

2024年05月31日

## PMI 出口回落的三大原因

宏观研究团队

——兼评 5 月 PMI 数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2024年5月官方制造业 PMI 49.5%，预期 50.4%，前值 50.4%；官方非制造业 PMI 51.1%，预期 51.5%，前值 51.2%。

### ● 制造业：供需均下滑，出口回落，价格水平边际改善

1、制造业：5月 PMI 降至荣枯线下，工作日数减少+需求相对不足，PMI 生产的扩张速度明显放缓；需求端内外均回落，外需下滑幅度较大。

2、如何理解 PMI 新出口订单和运价的背离？一则供给受限时运价和外需的关系或从正相关变为负相关，例如 2021 下半年至 2022 上半年海外大规模财政刺激叠加供应链断裂，欧美运价大幅上涨对应我国 PMI 新出口订单持续回落；二则外需或确有暂时性走弱，5 月前 20 日韩国出口同比为 1.48%、较前值下降了 9.3 个百分点。此外，5 月工作日数减少、美国拟对华加征关税（影响企业主预期）均有一定影响。但考虑到 5 月美欧 PMI 回暖，全球制造业和经贸周期的向上趋势大概率未有转变，我们认为出口增速短期或有小幅回踩但仍将韧性向上。

3、工业原材料价格延续回升，预计 PPI 同比降幅收窄。5 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 56.9%、50.4%，或指向原材料价格延续上涨的同时企业盈利空间有所缩窄。从高频指标来看，我们预计 5 月 PPI 环比可能在 0.5% 左右，同比为 -1.1% 左右。价格水平回升是积极迹象，但“成本涨价+需求走弱”是需要警惕的组合。

4、分类型来看，小型企业生产经营偏弱，或受出口新订单拖累。我国出口企业以中小企业为主，近期原材料涨价叠加海运价格反弹，可能压降中小企业利润空间、制约其接单意愿，类比 2022 上半年小型企业 PMI 和出口新订单双双下滑。

### ● 建筑业：专项债提速或改善实物工作量

1、资金端专项债提速：截至 5 月 30 日发行进度为 29.9%，较 4 月末提高了 11.3 个百分点，1-5 月 12 省、非 12 省新增专项债同比 -68%、-33%，分别较前值改善了 8、18 个百分点。

2、实物工作量边际改善：石油沥青开工率低位小幅回升，水泥开工率持平 2023 年同期。低基数提振挖机表现，CME 预计 5 月挖机内销 7700 台、同比增速 16.8%，5 月前三周挖掘机开工小时数同比下降 1.96%，降幅连续 3 个月收窄。

### ● 服务业：景气度相对平稳

5 月服务业 PMI 回升了 0.2 个百分点至 50.5%，表征预期的服务业新订单 PMI 为 47.4%，两个指标均有小幅改善。分行业来看，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景气度较高，资本市场服务、房地产等延续继续低位运行。

● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《要素涨价提振公用利润—4 月企业利润点评》-2024.5.27

《地产销售回暖—宏观周报》-2024.5.26

《广义财政有望进一步发力—宏观经济点评》-2024.5.20

## 目 录

1、 制造业：供需均下滑，出口回落，价格水平边际改善.....	3
2、 建筑业：专项债提速，实物工作量待改善.....	5
3、 服务业：景气度相对平稳.....	6
4、 风险提示.....	7

## 图表目录

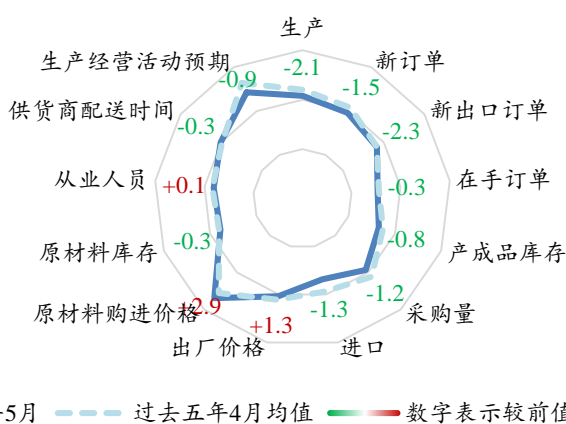
图 1： 5月制造业 PMI 多项回落，价格水平边际改善.....	3
图 2： 供给受限时，运价与新出口订单可能背离.....	4
图 3： 5月小型企业 PMI 显著回落.....	4
图 4： 5月 BCI 指数中，销售前瞻下滑.....	4
图 5： 5月建筑业新订单 PMI 延续下行.....	5
图 6： 5月专项债发行提速.....	5
图 7： 1-5月 12 省专项债同比-68%.....	5
图 8： 1-5月非 12 省专项债同比-33%.....	5
图 9： 预计 5月挖机内销和开工温和回升.....	6
图 10： 5月石油沥青开工率低位回升.....	6
图 11： 5月水泥发运率处于低位.....	6
图 12： 5月水泥磨机运转率持平 2023 年同期.....	6
图 13： 5月服务业 PMI 小幅回升.....	7

事件：2024年5月官方制造业 PMI 49.5%，预期 50.4%，前值 50.4%；官方非制造业 PMI 51.1%，预期 51.5%，前值 51.2%。

## 1、制造业：供需均下滑，出口回落，价格水平边际改善

**(1)制造业：5月 PMI 降至荣枯线下，生产和需求均有下滑，外需下滑幅度较大。** 5月制造业 PMI 为 49.5%、低于过去五年均值的 50.3%，环比下降 0.9 个百分点，同样弱于季节性的-0.4 个百分点。生产端，5月 PMI 生产下滑了 2.1 个百分点至 50.8%，除工作日减少以外，需求相对不足可能对生产形成了一定制约；需求端，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别下降了 1.5、2.3、1.3 个百分点至 49.6%、48.3%、46.8%，外需回落幅度略超预期。

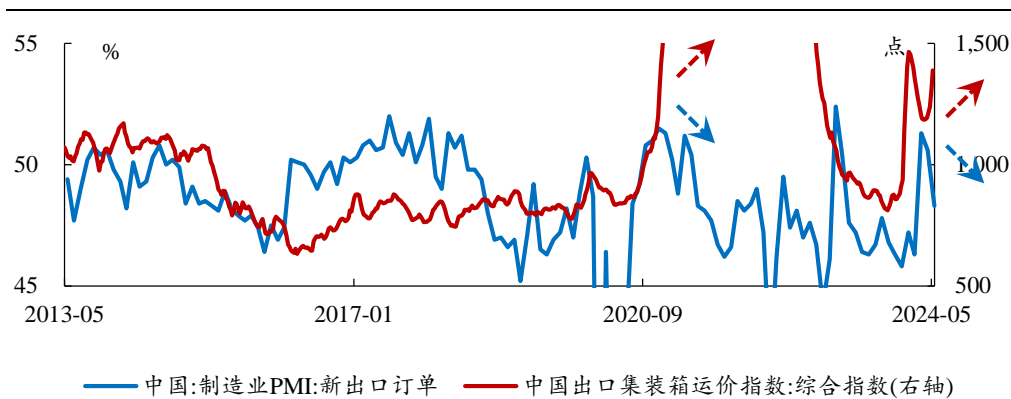
图1：5月制造业 PMI 多项回落，价格水平边际改善



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供货商配送时间通常为反向指标

**(2)如何理解 PMI 新出口订单和运价的背离？** 一则以运价上涨判断外需改善可能存在误差。4月以来出口集装箱运价反弹，需要指出的是在供给端（集装箱、航线等）相对稳定的环境中，运价变动主要反映需求，当供给受限时其指示意义可能有限，例如 2021 下半年至 2022 上半年海外大规模财政刺激叠加供应链断裂，欧美运价大幅上涨对应我国 PMI 新出口订单持续回落；2024 年 4 月以来地缘政治冲突再次引发国际航运涨价，同样可能制约企业主的接单意愿；二则外需或确有暂时性走弱，5月前 20 日韩国出口同比为 1.48%、较前值下降了 9.3 个百分点，从国别来看对欧盟出口延续较深幅度的负增长，对美国、对越南出口边际下滑。此外，5月工作日数减少、美国拟对华 180 亿美元商品加征关税（影响企业主预期），均对 PMI 新出口订单有一定影响。但考虑到 5 月美欧 PMI 均有回暖，全球制造业和经贸周期的向上趋势大概率未有转变，我们认为出口增速短期或有小幅回踩但仍将韧性向上。

图2: 供给受限时, 运价与新出口订单可能背离

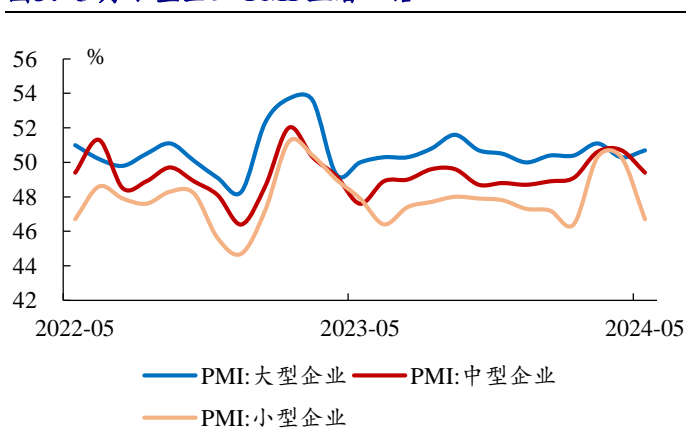


数据来源: Wind、开源证券研究所

**(3)工业原材料价格延续回升, 预计 PPI 同比降幅收窄。**5 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格分别为 56.9%、50.4%, 分别较前值上升了 2.9、1.3 个百分点, 或表明原材料价格延续上涨的同时, 企业盈利空间有所缩窄。高频指标显示, 5 月生产资料价格指数(均值)环比回升 1.3%, 南华工业品指数环比回升 2.6%, CRB 工业原料现货指数环比回升 0.8%, 我们预计 5 月 PPI 环比可能在 0.5%左右, 同比为-1.1%左右。价格水平回升是积极迹象, 但“成本涨价+需求走弱”是需要警惕的组合。

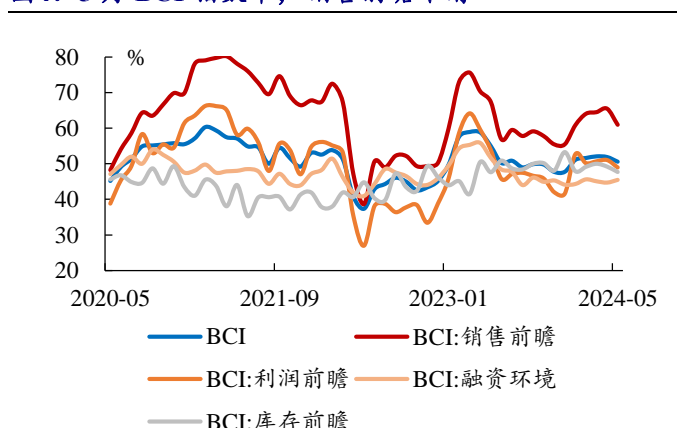
**(4)分类型来看, 小型企业生产经营偏弱, 或受出口新订单拖累。**5 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 为 50.7%、49.4%、46.7%, 小型企业较前值大幅回落了 3.6 个百分点。我国出口企业以中小企业为主, 近期原材料价格上涨以及海运价格反弹, 可能压降中小企业利润空间、制约其接单意愿, 2022 上半年小型企业 PMI 和新出口订单双双下滑。5 月 BCI 指数下降了 1.3 个百分点至 50.6%, 拖累主要来自于销售前瞻分项, 消费品价格前瞻有所改善。

图3: 5月小型企业 PMI 显著回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 5月 BCI 指数中, 销售前瞻下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

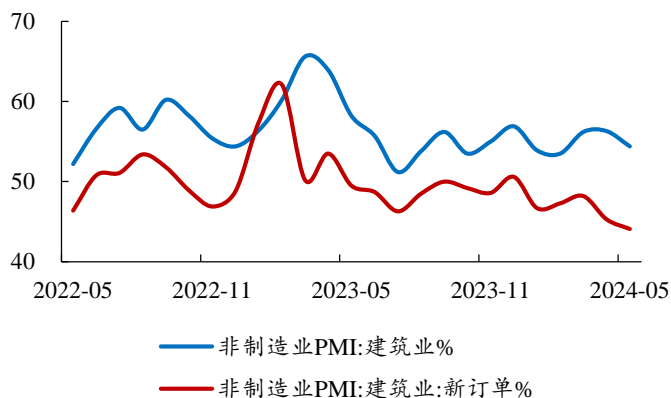
## 2、建筑业：专项债提速，实物工作量待改善

5月建筑业PMI下行1.9个百分点至54.4%，建筑业新订单指数降至44.1%。资金面有所改善，实物工作量仍待改善，挖机相对表现较好，预计Q2基建或小幅降速但后续有望蓄势回升。

**资金端专项债发行提速。**截至5月30日发行进度为29.9%，较4月末提高了11.3个百分点，主要贡献来自于非12省，1-5月12省<sup>1</sup>、非12省新增专项债1020、10588亿元，同比增速为-68%、-33%，分别较前值改善了8、18个百分点。

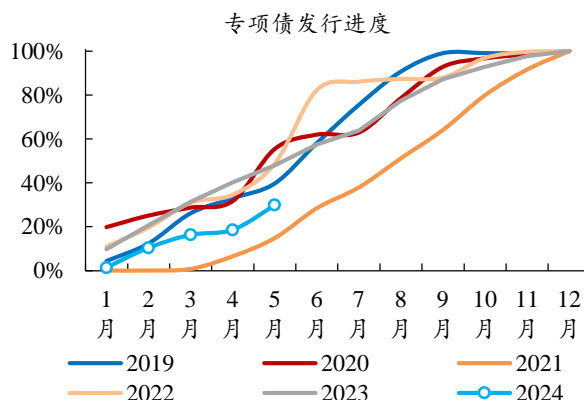
**实物工作量未有明显回升，挖机延续温和修复。**5月石油沥青开工率低位小幅回升，水泥开工率持平2023年同期、水泥发运率处于历史低位。低基数提振挖机表现，CME预估5月挖机内销7700台，同比增速或从前值的13.3%改善至16.8%，今日工程数据显示5月前三周挖掘机开工小时数同比下降1.96%，降幅连续3个月收窄。

图5：5月建筑业新订单PMI延续下行



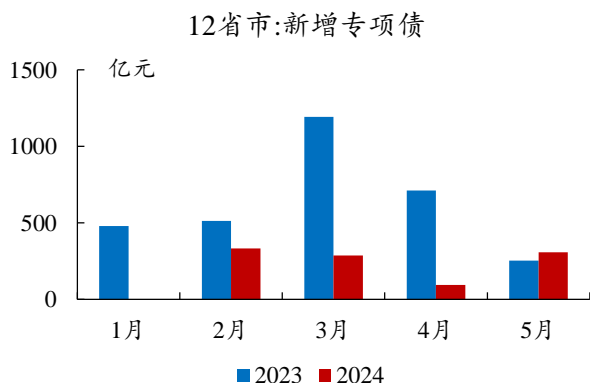
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：5月专项债发行提速



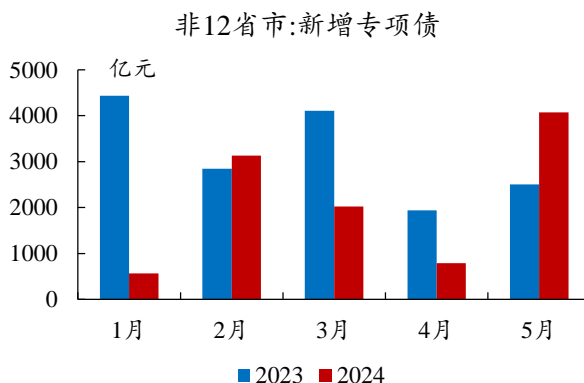
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：1-5月12省专项债同比-68%



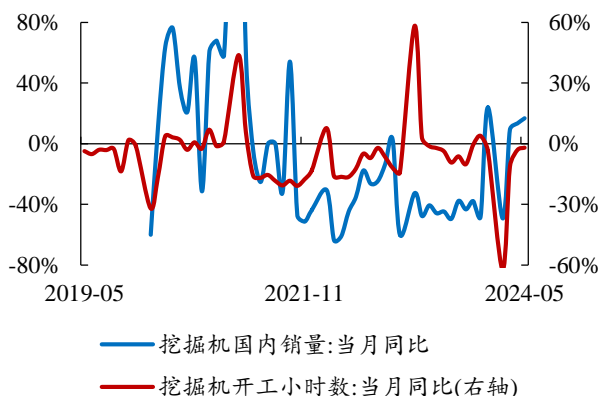
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：1-5月非12省专项债同比-33%

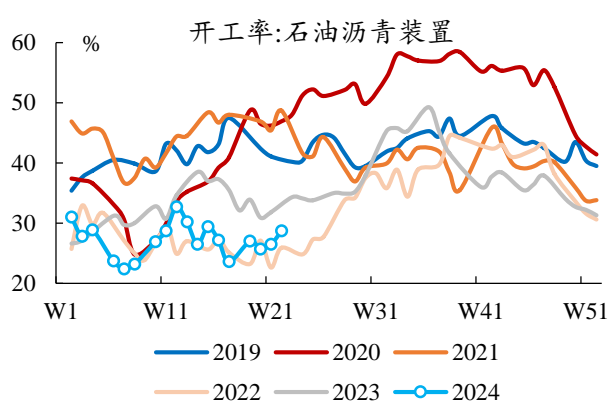


数据来源：Wind、开源证券研究所

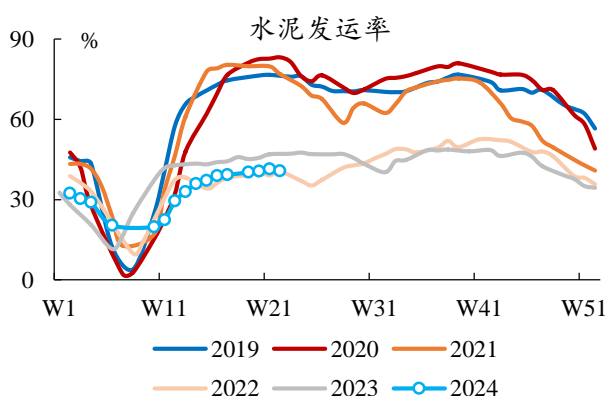
<sup>1</sup> 12省为重庆、辽宁、云南、广西、内蒙古、贵州、天津、黑龙江、吉林、甘肃、宁夏、青海。

**图9：预计5月挖机内销和开工温和回升**


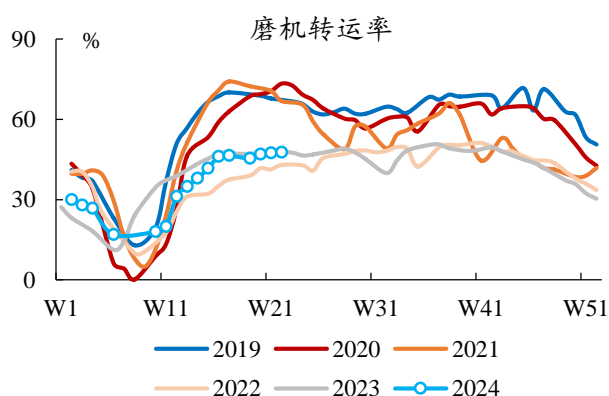
数据来源：Wind、CME、今日工程机械、开源证券研究所；注：2024年5月为预测数据

**图10：5月石油沥青开工率低位回升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：5月水泥发运率处于低位**


数据来源：Wind、开源证券研究所

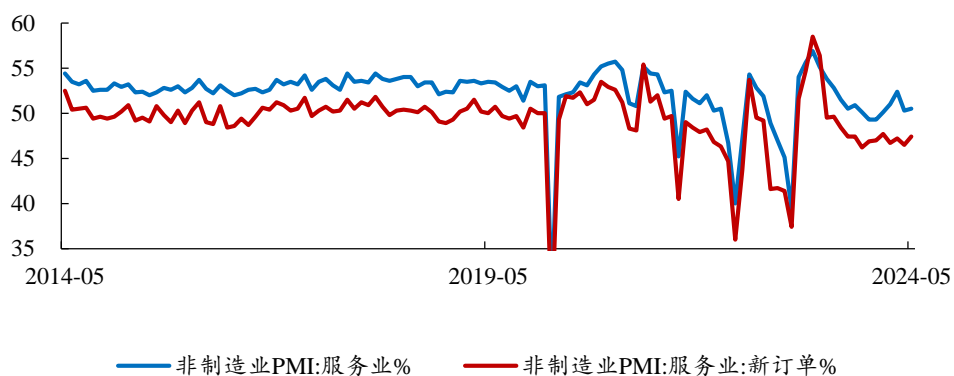
**图12：5月水泥磨机运转率持平2023年同期**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、服务业：景气度相对平稳

5月服务业PMI回升了0.2个百分点至50.5%，表征预期的服务业新订单PMI为47.4%，两个指标均有小幅改善。分行业来看，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景气度较高，资本市场服务、房地产等延续继续低位运行。

图13: 5月服务业 PMI 小幅回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4、风险提示

政策变化超预期; 美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn