



2024年5月PMI点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
zhangyunjie@gjzq.com.cn

不必对 PMI 回落过于悲观

事件：

5月31日，国家统计局公布5月PMI指数，制造业PMI为49.5%、前值50.4%；非制造业PMI为51.1%、前值51.2%。

核心观点：不必对 PMI 回落过于悲观

经济温和复苏背景下，5月制造业产、需均有所回落，企业库存行为亦出现反复。5月，制造业PMI连续2个月扩张后再度收缩、录得49.5%，指向经济仍处在温和复苏阶段。产、需回落的同时，企业库存行为偏“谨慎”，5月原材料购进价格指数较上月提升2.9个百分点至56.9%，但采购量指数较上月回落1.2个百分点至49.3%。

制造业景气修复出现波折，或与经济修复早期企业家信心不足、稳增长政策发力效果滞缓等有关。企业需要经历从现金流量表到资产负债表修复的过程，在修复早期信心容易出现反复，稳增长发力节奏的影响也更为直接。今年1-5月，新增专项债发行进度仅29.8%、明显低于正常年份的48.5%，对稳增长政策效果及企业信心修复或有直接影响。

近年来，经济运行的节奏与财政支出节奏关联密切；随着财政发力节奏的加快，经济修复过程仍将延续。专项债发行节奏慢于过去几年同期，剩余超2.7万亿元额度可支撑后续财政支出，对经济修复的影响只是节奏问题；5月后，超长期特别国债发行也开始加快，财政支持力度的加大、实物工作量的加快，有利于经济运行与企业信心的恢复。

事实上，“稳增长”政策效果，在微观层面已有体现，只是“力度”上还不突出而已。去年四季度的一万亿国债增发，支持的相关项目，在4月基建分项中已有体现，以水利管理、环保投资的扩张为表征；前期地产融资“白名单”等政策支持下，4月地产新开工面积单月同比增速提升13.3个百分点至-12.3%，进一步政策加码下带来的效果仍待观察。疫后随着结构分化的拉大，出口形势与新出口订单之间的关系明显弱化；高频指标显示，5月以来出口形势仍较为靓丽。5月新出口订单指数回落，引起普遍关注。事实上，2021年底以来，出口形势与新出口订单的关系显著弱化。高频指标显示，5月港口货物吞吐量同比较上月提升4.4个百分点至6.9%，航运价格指数等也有明显上涨。

重申观点：不必对PMI回落过于悲观，“稳增长”等政策效果已有体现，外需改善似乎还在延续。经济温和复苏背景下，制造业景气修复出现波折；随着财政发力节奏的加快，经济修复过程仍将延续，“稳增长”政策效果在微观层面已有体现。此外，5月以来高频数据映射的出口形势仍较为靓丽，港口货物吞吐量、航运价格等涨幅扩大。

常规跟踪：制造业PMI降至收缩区间，非制造业PMI小幅回落

制造业景气有所回落，PMI降至收缩区间。5月，制造业PMI环比减少0.9个百分点至49.5%，表现弱于季节性；往年，5月PMI多较前值回落，平均降幅在0.3个百分点左右。主要分项中，生产、新订单指数拖累明显，分别较上月回落2.1、1.5个百分点。从业人员、供货商配送时间指数贡献为正，分别较上月回升0.1、下降0.3个百分点。

内、外需求普遍下滑，制造业库存同步回落。5月，内、外需均有下滑，新出口订单、进口指数较上月显著下降，环比分别减少2.3、1.3个百分点。需求大幅走弱下，采购量指数较上月回落0.8个百分点，产成品库存指数较上月回落1.2个百分点。分类型看，大型企业产需维持韧性，中、小型企业PMI显著收缩。

服务业需求小幅扩张，建筑业PMI明显下滑。5月，非制造业PMI较上月减少0.1个百分点至51.1%；建筑业拖累作用较大，PMI指数较上月减少1.9个百分点，主要分项中新订单指数下挫1.2个百分点。服务业PMI则较上月增加0.2个百分点；主要分项中，新订单指数受五一假期拉动，较上月提升0.9个百分点。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、核心观点：不必对 PMI 回落过于悲观.....	4
2、常规跟踪：制造业 PMI 降至收缩区间，非制造业 PMI 小幅回落.....	7
风险提示.....	11

图表目录

图表 1： 5 月制造业 PMI 及主要分项出现回落.....	4
图表 2： 5 月原材料购进价格指数涨幅显著.....	4
图表 3： 1-5 月，新增专项债发行进度仅 29.8%.....	4
图表 4： 一季度，企业家经营景气指数处于较低位.....	4
图表 5： 经济要修复到亏损企业扭亏的时段，才会重新回到资产负债表扩张状态.....	5
图表 6： 财政支出“主导”经济修复节奏.....	5
图表 7： 广义财政支出与工业生产的关联度强化.....	5
图表 8： 年初以来主要基建上市公司订单持续改善.....	6
图表 9： 对应“万亿国债”的水利管理、环保投资扩张.....	6
图表 10： 4 月，房地产新开工、施工面积增速改善.....	6
图表 11： 5 月以来粉磨开工率有所反弹.....	6
图表 12： 近年来新出口订单对出口增速的指引弱化.....	7
图表 13： 制造业中营收权重较高行业，其出口额未必高.....	7
图表 14： 5 月以来，CCFI 综合指数涨幅扩大.....	7
图表 15： 5 月以来，港口货物吞吐量涨幅扩大.....	7
图表 16： 5 月，制造业 PMI 弱于季节性.....	8
图表 17： 5 月，制造业产需指数大幅回落.....	8
图表 18： 5 月，新出口订单指数大幅回落.....	8
图表 19： 5 月，在手订单也有明显减少.....	8
图表 20： 5 月，采购量延续显著回落.....	9
图表 21： 5 月，原材料购进价格有显著上涨.....	9
图表 22： 5 月，小型企业 PMI 回落至收缩区间.....	9
图表 23： 5 月，大型企业产需更具韧性.....	9
图表 24： 5 月，非制造业 PMI 保持扩张.....	10
图表 25： 5 月，服务业 PMI 小幅回升.....	10
图表 26： 5 月，服务业新订单指数有所回升.....	10
图表 27： 5 月，服务业投入品、销售价格大幅回落.....	10



图表 28: 5 月, 邮政快递投递量同比涨幅扩大.....	10
图表 29: 5 月, 全国商品房成交不及上月.....	10
图表 30: 5 月, 建筑业新订单指数显著回落.....	11
图表 31: 5 月, 建筑业投入品价格涨幅较大.....	11
图表 32: 5 月, 沥青开工率持续在低位运行.....	11
图表 33: 5 月, 螺纹钢价格指数延续上涨.....	11

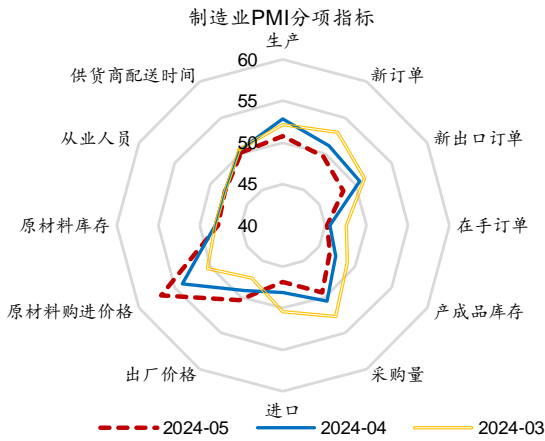


事件：5月31日，国家统计局公布5月PMI指数，制造业PMI为49.5%、预期50.1%、前值50.4%；非制造业PMI为51.1%、预期51.5%、前值51.2%。

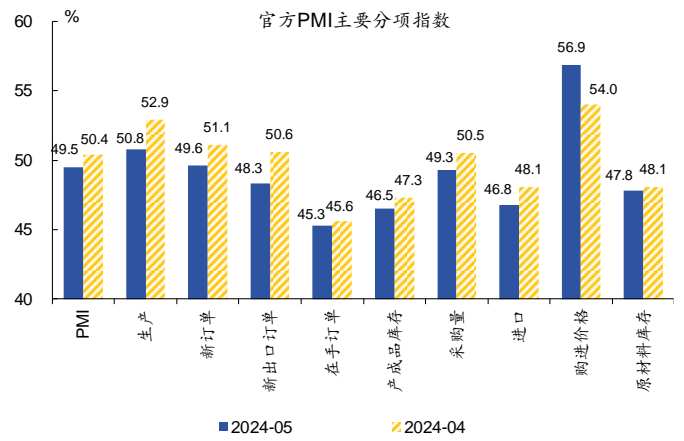
1、核心观点：不必对PMI回落过于悲观

经济温和复苏背景下，5月制造业产、需均有所回落，企业库存行为亦出现反复。5月，制造业PMI连续2个月扩张后再度收缩、录得49.5%，指向经济仍处在温和复苏阶段；主要分项中，生产、新订单指数分别较上月回落2.1、1.5个百分点至50.8%、49.6%，合计拖累PMI整体下滑1个百分点。企业库存行为偏“谨慎”，5月原材料购进价格指数较上月提升2.9个百分点至56.9%，但采购量指数较上月回落1.2个百分点至49.3%。

图表1：5月制造业PMI及主要分项出现回落



图表2：5月原材料购进价格指数涨幅显著

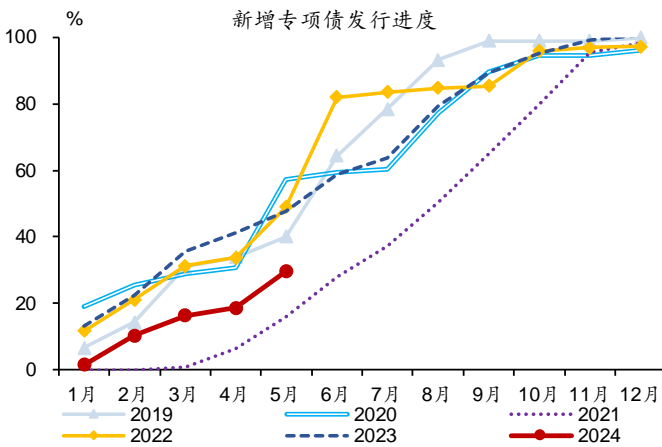


来源：Wind、国金证券研究所

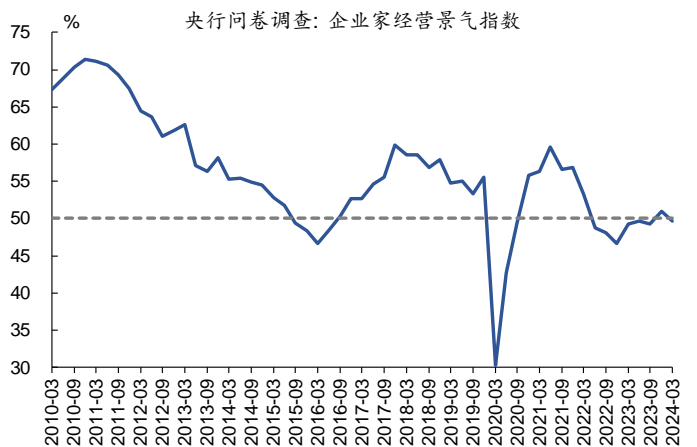
来源：Wind、国金证券研究所

制造业景气修复出现波折，或与经济修复早期企业家信心不足、稳增长政策发力效果滞缓等有关。企业需要经历从现金流量表到资产负债表修复的过程，在修复早期信心容易出现反复，稳增长发力节奏的影响也更为直接。今年1-5月，新增专项债发行进度仅29.8%、明显低于正常年份的48.5%，对稳增长政策效果及企业信心修复或有直接影响；4月，发债过慢对于基建投资的拖累已有所体现，公共设施投资累计同比降至-4.5%（详情参见《“复苏”号角已响起》）。

图表3：1-5月，新增专项债发行进度仅29.8%



图表4：一季度，企业家经营景气指数处于较低位

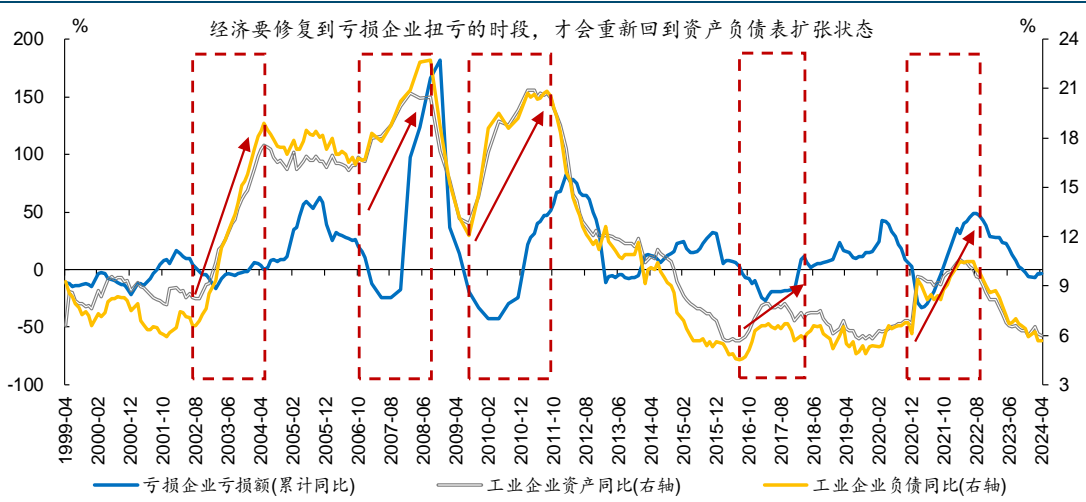


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所



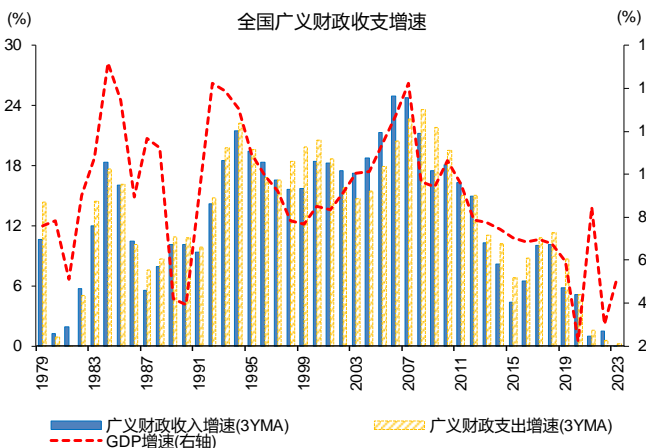
图表5: 经济要修复到亏损企业扭亏的时段, 才会重新回到资产负债表扩张状态



来源: Wind、国金证券研究所

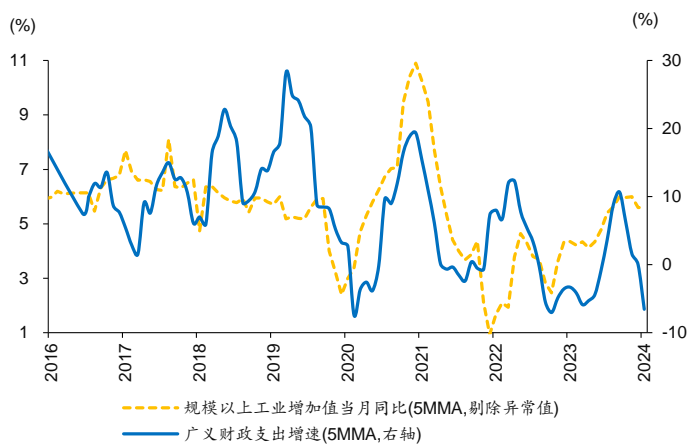
近些年来, 经济运行的节奏与财政支出节奏关联密切; 伴随着财政发力节奏的加快, 经济修复过程仍将延续。专项债发行节奏慢于过去几年同期, 对经济修复的影响只是节奏问题; 随着专项债项目筛选完毕, 后续新增专项债发行或明显提速。5月之后, 超长期特别国债的发行也开始加快、将持续至11月中旬。剩余超2.7万亿元额度的地方新增专项债和万亿特别国债将对后续财政支出形成有效支撑; 财政支持力度的加大、实物工作量的加快, 有利于经济运行与企业信心的恢复。

图表6: 财政支出“主导”经济修复节奏



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 广义财政支出与工业生产的关联度强化

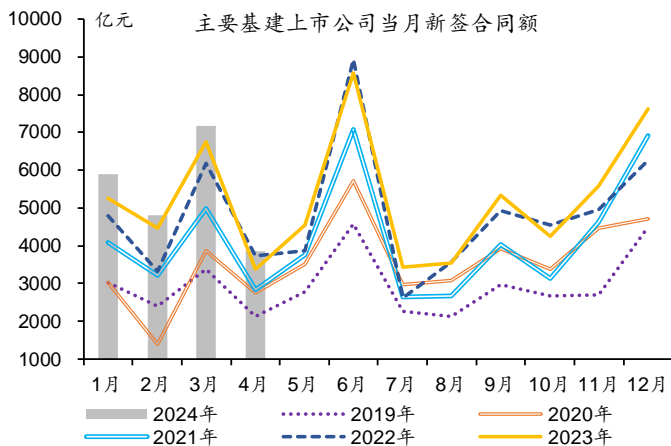


来源: Wind、国金证券研究所

事实上, “稳增长”政策效果, 在微观层面已有体现, 只是“力度”上还不突出而已。去年四季度的一万亿国债增发, 支持的相关项目, 在4月基建分项中已有体现, 以水利管理、环保投资的扩张为表征; 微观层面, 1-4月代表性基建央企新签订单额同比增长9.4%, 可与投资数据相互印证。前期地产融资“白名单”等政策支持下, 4月地产新开工面积单月同比增速提升13.3个百分点至-12.3%, 进一步政策加码下带来的效果仍待观察。

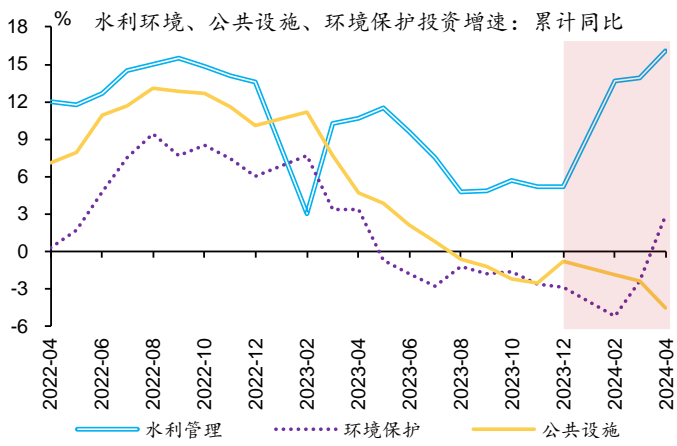


图表8: 年初以来主要基建上市公司订单持续改善



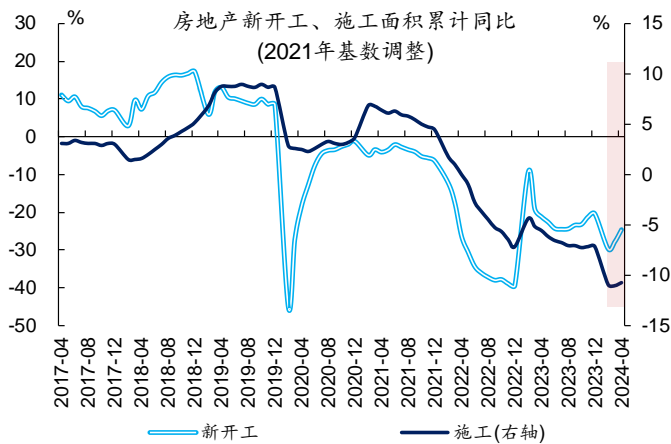
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 对应“万亿国债”的水利管理、环保投资扩张



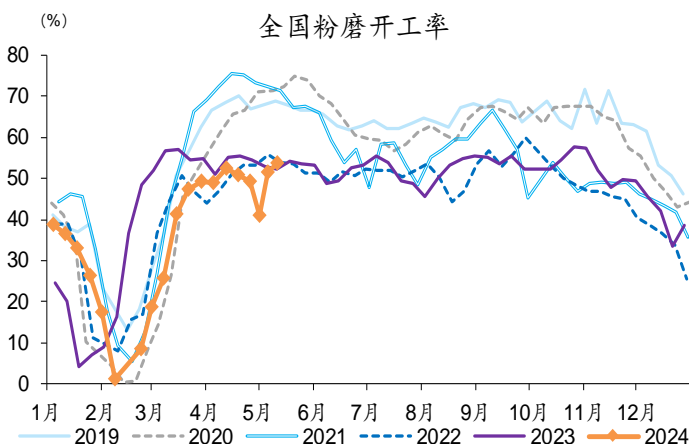
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 4月, 房地产新开工、施工面积增速改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 5月以来粉磨开工率有所反弹



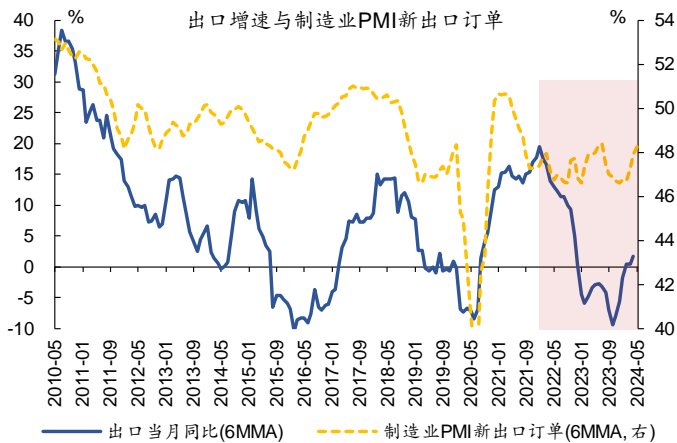
来源: Wind、国金证券研究所

疫后随着结构分化的拉大, 出口形势与新出口订单之间的关系明显弱化; 高频指标显示, 5月以来出口形势仍较为靓丽。5月新出口订单指数回落, 引起普遍关注。事实上, 2021年底以来, 出口形势与新出口订单的关系显著弱化, 甚至阶段性背离; 背后原因主要包括统计口径差异、我国出口结构分化拉大等, 如PMI新出口订单采用PPS抽样法, 基于增加值而非出口额占比分配行业样本量。高频指标显示, 近期无论航运价格指数, 还是港口货物吞吐量的同比涨幅在继续扩大; 4、5月港口货物吞吐量同比分别为2.5%、6.9%。

¹ 说明: “主要基建上市公司”共包括中国建筑、中国电建、中国化学、中国中冶4家按月披露经营数据的公司。

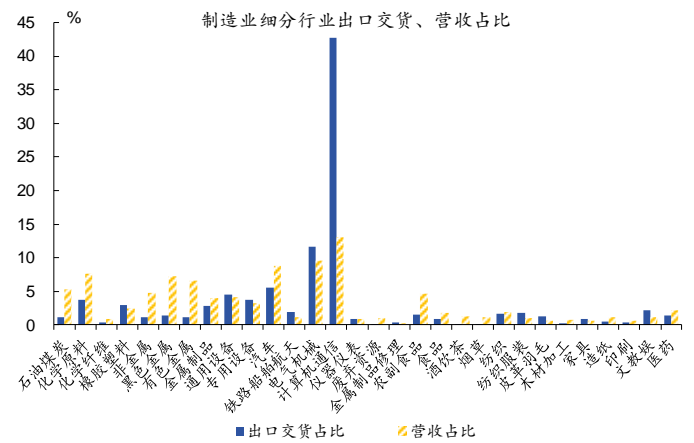


图表12: 近年来新出口订单对出口增速的指引弱化



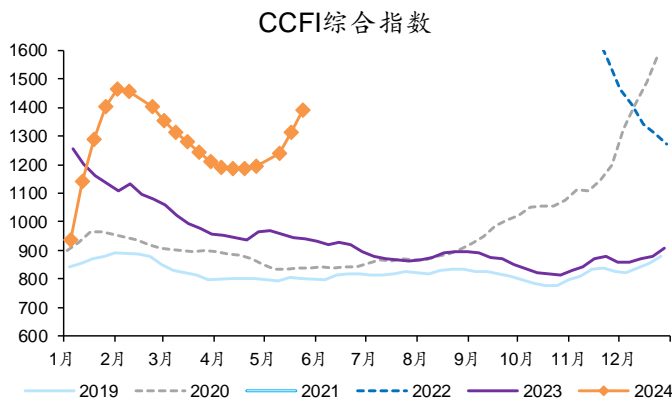
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 制造业中营收权重较高行业, 其出口额未必高



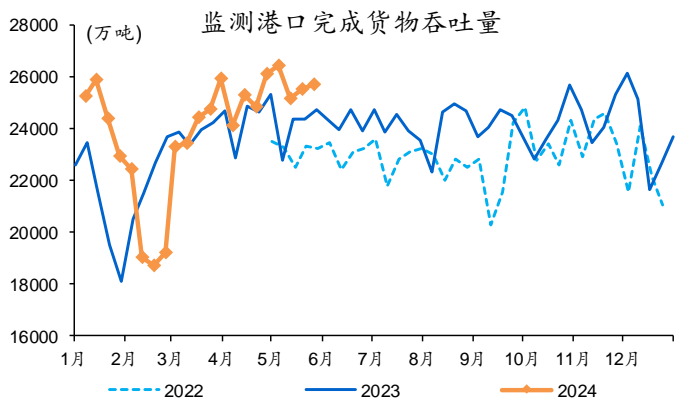
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 5月以来, CCFI 综合指数涨幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 5月以来, 港口货物吞吐量涨幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

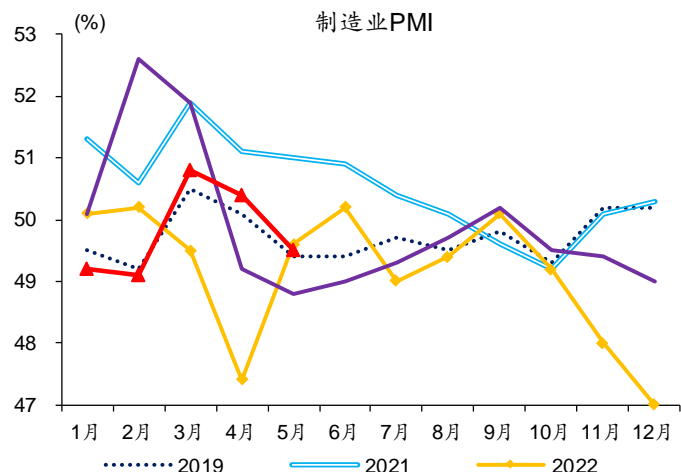
重申观点: 不必对 PMI 回落过于悲观, “稳增长”等政策效果已有体现, 外需改善似乎还在延续。经济温和复苏背景下, 制造业景气修复出现波折; 随着财政发力节奏的加快, 经济修复过程仍将延续, “稳增长”政策效果在微观层面已有体现。此外, 5 月以来高频数据映射的出口形势仍较为靓丽, 港口货物吞吐量、航运价格等涨幅扩大。

2、常规跟踪: 制造业 PMI 降至收缩区间, 非制造业 PMI 小幅回落

制造业: 制造业景气有所回落, PMI 降至收缩区间。5 月, 制造业 PMI 环比减少 0.9 个百分点至 49.5%, 表现弱于季节性; 过去年份中, 5 月 PMI 多较前值回落, 平均降幅在 0.3 个百分点左右。主要分项中, 生产、新订单指数拖累明显, 分别较上月回落 2.1、1.5 个百分点至 50.8%、49.6%; 原材料库存相应减少 0.3 个百分点至 47.8%。从业人员、供货商配送时间指数贡献为正, 分别较上月回升 0.1、下降 0.3 个百分点至 48.1%、50.1%。

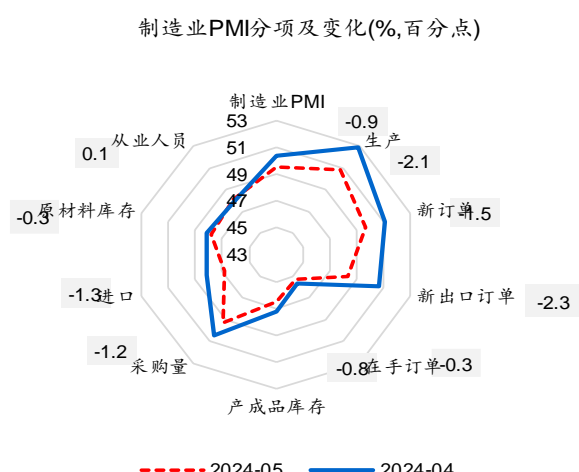


图表16: 5月, 制造业PMI 弱于季节性



来源: Wind、国金证券研究所

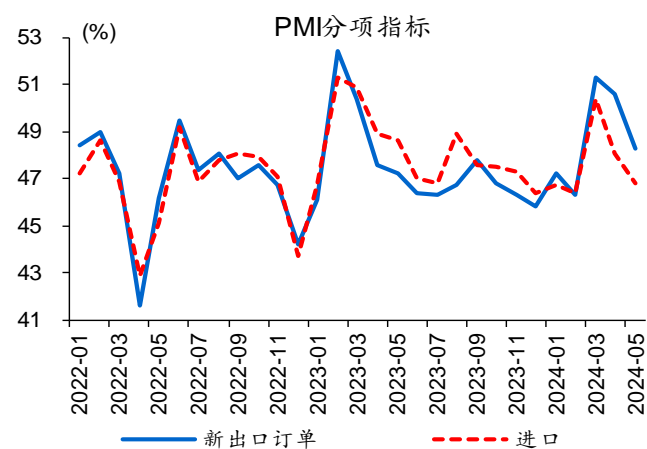
图表17: 5月, 制造业产需指数大幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

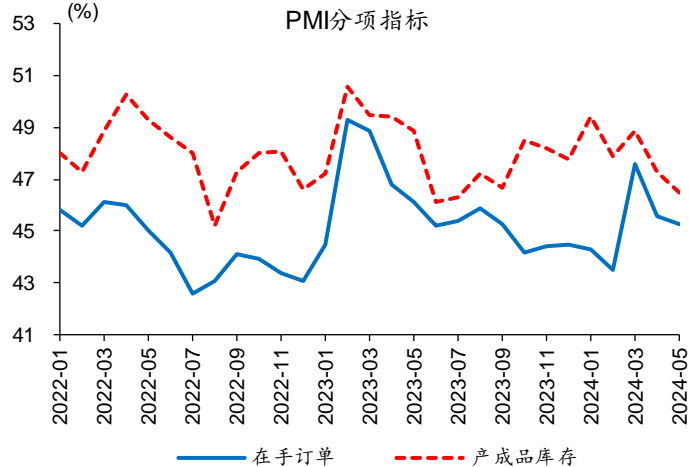
内、外需求普遍下滑, 制造业库存同步回落。5月, 内、外需均有下滑, 新出口订单、进口指数较上月显著下降, 环比分别减少 2.3、1.3 个百分点至 48.3%、46.8%; 在手订单指数也有下滑, 环比减少 0.3 个百分点至 45.3%。需求大幅减少下, 企业采购意愿降低, 采购量指数较上月回落 0.8 个百分点至 46.5%; 制造业库存边际回落, 产成品库存指数较上月回落 1.2 个百分点至 49.3%。

图表18: 5月, 新出口订单指数大幅回落



来源: Wind、国金证券研究所

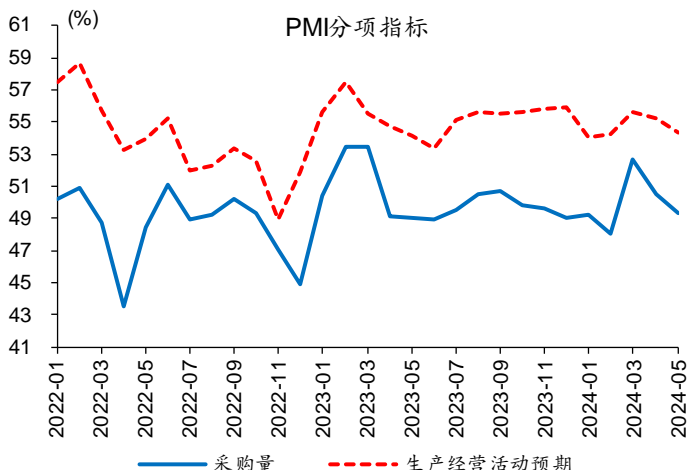
图表19: 5月, 在手订单也有明显减少



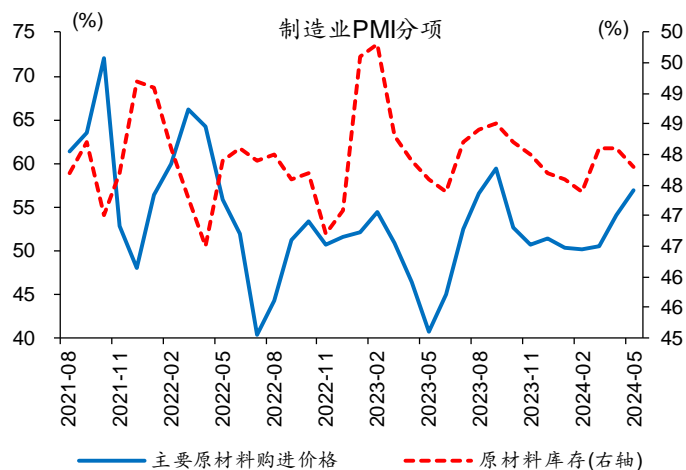
来源: Wind、国金证券研究所



图表20: 5月, 采购量延续显著回落



图表21: 5月, 原材料购进价格有显著上涨

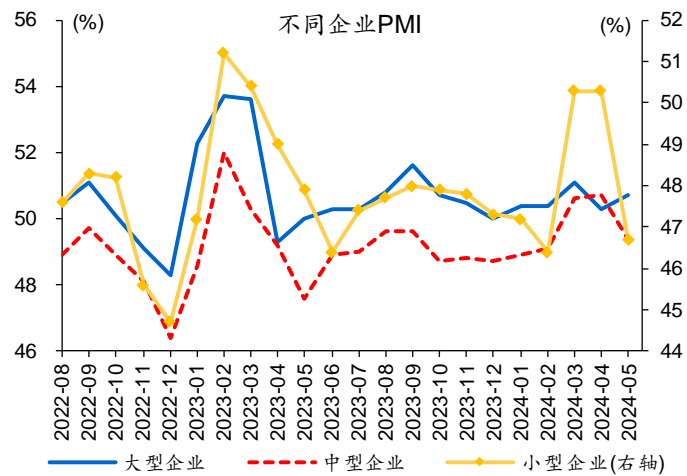


来源: Wind、国金证券研究所

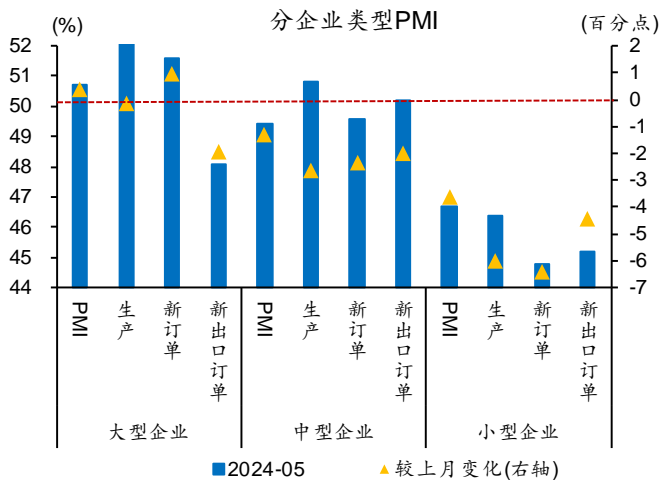
来源: Wind、国金证券研究所

大型企业产需维持韧性, 中、小型企业 PMI 显著收缩。5月, 大型企业 PMI 较上月回升 0.4 个百分点至 50.7%; 其产需维持韧性, 新订单指数较上月增加 1 个百分点至 51.6%, 生产指数录得 52.7%、保持在扩张区间。中、小型企业 PMI 则分别较上月减少 1.3、3.6 个百分点至 49.4%、46.7%; 其产需下滑幅度较大, 新订单指数分别较上月减少 2.3、6.4 个百分点至 49.6%、44.8%, 生产指数分别较上月减少 2.6、6 个百分点至 50.8%、46.4%。

图表22: 5月, 小型企业 PMI 回落至收缩区间



图表23: 5月, 大型企业产需更具韧性



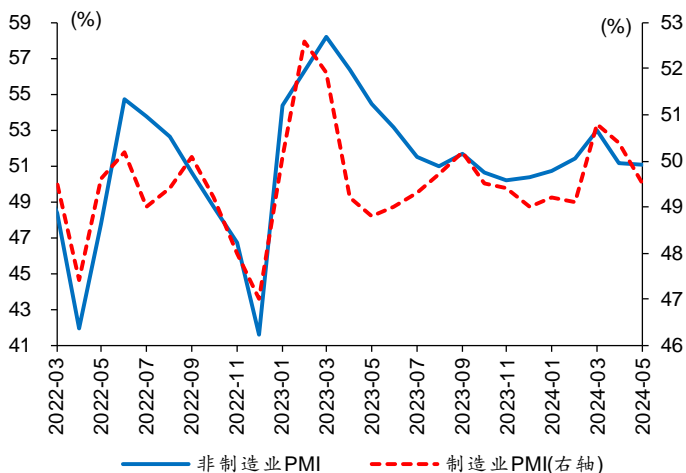
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

非制造业: 建筑业拖累下, 非制造业 PMI 小幅下滑。建筑业 PMI 较上月减少 1.9 个百分点至 54.4%, 拖累非制造业 PMI 较上月减少 0.1 个百分点至 51.1%。而服务业则延续复苏态势, PMI 指数较上月增加 0.2 个百分点至 50.5%。服务业细分行业中, 邮政、电信广播电视传输服务、信息技术服务、文体娱等行业 PMI 位于 55.0% 以上较高景气区间。但与此同时, 资本市场服务、房地产等行业 PMI 则继续低位运行, 市场活跃度偏弱。

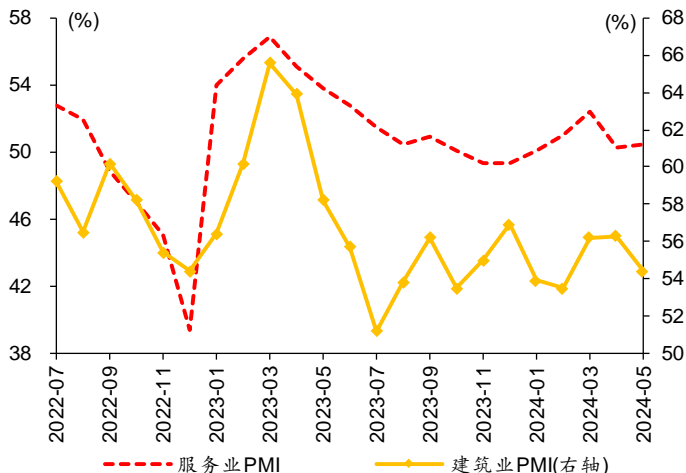


图表24: 5月, 非制造业PMI保持扩张



来源: Wind、国金证券研究所

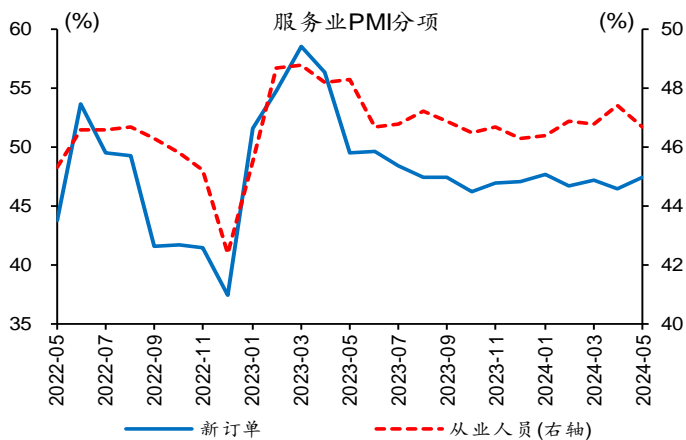
图表25: 5月, 服务业PMI小幅回升



来源: Wind、国金证券研究所

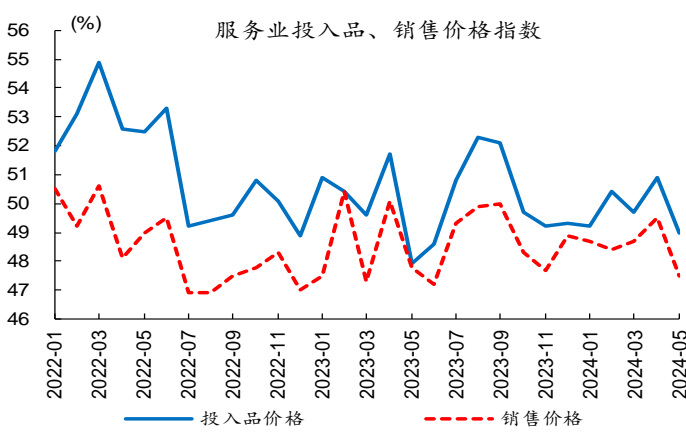
服务业新订单指数上涨, 成本压力有所减少。5月, 服务业主要分项中, 新订单指数受五一假期拉动, 较上月提升0.9个百分点至47.4%; 投入品、销售价格双双回落, 分别较上月下降1.9、2个百分点至49%、47.5%。细分行业看, 邮政等行业持续位于高景气区间, 5月以来邮政快递量同比涨幅扩大; 房地产等行业景气水平偏弱, 5月份全国商品房日均成交面积较上月回落14.2%、同比减少35.4%。

图表26: 5月, 服务业新订单指数有所回升



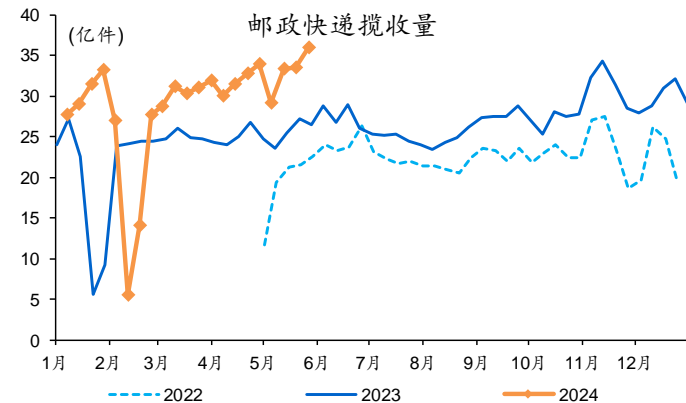
来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 5月, 服务业投入品、销售价格大幅回落



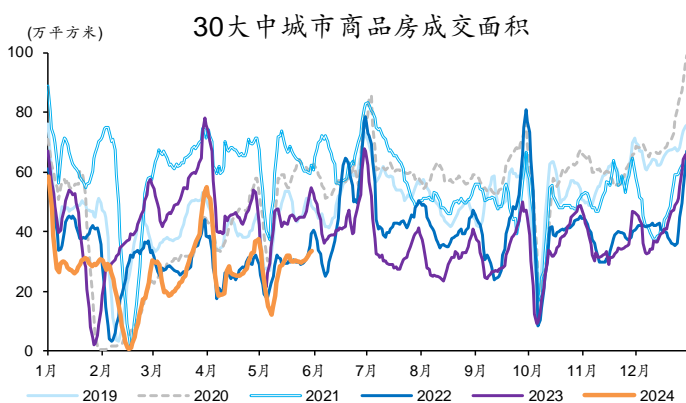
来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 5月, 邮政快递投递量同比涨幅扩大



来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 5月, 全国商品房成交不及上月



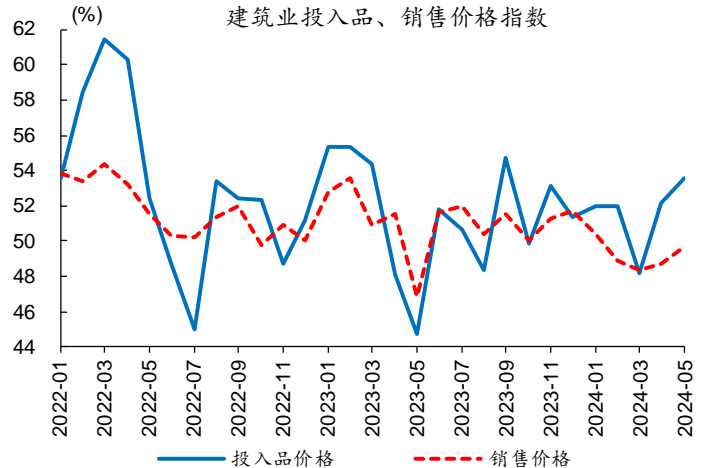
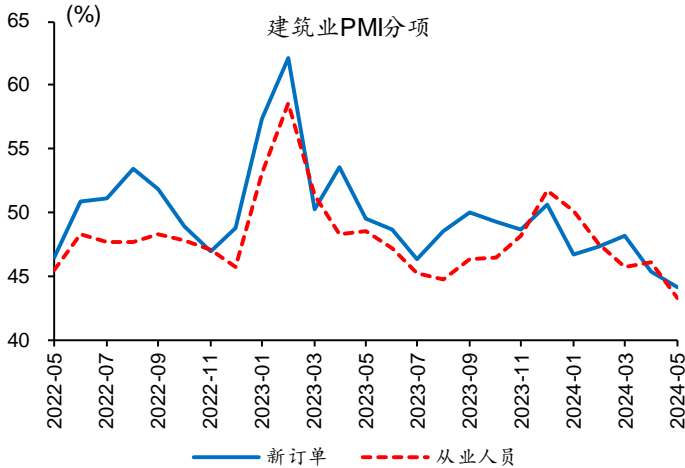
来源: Wind、国金证券研究所



建筑业新订单指数下滑、投入品价格延续上行。5月，建筑业主要分项中，新订单、从业人员指数分别减少1.2、2.8个百分点至44.1%、43.3%。原材料价格对建筑业盈利构成一定压力，投入品价格环比增加1.4个百分点至53.6%；南华螺纹钢价格指数等高频指标有所印证，5月平均价格指数较上月增加2.7个百分点。整体来看，5月映射建筑业景气变化的沥青开工率指标呈现回落态势、且显著低于去年同期水平。

图表30：5月，建筑业新订单指数显著回落

图表31：5月，建筑业投入品价格涨幅较大

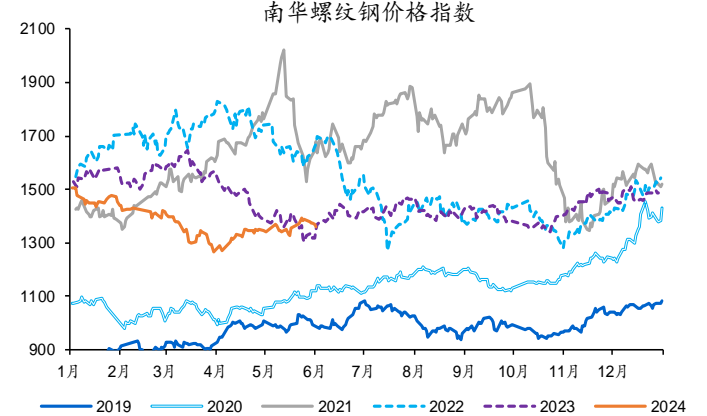
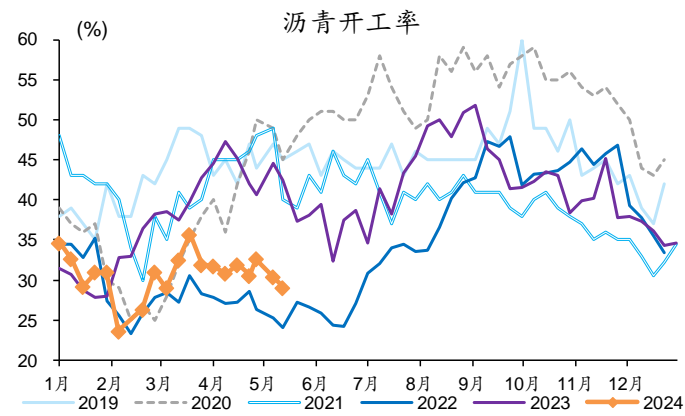


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表32：5月，沥青开工率持续在低位运行

图表33：5月，螺纹钢价格指数延续上涨



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究