

2024年06月01日

春旺结束，归于平淡——5月PMI点评

 点评报告

证券研究报告

尹睿哲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

赵心茹

分析师

SAC 执业证书编号: S1450524040006

zhaoxr@essence.com.cn

相关报告

PMI 重回临界值以下。春旺结束，PMI 季节性回落，但回落幅度却超出预期。5月制造业PMI 环比回落0.9个点，在“金三银四”之后再度回到收缩区间，趋势上符合季节性，但回落幅度为近10年最大。从分项指标来看，价格指数继续上涨是为数不多的亮点，其它分项指标除从业人员指数小幅回升0.1个点以外，其余均出现不同程度的回落。分企业类型来看，仅大型企业PMI 仍维持在临界值上，中小型企业PMI 双双回落至临界值以下。

目1. 产需重归平淡

需求长周期改善动力不足，拖累生产。本月新订单指数及新出口订单指数分别回落1.5、2.3个点，内外需均在3-4月的短暂改善后再度回落，这意外着前期改善可能主要由旺季补库驱动，更长周期的内生动力仍然有待提升。需求的疲软压制了生产积极性，生产指数在临界值以上回落2.1个点，同时采购量回落至临界值以下。

对于本月明显走弱的产需数据，可以从以下两个角度理解：一方面，五一长假导致5月工作日相对4月而言明显偏少，同时部分生产性行业倾向于在长假前后开启检修，从而导致生产活跃度下降，如轮胎行业等开工率在五一假期前后明显回落；另一方面，今年的“金三银四”成色较足，3-4月经济活跃度超出市场预期导致基数较高，这也可能是环比层面本月pmi 数据偏弱的部分原因。

目2. 出厂价格升至扩张区间

出厂价格时隔7个月再度回到扩张区间。5月原材料价格指数连续第4个月上行，而出厂价格指数自去年9月以后首次升至临界值以上，反映价格向终端的传导有所改善。但需注意的是，出厂价格的上行斜率明显弱于原材料端，这意味着短期内企业仍然存在牺牲利润换取销量的压力。

5月ppi 降幅有望继续收敛。本轮价格的推升既有政策带来的预期改善影响，也有供给侧成本因素影响。在全国范围内频繁出台的楼市宽松政策带动钢材、玻璃等建材价格持续上涨，此前长期在低位徘徊的水泥价格也在5月出现抬头迹象，除了受到政策松绑带来的预期改善以外，6月1日起水泥开始执行新国标导致成本上行，产需两端共同推动价格低位抬头。自5月以来，包括建材、有色、煤炭等在内的大宗商品价格普遍上涨，预计5月ppi 大概率继续上行。

目3. 楼市新政效果温和

5·17 新政将楼市松绑力度推入到一个新层次，明确取消全国层面房贷利率下限、下调房贷首付比例和公积金贷款利率。此后，各地陆续跟进，目前一线城市中，北上广深均已落地按区域局部放松限购，其中上海、广州、深圳都已响应“降首付”政策，房贷利率也有不同程

度下调。目前全国范围内已有包括杭州、成都、西安等 23 个城市全面取消限购，楼市松绑力度空前，但从市场反应来看，政策效果似乎一般。

根据重点跟踪的 12 城商品房成交数据来看，新政之后的近两周，商品房成交量整体维持上升态势，但增长幅度逐步放缓。从二手房成交情况来看，仅有杭州、南京在新政后成交明显放大、其他城市热度仍然一般。究其原因，认为一方面，各地落地政策的时间存在先后差异，政策发酵仍需 1-2 个月左右的时间才能更直观的在成交端看到效果，另一方面，楼市信心和收入预期的重建都还需要更长的时间。

PMI 趋势值如期在二季度企稳转向，本月 PMI 同比继续上行至-4.8%。但从年后数月的经济指标走向所反映的情况来看，前期经济数据的超预期表现主要由库存低位与春旺共振导致，长期来看，经济企稳向上的内生动能仍然有待修复。

目 风险提示：统计口径误差

目 录

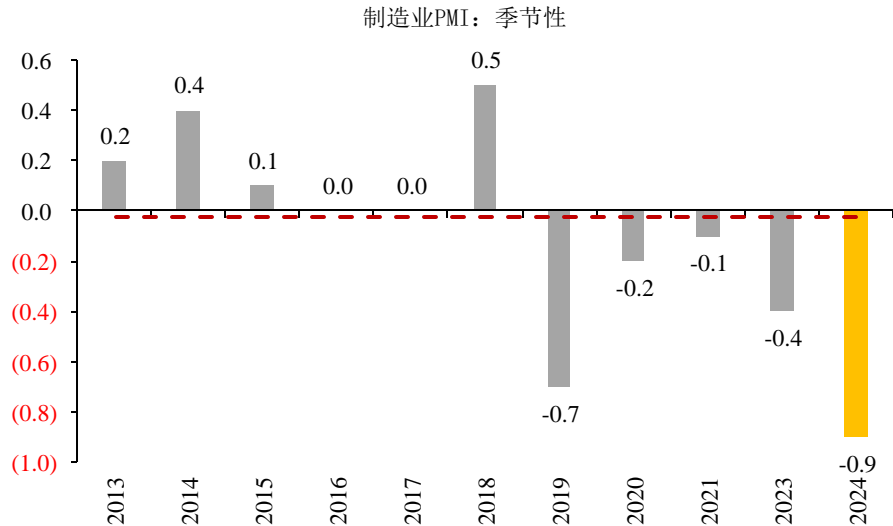
1. 产需重归平淡.....	4
2. 出厂价格升至扩张区间.....	5
3. 楼市新政效果温和.....	6

目 录

图 1. 5 月制造业 PMI 回落幅度为近 10 年最大.....	4
图 2. 5 月制造业 PMI 回落 0.9 个点至 49.5.....	5
图 3. 五一假期前后轮胎工厂检修，开工率明显降低.....	5
图 4. 5 月钢材价格持续上涨.....	6
图 5. 水泥价格低位抬头.....	6
图 6. 5 月商品房成交量整体维持上升.....	7
图 7. 5 月二手房市场对政策反响一般.....	7
图 8. PMI 同比企稳转向.....	7

PMI 重回临界值以下。春旺结束，PMI 季节性回落，但回落幅度却超出预期。5 月制造业 PMI 环比回落 0.9 个点，在“金三银四”之后再度回到收缩区间，趋势上符合季节性，但回落幅度为近 10 年最大。从分项指标来看，价格指数继续上涨是为数不多的亮点，其它分项指标除从业人员指数小幅回升 0.1 个点以外，其余均出现不同程度的回落。分企业类型来看，仅大型企业 PMI 仍维持在临界值上，中小型企业 PMI 双双回落至临界值以下。

图1.5 月制造业 PMI 回落幅度为近 10 年最大



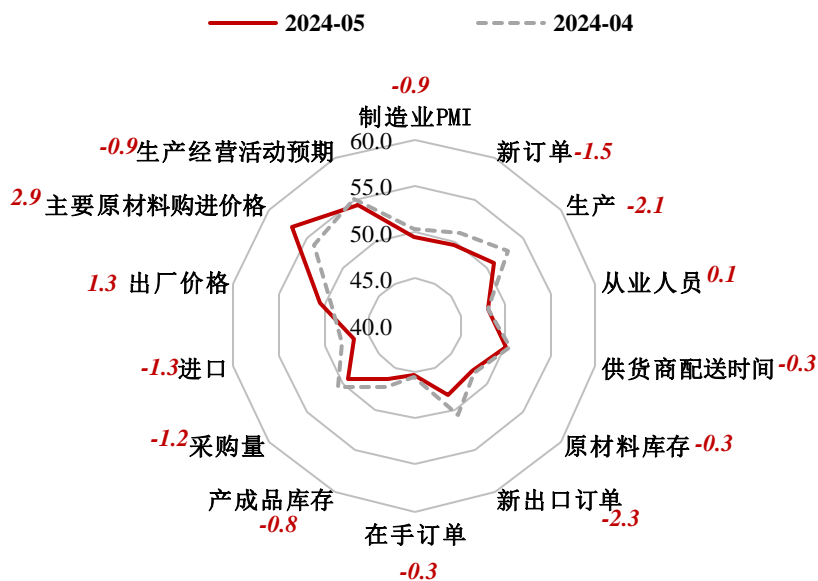
资料来源：Wind、国投证券研究中心

关于本月 PMI，我们重点提示以下几点：

1. 产需重归平淡

需求长周期改善动力不足，拖累生产。本月新订单指数及新出口订单指数分别回落 1.5、2.3 个点，内外需均在 3-4 月的短暂改善后再度回落，这意外着前期改善可能主要由旺季补库驱动，更长周期的内生动力仍然有待提升。需求的疲软压制了生产积极性，生产指数在临界值以上回落 2.1 个点，同时采购量回落至临界值以下。

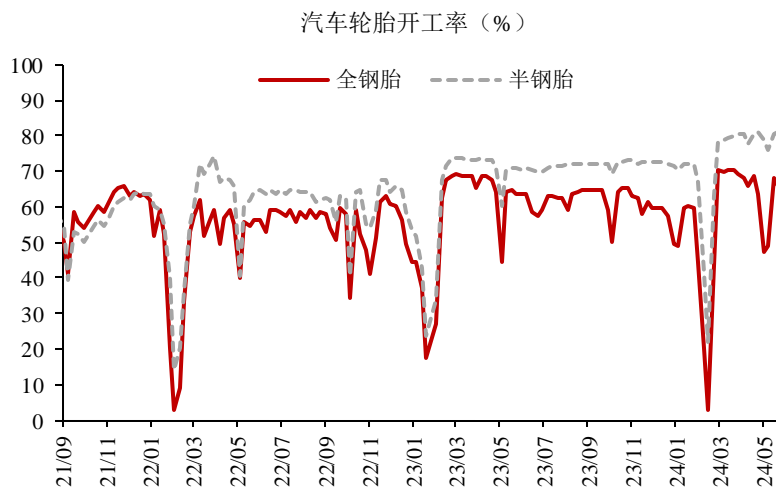
图2. 5月制造业 PMI 回落 0.9 个点至 49.5



资料来源：Wind、国投证券研究中心

对于本月明显走弱的产需数据，可以从以下两个角度理解：一方面，五一长假导致5月工作日相对4月而言明显偏少，同时部分生产性行业倾向于在长假前后开启检修，从而导致生产活跃度下降，如轮胎行业等开工率在五一假期前后明显回落；另一方面，今年的“金三银四”成色较足，3-4月经济活跃度超出市场预期导致基数较高，这也可能是环比层面本月 pmi 数据偏弱的部分原因。

图3. 五一假期前后轮胎工厂检修，开工率明显降低



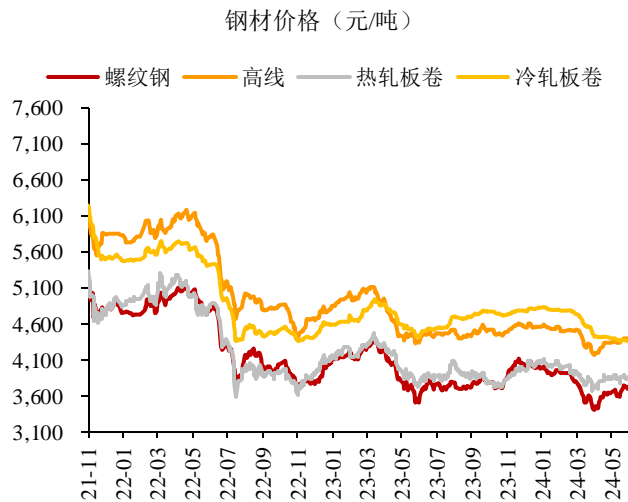
资料来源：Wind、国投证券研究中心

2. 出厂价格升至扩张区间

出厂价格时隔7个月再度回到扩张区间。5月原材料价格指数连续第4个月上行，而出厂价格指数自去年9月以后首次升至临界值以上，反映价格向终端的传导有所改善。但需注意的是，出厂价格的上行斜率明显弱于原材料端，这意味着短期内企业仍然存在牺牲利润换取销量的压力。

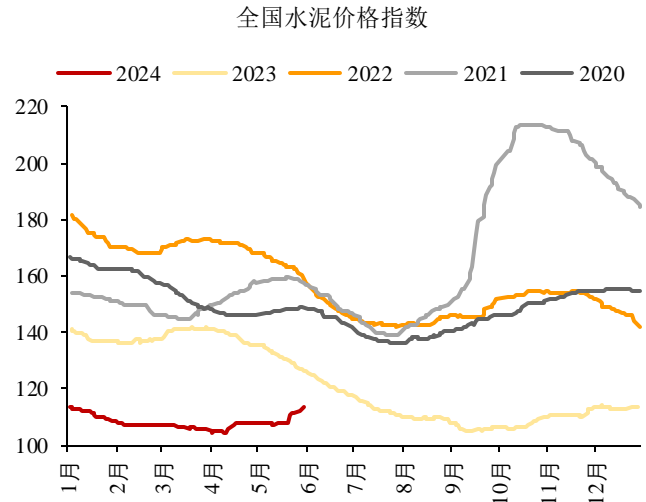
5月 ppi 降幅有望继续收敛。本轮价格的推升既有政策带来的预期改善影响，也有供给侧成本因素影响。在全国范围内频繁出台的楼市宽松政策带动钢材、玻璃等建材价格持续上涨，此前长期在低位徘徊的水泥价格也在5月出现抬头迹象，除了受到政策松绑带来的预期改善以外，6月1日起水泥开始执行新国标导致成本上行，供需两端共同推动价格低位抬头。自5月以来，包括建材、有色、煤炭等在内的大宗商品价格普遍上涨，预计5月 ppi 大概率继续上行。

图4.5 月钢材价格持续上涨



资料来源：iFind、国投证券研究中心

图5. 水泥价格低位抬头



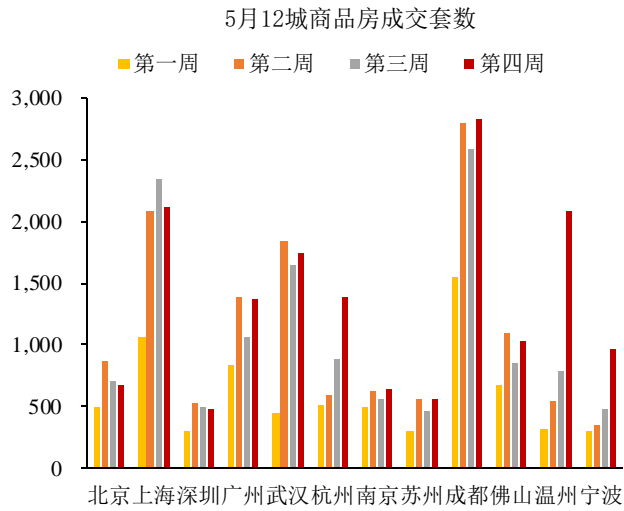
资料来源：Wind、国投证券研究中心

3. 楼市新政效果温和

5·17 新政将楼市松绑力度推入到一个新层次，明确取消全国层面房贷利率下限、下调房贷首付比例和公积金贷款利率。此后，各地陆续跟进，目前一线城市中，北上广深均已落地按区域局部放松限购，其中上海、广州、深圳都已响应“降首付”政策，房贷利率也有不同程度下调。目前全国范围内已有包括杭州、成都、西安等 23 个城市全面取消限购，楼市松绑力度空前，但从市场反应来看，政策效果似乎一般。

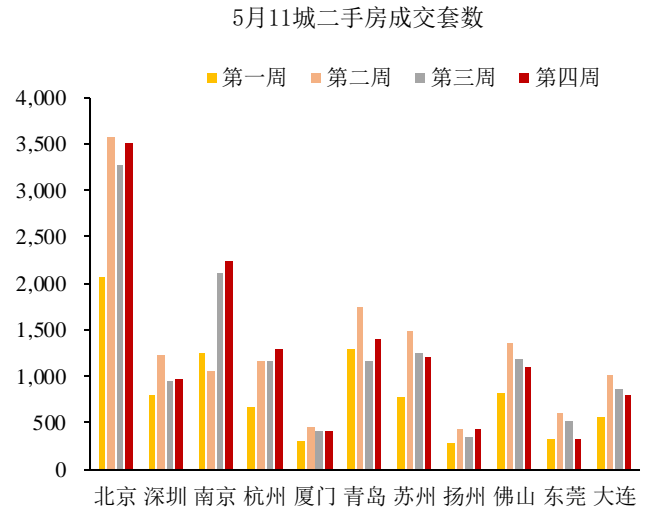
根据重点跟踪的 12 城商品房成交数据来看，新政之后的近两周，商品房成交量整体维持上升态势，但增长幅度逐步放缓。从二手房成交情况来看，仅有杭州、南京在新政后成交明显放大、其他城市热度仍然一般。究其原因，认为一方面，各地落地政策的时间存在先后差异，政策发酵仍需 1-2 个月左右的时间才能更直观的在成交端看到效果，另一方面，楼市信心和收入预期的重建都还需要更长的时间。

图6.5 月商品房成交量整体维持上升



资料来源: Wind、国投证券研究中心

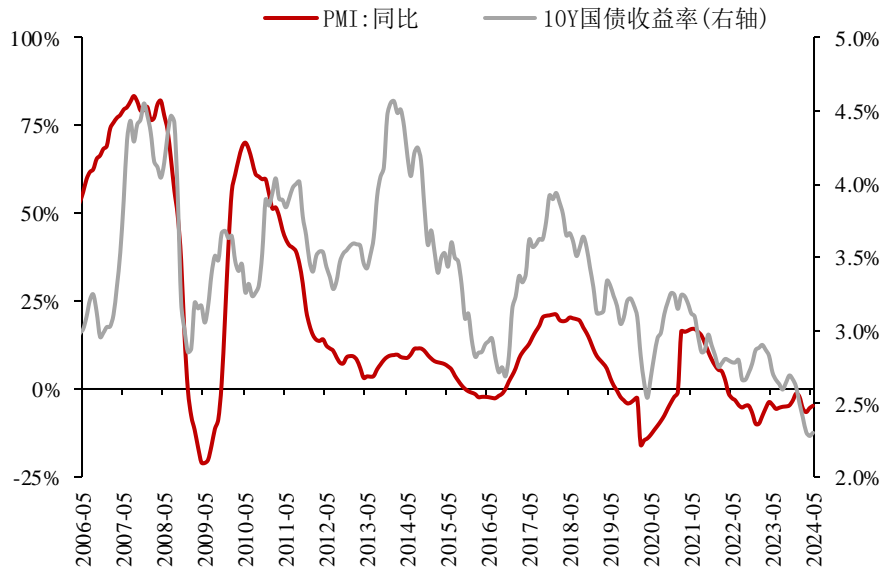
图7.5 月二手房市场对政策反响一般



资料来源: Wind、国投证券研究中心

PMI 趋势值如期在二季度企稳转向，本月 PMI 同比继续上行至-4.8%。但从年后数月的经济指标走向所反映的情况来看，前期经济数据的超预期表现主要由库存低位与春旺共振导致，长期来看，经济企稳向上的内生动能仍然有待修复。

图8. PMI 同比企稳转向



资料来源: Wind、国投证券研究中心

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034