

5月PMI数据解读

消费性服务业成为“稳定器”

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 联系人：田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

5月31日，5月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.5（环比-0.7pct）；非制造业为51.1（环比-0.1pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2024-05	49.50	50.70	49.40	46.70	50.80	49.60	48.30	47.80	46.50	56.90	50.40	50.10	48.10	54.30
	2024-04	50.40	50.30	50.70	50.30	52.90	51.10	50.60	48.10	47.30	54.00	49.10	50.40	48.00	55.20
	2024-03	50.80	51.10	50.60	50.30	52.20	53.00	51.30	48.10	48.90	50.50	47.40	50.60	48.10	55.60
	2024-02	49.10	50.40	49.10	46.40	49.80	49.00	46.30	47.40	47.90	50.10	48.10	48.80	47.50	54.20
	2024-01	49.20	50.40	48.90	47.20	51.30	49.00	47.20	47.60	49.40	50.40	47.00	50.80	47.60	54.00
	2023-12	49.00	50.00	48.70	47.30	50.20	48.70	45.80	47.70	47.80	51.50	47.70	50.30	47.90	55.90
	较上月	-0.90	0.40	-1.30	-3.60	-2.10	-1.50	-2.30	-0.30	-0.80	2.90	1.30	-0.30	0.10	-0.90
非制造	2024-05	51.10	53.70	50.60	50.20	-	46.90	47.60	-	45.20	49.70	47.80	51.00	46.20	56.90
	2024-04	51.20	53.60	49.20	51.30	-	46.30	48.40	-	46.00	51.10	49.40	51.00	47.20	57.20
	2024-03	53.00	55.60	50.00	54.40	-	47.40	47.30	-	46.20	49.50	48.60	51.10	46.60	58.40
	2024-02	51.40	47.00	50.50	59.90	-	46.80	47.30	-	46.40	50.60	48.50	50.30	47.00	57.70
	2024-01	50.70	52.90	48.30	52.40	-	47.60	45.20	-	47.20	49.60	48.90	52.00	47.00	59.70
	2023-12	50.40	51.20	46.80	55.90	-	47.50	50.90	-	46.00	49.60	49.30	51.00	47.10	60.30
	较上月	-0.10	0.10	1.40	-1.10	-	0.60	-0.80	-	-0.80	-1.40	-1.60	0.00	-1.00	-0.30

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：5月PMI表现平平，总体走势弱于往年同期，动能较开年有所下滑。显示经济尽管取得恢复性进展，但基础仍不牢靠，转型中结构性矛盾依然较为突出。总体而言，制造业“供需两弱”，非制造业“结构分化”，消费性服务业成为经济“稳定器”。

具体来看，5月PMI有以下几点特征：

需求全面回落是本月数据的核心特征。需求不足带动生产显著下滑，产需缺口有所收窄。从绝对水平看，生产仍位于扩张区间（50.8），但“三大需求”：新订单（-1.5pct至49.6）、新出口订单（-2.3pct至48.3）和在手订单（-0.3pct至45.3）均已回落至收缩区间。

库存压力下降，成本推动价格指数回升。库存方面，随着生产放缓，产成品与原材料库存同步下降。与此同时，价格指数显著回升，主要受成本推升。大宗商品走势分化，有色、石油价格有所回落，但农副产品和地产链相关原材料价格上涨，带动投入品价格大幅上行2.9pct至56.9；出厂价格在成本压力下也有所回升（+1.3pct至50.4），在去年9月后首次回到荣枯线上方。值得提示的是，需求不足的情况下，成本推动的价格上涨可能带来两个问题：一是企业无法成功将成本转移至消费端，导致“产出-投入差”恶化，

压制企业利润和未来扩产意愿；二是消费端价格被动上行可能进一步压制需求。

非制造业表现弱于疫情前同期水平（2017-2019），主要受建筑业拖累。服务业 PMI 有所企稳（+0.2pct 至 50.5），但结构分化，生产性服务业与消费性服务业角色互换。建筑业方面，环比-1.9pct 至 54.4，支撑来自房地产行业改善的预期，拖累来自基建等政府主导项目推进偏缓：房屋建筑业（+0.4pct 至 51.7）形成支撑，土木工程（-5.5pct 至 58.2）、建筑安装装饰及其它建筑业（-1.0pct 至 54.4）形成拖累。

◆ 制造业

5月制造业 PMI 出现超季节性回落，向下击穿荣枯线。PMI 环比下降 0.9pct 至 49.5，跌出盘桓两个月的扩张区间。从季节性角度观察，5月制造业景气度回落幅度明显大于疫前水平与近年水平：2017-2019 年同期环比-0.17pct，2020-2023 同期环比-0.23pct（剔除 2022），因此下滑无法全部用季节性解释。**分贡献因素看，本期数据主要拖累来自生产（贡献-0.525pct）和新订单（贡献-0.45pct），贡献主要来自配送（贡献 0.045pct）。**

需求全面回落是本月数据的核心特征，需求不足带动生产显著下滑，供需缺口有所收窄。从相对变化看，生产需求同步走弱，“供需差”有所收窄：一方面新订单继续萎缩（-1.5pct），另一方面订单高峰过后，生产显著下滑（-2.1pct），“供需差”相应收窄 0.6pct 至 1.2pct。从绝对水平看，生产仍位于扩张区间（50.8），但“三大需求”：新订单（49.6）、新出口订单（-2.3pct 至 48.3）和在手订单（-0.3pct 至 45.3）均已回落至收缩区间。

库存压力下降，成本推动价格指标回升。库存方面，随着企业生产放缓，产成品与原材料库存同步下降。与此同时，价格指标显著回升，主要受成本推升。大宗商品走势分化，有色、石油价格有所回落，但农副食品和地产链相关原材料价格上涨，带动投入品价格大幅上行 2.9pct 至 56.9；出厂价格在成本压力下也有所回升（+1.3pct 至 50.4），在去年 9 月后首次回到荣枯线上方。**值得提示的是，需求不足的情况下，成本推升的价格上涨可能带来两个问题：**一是企业无法成功将成本转移至消费端，导致“产出-投入差”恶化，压制企业利润和未来扩产意愿；二是消费端价格被动上行可能进一步压制需求。供应链方面，配送时效小幅回落（-0.3pct 至 50.1），反向拉动 PMI。

综合上述因素，制造业预期持续回落，小企业景气度明显下滑。预期方面，随着供需同步走弱，制造业预期已连续两个月下行（-0.9pct 至 54.3）。分规模看，不同规模企业 PMI 明显分化，大型企业较为稳定，景气度逆势上行（+0.4pct 至 50.7）；中小企业显著下降（中型-1.3pct 至 49.4，小型-3.6pct 至 46.7），“大小企业差”从 0pct 跳升至 4pct。**分行业看，16 个行业中 8 个（50%）位于景气区间，设备类（专用设备、通用设备、电器机械）、化学类（化学纤维、化学原料）和医药类（医药制造）等行业表现较好。**

◆ 非制造业

5月非制造业 PMI 小幅回落，表现弱于季节性，主要受建筑业拖累。景气度环比下降 0.1pct 至 51.1，表现弱于疫情前同期季节性（2017-2019 同期+0.2pct）。从结构上看，非制造业 PMI 韧性主要来自服务业，建筑业景气下滑构成拖累。

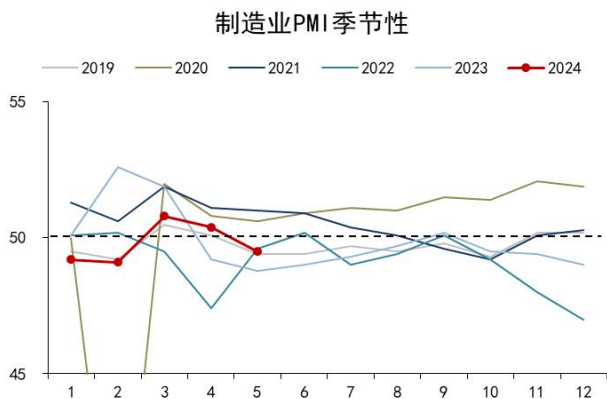
服务业 PMI 有所企稳（+0.2pct 至 50.5），但结构明显分化，生产性服务业与消费性服务业角色互换。受制造业生产放缓拖累，前期表现较好的生产性服务业景气度再度大幅下滑（-3.1pct 至 50.3）；与此同时，五一假期等因素带动消费性服务业出现显著回升（+2.4pct 至 51.7）。

建筑业 PMI 显著回落。建筑业 PMI 高位回落 1.9pct 至 54.4，明显低于过去 3 年同期平均水平（56.8）。具体来看，建筑业的支撑来自房地产行业改善的预期，拖累来自基建等政府主导项目推进偏缓：房屋建筑业（+0.4pct 至 51.7）形成支撑，土木工程（-5.5pct 至 58.2）、建筑安装装饰及其它建筑业（-1.0pct 至 54.4）形成拖累。

从分项指标看，有三方面值得关注：**一是与制造业情况类似，利润持续受到挤压。**当月投入与产出价格双双回落至收缩区间，但投入回落幅度（-1.4pct）小于产出（-1.6pct），企业利润率受到挤压（-0.2pct 至 -1.9）。**二是大型与小型企业景气度“两头偏弱”。**当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别+0.1pct、

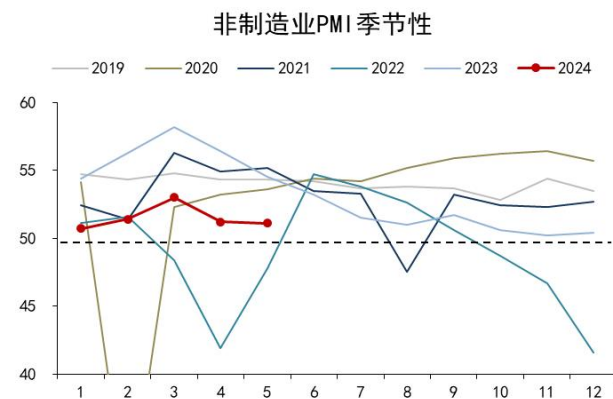
+1.4pct 和-1.1pct。三是分行业看，运输物流类表现较为突出。20 个非制造业行业中 16 个（80%）位于景气区间，运输物流（邮政、铁路运输、水上运输、航空运输、装卸搬运）及通讯网络（电信传输、网络软件）等表现较好。

图2: 制造业 PMI 的季节性



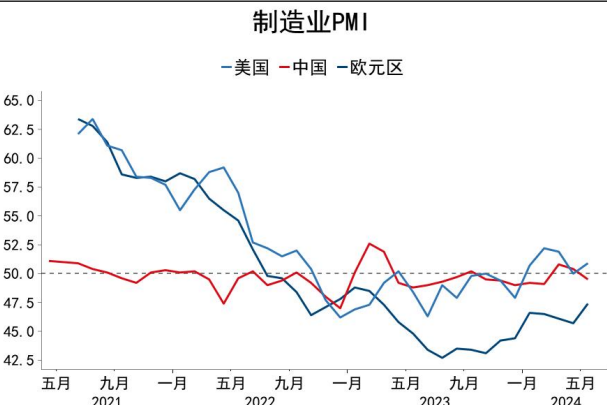
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



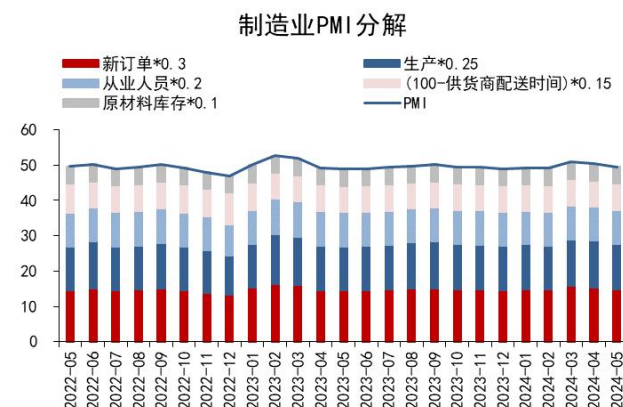
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 美欧制造业 PMI 企稳



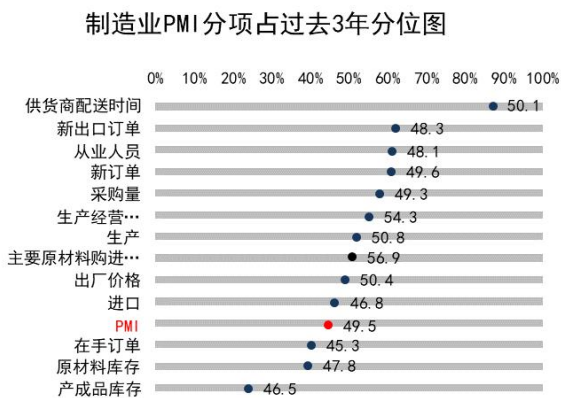
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



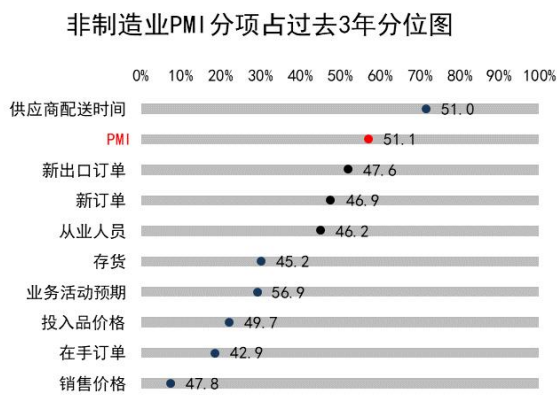
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



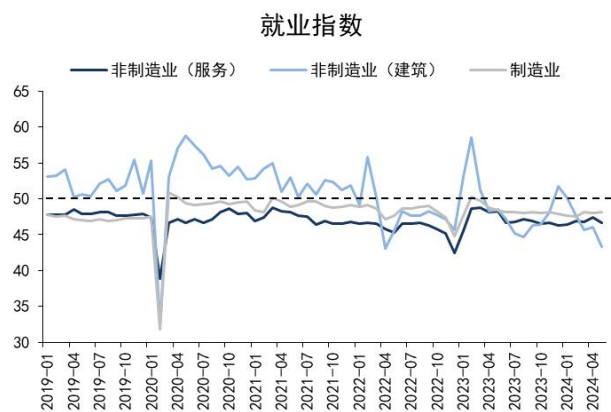
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



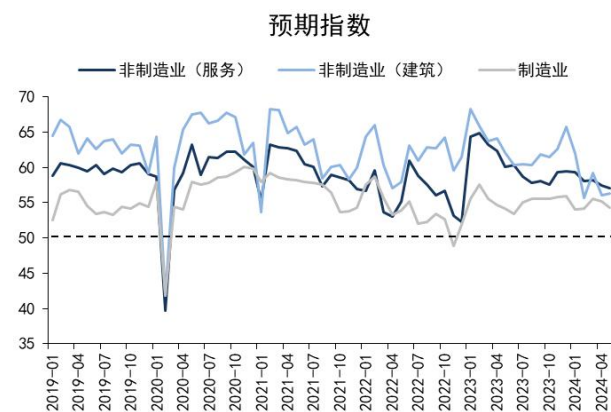
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 制造业成为就业稳定器



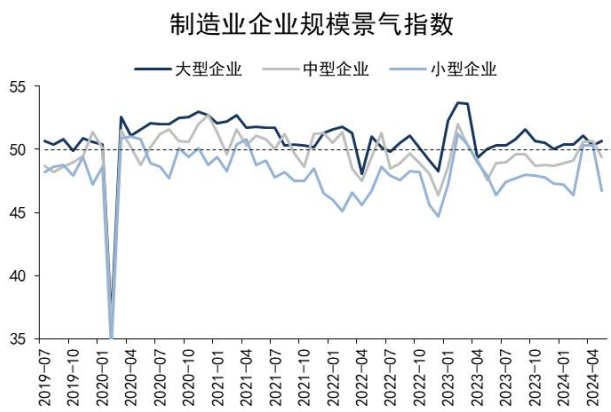
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 建筑业预期逆势企稳



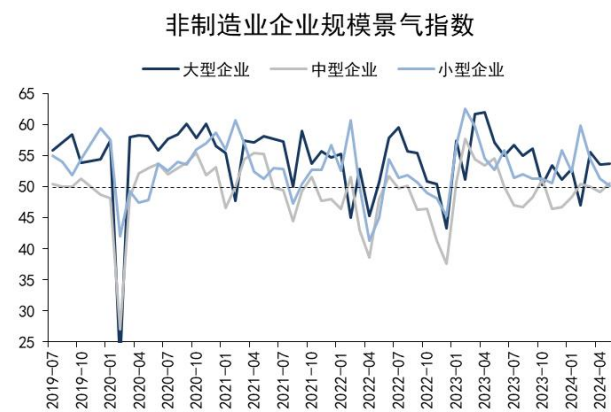
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大型制造业企业景气度保持稳定



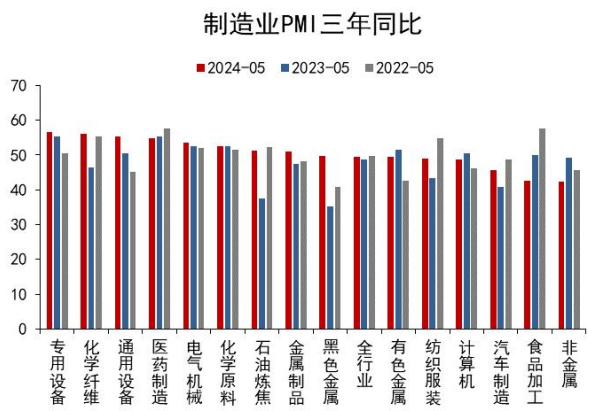
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 中型非制造业企业景气度展现韧性



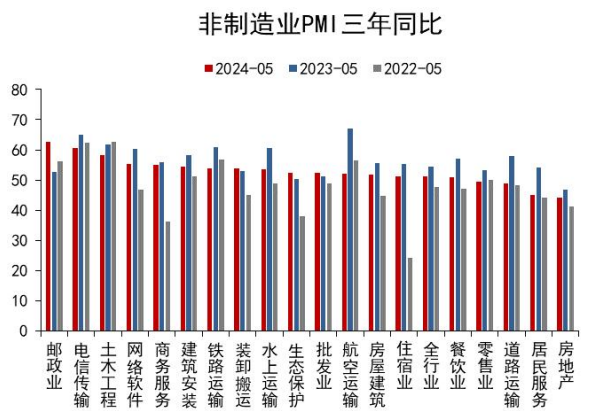
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《2024年4月财政数据快评-收入下行，支出回暖，财政政策力度指数有所回升》——2024-05-21

《美国4月CPI数据点评-通胀核心部分“下台阶”》——2024-05-16

《超长期特别国债发行安排解读-“两重”领域将成为特别国债支持重点》——2024-05-14

《4月金融数据解读-信贷增长“新起点”》——2024-05-12

《中国通胀数据快评-4月通胀同比上行，关注上游产品价格上涨向中下游的传导》——2024-05-11

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明显观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032