



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《价格拖累或将改善，工业企业利润有望持续修复》 - 2024.05.28

宏观研究

政策显效仍需时间，静待短期波动修复

● 核心观点

5月经济景气度边际回落，再次步入收缩区间，弱于季节性。生产与需求景气度双双回落，但生产好于需求，整体仍呈现供大于求的局面，有效需求不足问题仍较为突出，其中，由于我国经济尚处于新旧动能转换阶段，房地产销售端向投资端传导仍有时滞、专项债发行节奏相对靠后等原因，传统增长动能边际走弱对经济增长拖累相对明显，内需景气度边际回落；近期贸易摩擦升温，国际地缘冲突持续与海外补库周期开启，推动运力紧张、运价走强，导致部分薄利行业难以承受运价上涨，外需景气度亦有所回落。在有效需求不足的背景下，上游原材料涨价，导致制造企业被动涨价，而制造企业向下游企业转嫁成本的能力相对有限，导致产成品价格涨幅小于主要原材料购进价格涨幅，或挤压中游制造利润，制造业企业扩产的内在动能或仍不足，新一轮主动补库周期开启仍需谨慎观察。从结构上看，大型企业景气度边际回升，中小型企业景气度边际回落，但就业市场景气度边际回升。

向后看，短期外需或存在边际回落风险，受扩内需政策影响，消费或温和回升，专项债发行节奏提速，叠加超长期国债进入发行期，基建投资或将成为重要支撑力量，同时稳地产政策持续加码，提振市场信心，或加速房地产市场风险出清。继续强调，考虑二季度低基数效应，虽然内外需呈现边际走弱迹象，但内外需同频共振，二季度经济增速读数或仍会较为理想，并未有超预期增量信息显现，提示重点关注7月中国共产党中央委员会第三次全体会议深化改革的具体部署。

短期建议关注：一是基建投资回升的机会；二是新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网、低空经济等；三是半导体、铁路

船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等出口竞争力强、出海布局领先的商品有望持续占优。

● **风险提示：**

中美贸易摩擦超预期加剧；房地产市场修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 生产与需求景气度双双回落，制造业企业利润或受挤压.....	5
1.1 生产与需求景气度双双回落，有效需求亟待扩张	5
1.2 制造业企业利润或受挤压，企业扩产内在动能不足.....	6
1.3 市场主体景气度分化，就业市场景气度边际回升	7
1.4 高技术制造业保持良好扩张态势，新动能继续较快扩张.....	8
2 非制造业 PMI 保持高韧性，但需求端景气度边际回落.....	9
3 展望	10
风险提示	11

图表目录

图表 1: 制造业 PMI 及分项 (%)	6
图表 2: 生产景气度好于需求景气度 (%)	6
图表 3: 制造业 PMI 分解 (%)	6
图表 4: 制造业生产经营活动预期 (%)	6
图表 5: 产成品库存回落, 出厂价格回升 (%)	7
图表 6: 原材料库存回落, 价格继续回升 (%)	7
图表 7: 市场主体景气度连续回升 (%)	8
图表 8: 经济结构持续优化, 高技术制造业保持良好发展态势 (%)	9
图表 9: 非制造业保持高景气度 (%)	10
图表 10: 非制造业 PMI 分项走弱 (%)	10

1 生产与需求景气度双双回落，制造业企业利润或受挤压

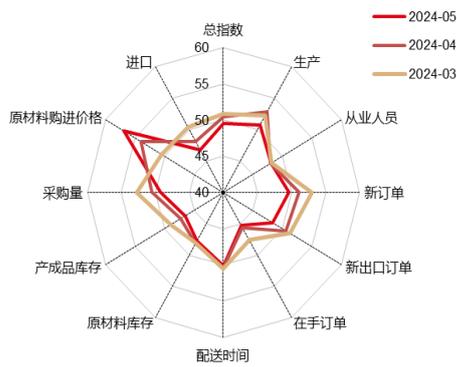
5 月经济景气度边际回落，再次步入收缩区间，弱于季节性。5 月制造业 PMI 为 49.5%，较前值 50.4% 回落 0.9pct，环比变动较近五年同期均值 0.16pct 低 0.25pct。

1.1 生产与需求景气度双双回落，有效需求亟待扩张

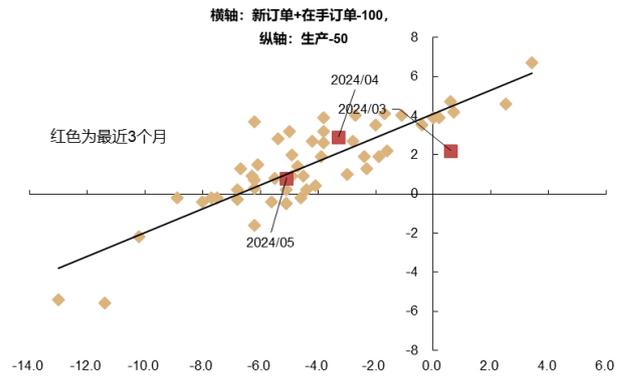
在需求端，内外需景气度边际回落，由扩张区间转入收缩区间，内需景气度好于外需。5 月制造业 PMI 新订单指数为 49.6%，较前值回落 1.5pct，景气度连续两个月回落，步入收缩区间，弱于季节性，环比变动较近五年同期环比变动均值低 2.2pct。制造业 PMI 新出口订单指数为 48.3%，较前值 50.6% 回落 2.3pct，亦弱于季节性，环比变动较近五年同期环比变动均值低 2.54pct。其中，内需走弱或源自于房地产销售端向投资端传导仍有时滞、专项债发行节奏相对靠后等原因，新旧动能尚处于转换阶段，传统增长动能边际走弱对经济增长拖累相对明显；外需走弱或有两方面原因，一是近期贸易摩擦升温，如美国宣布在原有对华 301 关税基础上，进一步提高对自华进口相关产品加征关税等；另一方面，国际地缘冲突持续与海外补库周期开启，推动运力紧张、运价走强，导致部分薄利行业难以承受高涨的运价，部分出口走弱，同时深圳、广州暴雨影响部分出口业务。

在供给端，生产景气度虽仍处于扩张区间，但边际走弱，亦弱于季节性。5 月制造业 PMI 生产指数为 50.8%，较前值 52.9% 回落 2.1pct，弱于季节性，环比变动较近五年同期环比变动均值低 2.96pct，但仍处于扩张区间。从生产经营活动预期来看，5 月制造业 PMI 生产经营活动预期 54.3%，较前值 55.2% 回落 0.9pct，显示企业家对未来预期边际走弱。需求景气度回落，特别是外需对生产拉动作用边际放缓，5 月 PMI 显现边际走弱信号。

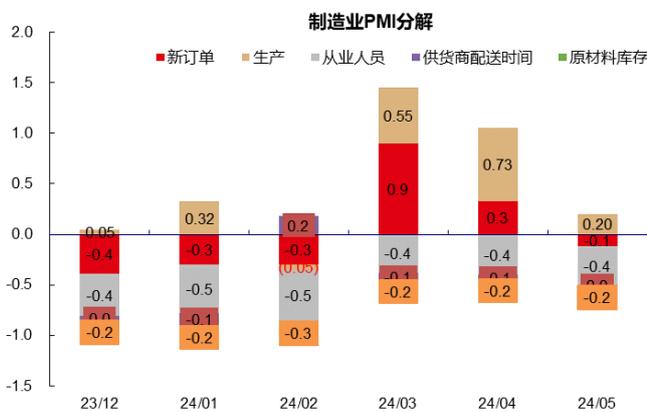
从供需来看，供需两端景气度均边际回落，但生产景气度好于需求景气度，整体仍呈现供大于求局面，有效需求不足问题仍较为突出。4 月 PMI 新订单与 PMI 生产的差值 -1.2%，呈现生产强、需求弱特点，需求相对生产不足问题仍较为突出，指向经济内生增长动能仍有待进一步增强。

图表1：制造业 PMI 及分项 (%)


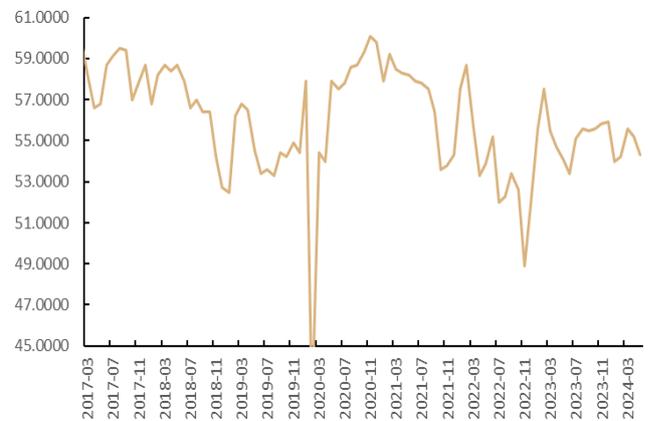
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表2：生产景气度好于需求景气度 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表3：制造业 PMI 分解 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：制造业生产经营活动预期 (%)


资料来源：Wind, 中邮证券研究所

1.2 制造业企业利润或受挤压，企业扩产内在动能不足

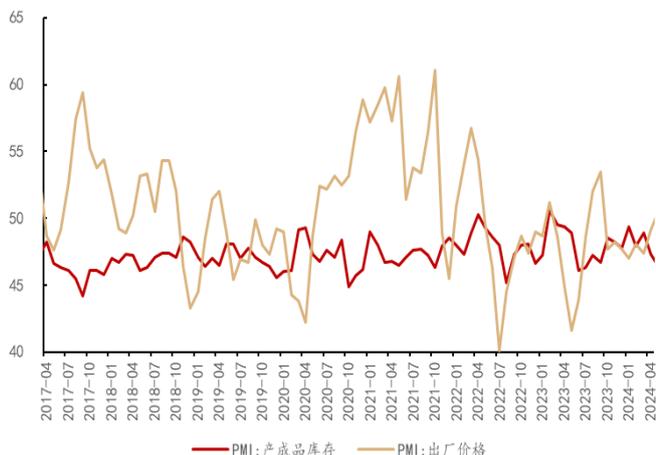
上游原材料涨价，有效需求不足，或挤压中游制造利润，进而导致制造业企业扩产内在动能或仍不足，新一轮主动补库周期开启仍需进一步观察。

产成品和主要原材料呈现为量升价落的特点，且主要原材料购进价格涨幅高于产成品价格涨幅，或源自于部分原材料涨价推升了主要原材料购进价格上涨，制造企业被动涨价，而有效需求仍不足，制造企业向下游企业转嫁成本的能力相对有限，导致产成品价格涨幅小于主要原材料购进价格涨幅，进而会挤压中游制造企业利润，企业扩产动力不足，产成品库存回落。从目前数据来看，5月中游制造业利润环比增速或有边际回落风险。5月制造业PMI产成品出厂价格50.4%，较前值49.1%回升1.3pct，好于季节性，环比变动较近五年同期环比变动均值高1.3pct。产品出厂价格走高，带动库存减少，5月制造业PMI产成品库存46.5%，

较前值回落 0.8pct。与此同时，制造业 PMI 主要原材料库存 47.8%，较前值回落 0.3pct，主要原材料购进价格为 56.9%，较前值回升 2.9pct。

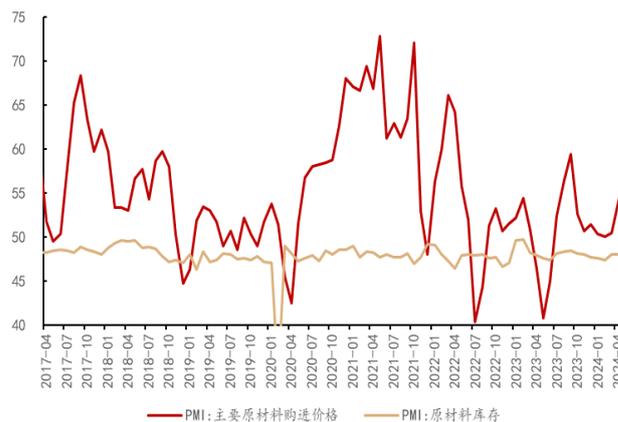
短期 PPI 价格增速仍将温和回升。考虑 PMI 出厂价格与 PPI 环比具有高度相关性，由于 PMI 出厂价格环比回升，维持我们之前判断，预计 5 月 PPI 同比增速温和回升至-2.0%左右。

图表5：产成品库存回落，出厂价格回升（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表6：原材料库存回落，价格继续回升（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 市场主体景气度分化，就业市场景气度边际回升

市场主体景气度有所分化，大型企业景气度回升，中型企业和小型企业景气度边际回落，而就业市场景气度边际回升。大型企业 PMI 指数为 50.7%，较上月回升 0.4pct；中型企业和小型企业 PMI 指数分别为 49.4%和 46.7%，均步入收缩区间，较前值回落 0.7pct 和 0.6pct。考虑季节性因素，大型、中型、小型企业 PMI 指数环比变动较近五年同期环比变动均值分别回落 0.34pct、1.18pct、2.76pct，均弱于季节性表现。但就业景气度边际回升，大型企业或发挥压舱石作用。5 月 PMI 从业人员指数 48.1%，较上月回升 0.1pct，亦好于季节性表现，环比变动较近五年同期环比变动均值高 0.44pct。

图表7：市场主体景气度连续回升（%）

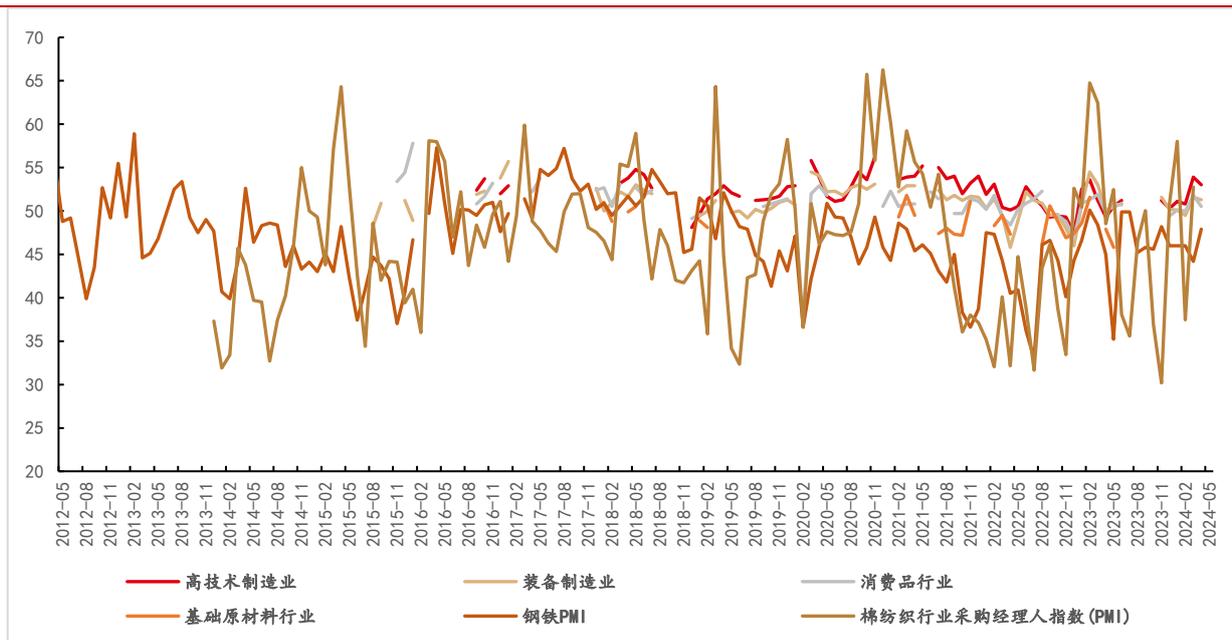


资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.4 高技术制造业保持良好扩张态势，新动能继续较快扩张

5月，高技术制造业 PMI 为 50.7%，较上月回落 2.3pct，连续 10 个月保持在扩张区间，行业延续持续增长态势；装备制造业 PMI 为 50.7%，较前值回落 0.6pct，仍处于扩张区间。高技术制造业和装备制造业 PMI 均高于制造业总体，高端制造业保持较快发展。钢铁行业 PMI 为 49.8%，较上月回升 1.9pct。

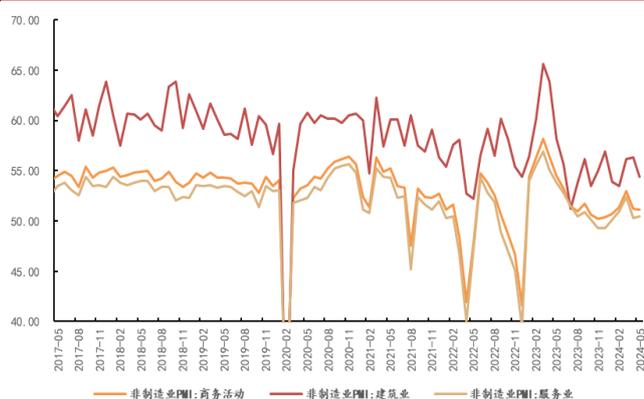
此外，根据国家统计局解读来看，在生产方面，纺织、化学纤维及橡胶塑料制品等行业生产指数降至收缩区间，企业生产有所放缓，这或与外需景气度边际回落有关。通用设备、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数连续三个月处于扩张区间，其中通用设备或与专项债发行节奏加快有关，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备仍是当前出口高增长的典型产品，出口拉动或是主要拉动力。在需求方面，食品及酒饮料精制茶、金属制品、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业新订单指数继续保持扩张；造纸印刷及文教体美娱用品、石油煤炭及其他燃料加工等行业新订单指数处于低位，其中造纸印刷边际走弱在价格和工业企业利润已有所体现，而文教体美娱用品因欧洲体育赛事拉动，出口仍保持较高韧性，值得关注。

图表8：经济结构持续优化，高技术制造业保持良好发展态势（%）


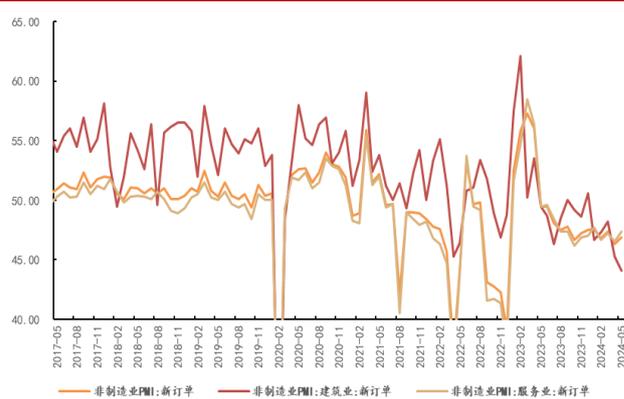
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 非制造业 PMI 保持高韧性，但需求端景气度边际回落

5月非制造业PMI为51.1%，较前值51.2%回落0.1pct，弱于季节性表现，较近五年同期环比变动均值低1.04pct。其中，PMI服务业为50.5%，较上月回升0.2pct，但连续5个月处于荣枯线之上，弱于季节性表现，环比变动较近五年同期环比变动均值低1.02pct；服务业PMI新订单47.4%，较上月回升0.9pct，指向未来服务业景气度或有所回落。PMI建筑业54.4%，较上期回落1.9pct，弱于季节性表现，较近五年同期环比变动均值低1.36pct；PMI建筑业新订单44.1%，较上月回落1.2pct，连续两个月回落，或指向建筑业新增需求仍未大规模启动，房地产投资端尚未呈现回暖迹象。

图表9：非制造业保持高景气度 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：非制造业 PMI 分项走弱 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望

5 月经济景气度边际回落，再次步入收缩区间，弱于季节性。生产与需求景气度双双回落，其中，由于我国经济尚处于新旧动能转换阶段，专项债发行节奏相对靠后，房地产市场尚未明显回暖，传统增长动能边际走弱对经济拖累相对明显，内需景气度边际回落，同时近期贸易摩擦升温，国际地缘冲突持续与海外补库周期开启，推动运力紧张、运价走强，导致部分薄利行业难以承受高涨的运价，外需景气度亦有所回落。在有效需求不足的背景下，上游原材料涨价，导致制造企业被动涨价，而制造企业向下游企业转嫁成本的能力相对有限，导致产成品价格涨幅小于主要原材料购进价格涨幅，或挤压中游制造利润，制造业企业扩产内在动能或仍不足，新一轮主动补库周期开启仍需进一步观察。从结构上看，大型企业景气度边际回升，中小型企业景气度边际回落，但就业市场景气度边际回升。

向后看，短期内，外需拉动或存在边际回落风险，受扩内需政策影响，消费温和回升，专项债发行节奏提速，叠加超长期国债进入发行期，基建投资或将成为重要支撑力量，同时稳地产政策持续加码，提振市场信心，或加速房地产市场风险出清。继续强调，考虑二季度低基数效应，虽然内外需有边际走弱迹象，但内外需同频共振，二季度经济增速读数或仍会较为理想，并未有超预期增量信息显现，提示重点关注 7 月中国共产党中央委员会第三次全体会议深化改革的具体部署。（1）外需或存在边际回落风险。从外需变动的三个影响因素来看，中美贸易摩擦影响或相对有限，主要是加征关税体量偏小（180 亿美元），且部分商

品存在豁免期，极端天气影响亦逐步消退，但地缘政治风险与海外补库周期开启，推动运力紧张、运价走强，短期影响或仍将持续，部分薄利行业出口或受制约，如纺织等劳动密集型产品。从高频数据来看，SCFI 综合指数与运费指数出现分化，或亦指向出口韧性或边际有所回落。

(2) 在扩内需方面，需要密切关注以下三点：一是消费或温和回升。以旧换新、大规模设备更新改造等政策效果逐步显现，叠加近期北京大兴、河北唐山、吉林等多地开启了新一轮消费券的发放，涵盖餐饮、购物、娱乐等多个领域，着力打造夏日消费、夜间消费场景，或温和刺激消费回升，特别是各省市以旧换新政策配套细则逐步出台，居民观望情绪或有所消退，汽车销售或将有所回暖。

二是基建投资或成为重要支撑力量。特别国债和专项债发行节奏有所提速，基建投资或逐步发力。5月专项债发行节奏较4月有明显提速，截至5月30日，新增专项债发行3784.09亿元，较4月发行883.24亿元增加了2900.85亿元，同时超长期国债已经进入发行期，尽管发行周期较长、节奏平缓，资金相对均匀投放，但与专项债叠加，或将成为基建投资有效支撑，有望对冲外需调整风险。

三是稳地产政策持续加码，提振市场信心，或加速房地产市场风险出清。5月17日，央行发布“四支箭”地产新政，各个省市纷纷调整相关政策，同时上海、深圳、广州三个一线城市亦发布相关促进房地产平稳健康发展相关政策，提振市场信心，从高频数据来看，短期房地产销售环比有所回暖。考虑政策的主旨仍是保交楼，地产投资能否改善，有待进一步观察。

短期建议关注：一是基建投资回升的机会；二是新质生产力的数字、氢能、固态电池、卫星互联网、低空经济等；三是半导体、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等出口竞争力强、出海布局领先的商品有望持续占优。

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；房地产市场修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
<p>报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。</p> <p>市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。</p>	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048