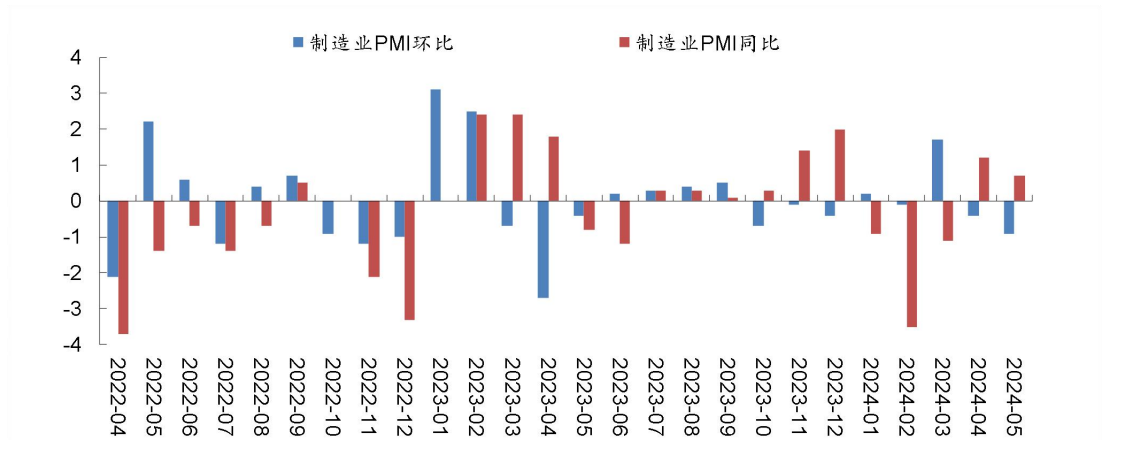
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

	PMI	制造业	生产	新订单	进口	新出口 订单	原材料库 存	生产经营 活动预期	在手订 单	产成品库 存	采购量	主要原材 料购进价 格	出厂价 格	从业人 员	供货商配 送时间
大型企业	2024年05月	50.7	52.7	51.6	47.8	48.1	47.9	56	45.9	47.5	51.1	57.8	48.8	50.6	
	2024年04月	50.3	52.8	50.6	50.1	50	48.4	55.6	46.1	47.9	50.5	54	49.3	50.3	
	环比变动	0.4	-0.1	1	-2.3	-1.9	-0.5	0.4	-0.2	-0.4	0.6	3.8	0.8	0.3	
中型企业	2024年05月	49.4	50.8	49.6		50.2	49.3	53.6	45.9	46.5	50.4	55.5	47.2	50	
	2024年04月	50.7	53.4	51.9	47.5	52.2	47.9	56.2	46.1	47.5	50.8	53.4	49.4	50.3	
	环比变动	-1.3	-2.6	-2.3		-2	1.4	-2.6	-0.2	-1	-0.4	2.1	-0.6	-0.3	
小型企业	2024年05月	46.7	46.4	44.8	39.9	45.2	45.3	51.1	43.1	44.1	43.5	56.7	47.7	49.7	
	2024年04月	50.3	52.4	51.2	47.2	49.6	47.6	52.9	43.7	45.6	50	54.7	48.9	50.6	
	环比变动	-3.6	-6	-6.4	-7.3	-4.4	-2.3	-1.8	-0.6	-1.5	-6.5	2	-0.6	-0.9	

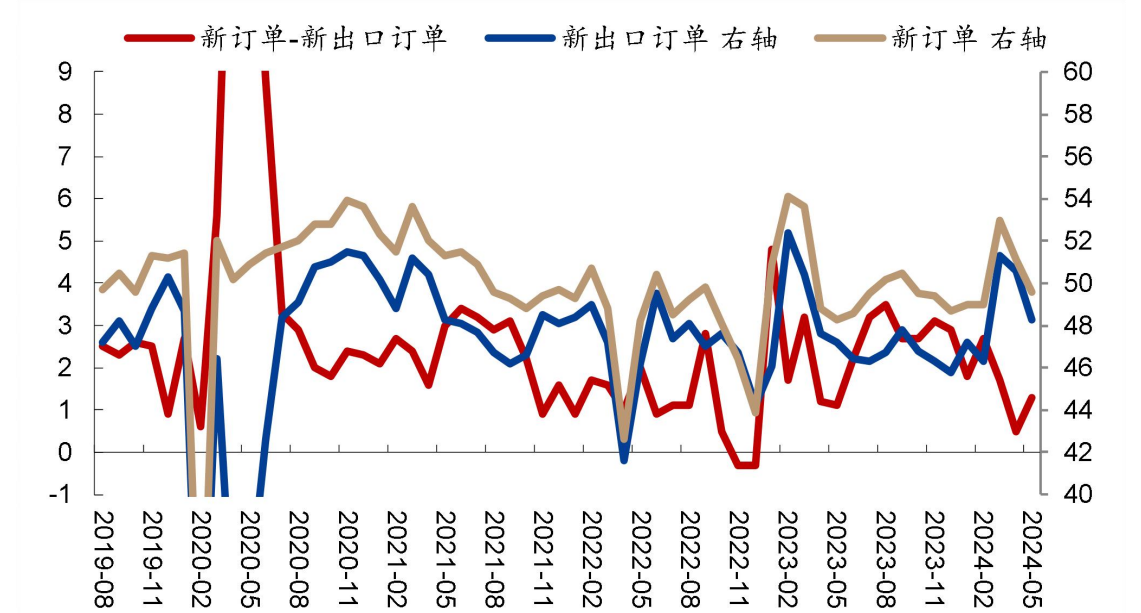
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：5 月制造业 PMI 同比回升、环比回落



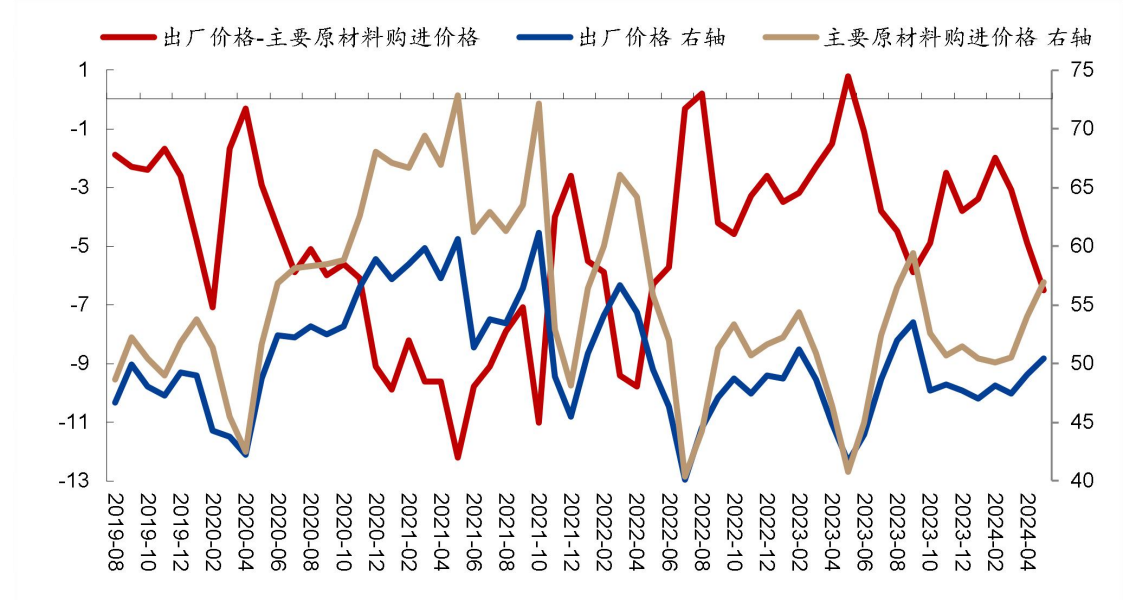
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：5 月制造业外需下降幅度较大



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 原材料购进价格进一步上行, 企业利润空间持续受到压缩



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，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](http://www.huajinsec.cn)