



分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师：张鑫楠

执业证号：S0100524030003

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

5月PMI表现偏弱，综合PMI录得51.0%，环比回落0.7pcts，弱于18/19/21/23等可比年份的季节性均值-0.2pcts。其中，制造业PMI录得49.5%，环比大幅回落0.9pcts，明显低于Wind一致预期的50.4%。

### 为什么5月PMI超预期回落？

**经济恢复尚不稳固是基础原因。**统计局指出“有效需求不足”，具体表现为：1) 制造业新订单和新出口订单指数均明显回落，内需和外需都偏弱；2) 生产指数的回落幅度更大，但仍高于订单指数，显示需求不足对生产形成拖累、产需结构仍不均衡；3) 产成品库存指数连续下降，企业去库存；4) 建筑业PMI再次回落到55%以下，房地产下行和财政纪律整顿持续影响项目施工。

**统计局还指出“前期制造业增长较快形成较高基数”。**今年3月和4月的制造业PMI分别录得50.8%和50.4%，高于预期，除了经济正常波动、年初“抢生产”等因素外，中采曾提到“2202-2203、2302-2303月度间都因为临时事件冲击产生了异常波动”，临时不规则因素影响了季调因子，导致PMI读数一度偏高。随着季调因子在逐步恢复正常，PMI读数也有所回归。

**另外，节假日和工作日的错位可能是一个次要原因。**今年4月的节假日比去年4月少两天，一定程度上造成今年4月的工增较高、社零偏低，主要原因是今年的五一假期全部落在5月。相应的，今年5月的工作日偏少、节假日偏多，5月服务业PMI的环比表现也强于季节性。

值得注意的是，近期制造业PMI出厂价格和原材料购进价格指数均环比上行，叠加基数变化，PPI同环比将大概率回升。然而在当前上中下游供给侧格局分化、输入型通胀特征明显的情况下，**PPI回升未必有利于中下游制造业利润改善。**

### PMI结构拆解

制造业PMI录得49.5%，环比-0.9pcts，降幅是同期历史最低值，降幅低于18/19/21/23等可比年份季节性均值-0.2pcts，**大多数分项的读数均出现回落。**

生产指数/新订单指数分别录得50.8%/49.6%，生产端表现好于需求端，环比变化-2.1pcts/-1.5pcts。产成品库存指数为46.5%，环比-0.8pcts，**企业可能仍处于主动去库阶段。**

建筑业PMI录得54.4%，再次回落到55%以下。环比-1.9pcts，弱于季节性的-1.2pcts，可能主要与地产开工减慢有关。

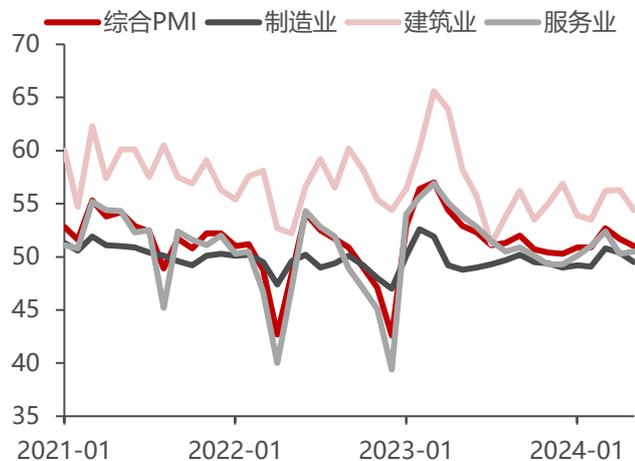
服务业PMI录得50.5%，环比+0.2pcts，作为逆季节性回升的分项，服务性消费受到五一假期拉动表现较好。

**风险提示：**经济变化超预期；增量政策超预期。

### 相关研究

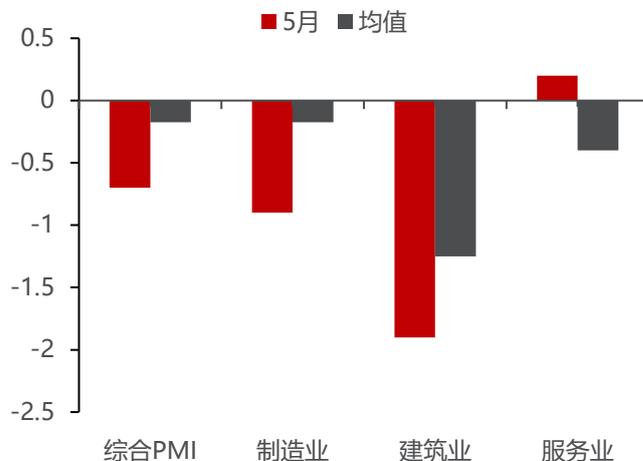
- 宏观点评：节能减碳会影响通胀吗？-2024/05/31
- 国内经济高频周报：5月第4周：财政重回扩张区间-2024/05/27
- 全球大类资产跟踪周报：强美元交易卷土重来？-2024/05/25
- 2024年4月经济数据点评：4月经济的三大特征-2024/05/18
- 全球大类资产跟踪周报：地产再掀波澜，铜价大幅上涨-2024/05/18

图1：各大类 PMI 环比多数季节性回落 (%)



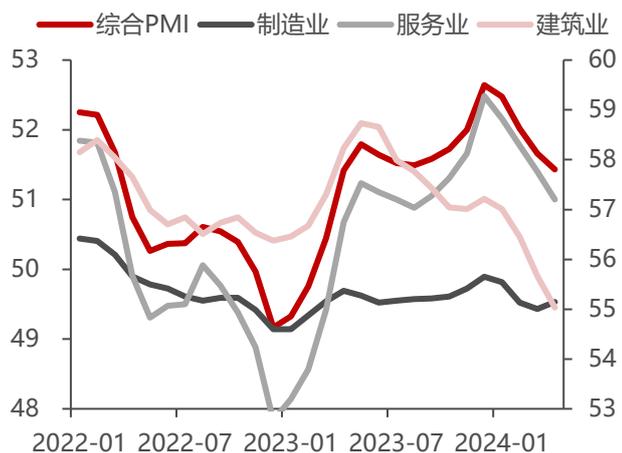
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：多数大类 PMI 降幅超过季节性 (pcts)



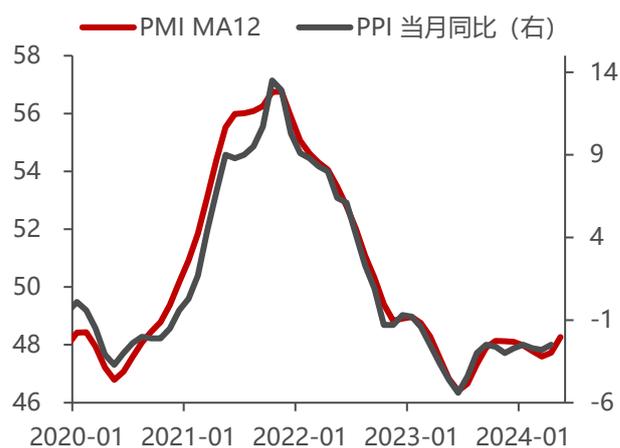
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：除制造业，各大类 PMI 同比均下降 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：PMI 出厂价格指向 PPI 同比或回升 (%)



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026