

宏观

证券研究报告

2024年06月01日

向外求确定性

我们认为5月PMI数据走弱是需求相对不足的体现。往后来看，需要关注的一是建筑业特别是基建对经济的支撑力度是否会明显走弱；二是出口在外需企稳、去年基数偏低时，对经济的支撑能延续多久。同时，在经济复苏前景相对不确定时，市场对政策发力的预期也逐渐走高。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

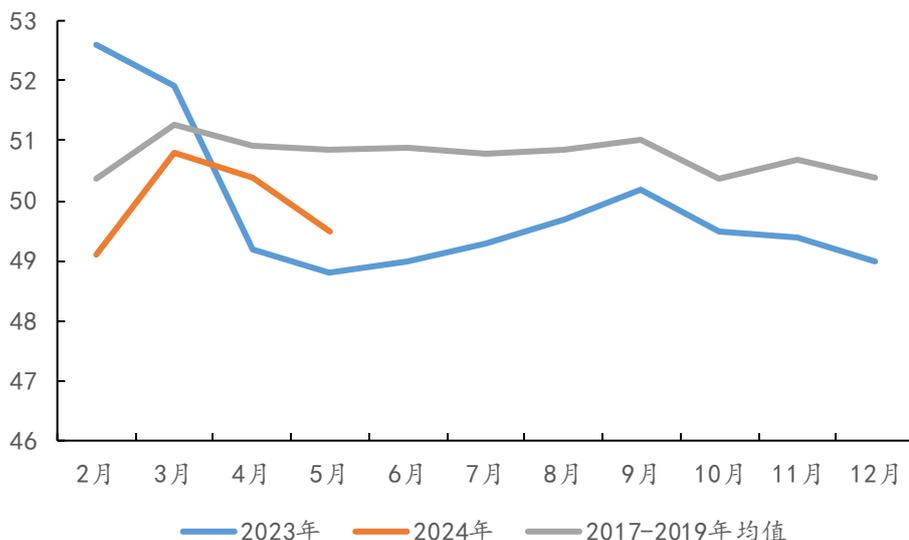
相关报告

- 《宏观报告：宏观-A 股财报里的中国企业出海图》 2024-05-30
- 《宏观报告：宏观-产能过剩论的陈旧叙事》 2024-05-29
- 《宏观报告：宏观-从山东座谈会看三中全会的改革信息》 2024-05-28

风险提示：准财政工具发力托底基建，外需表现强于预期，政策超预期

5月PMI超季节性回落0.9个百分点至49.5%，其中生产和新订单指标分别回落2.1个、1.5个百分点至50.8%、49.6%¹。在2个月后，PMI重回荣枯线以下。

图 1：制造业 PMI 低于往年季节性规律（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

我们认为5月PMI回落除却工作日较少、4月节前冲高等因素外，核心矛盾还是需求偏弱。

5月新订单指数、出口订单、在手订单分别回落1.5、2.3、0.3个百分点至49.6%、48.3%、45.3%²。物流与采购联合会企业调查显示，反映市场需求不足的制造业企业比重为60.6%，较前月上升1.2个百分点³。需求偏弱下，生产难以持续背离需求、库存也在持续去化。

内需弱主要体现在商品消费和建筑业投资上。

疫后居民消费结构分化，**服务消费表现持续强于商品消费**（详见《疫后的居民消费特征》，2024.05.05）。

五一假期强化了这一特征。在五一节假日的带动下，5月服务业PMI和服务业新订单指数上行0.2、0.9个百分点至50.5%和47.4%⁴，其中文体娱乐行业商务活动指数连续2个月明显上升，且指数水平在55%以上，租赁及商务服务业商务活动指数升至54%以上⁵。

但商品消费走弱，从高频数据上看，5月1-26日，乘用车市场零售同比去年同期下滑6%，较上月同期下滑2%⁶；油烟机等家电销量相比于4月末5月初也有所走弱。受此影响，5月消费品制造业PMI下滑1.1个百分点至49.4%⁷。

¹ https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202405/t20240530_1956234.html

² https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202405/t20240530_1956234.html

³ <http://www.chinawuliu.com.cn/xsyj/202405/31/632266.shtml>

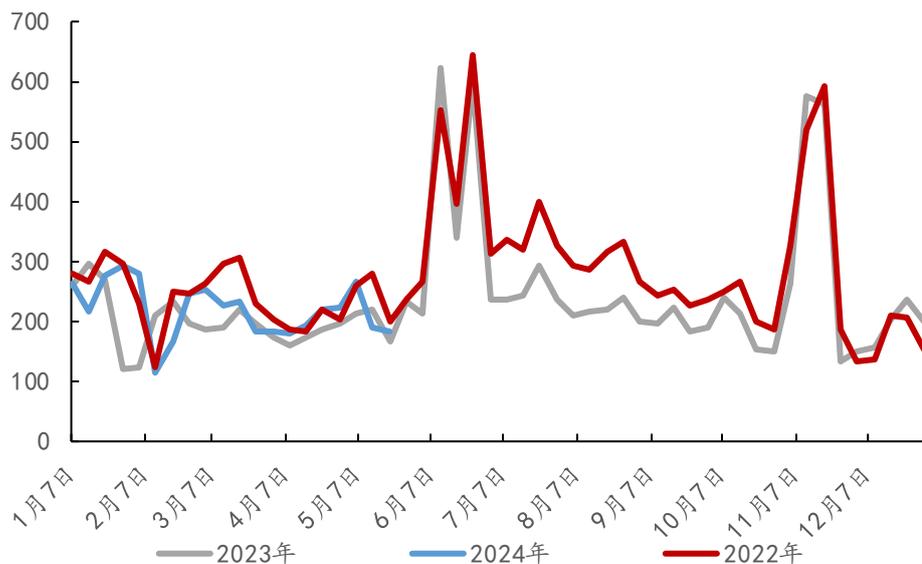
⁴ https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202405/t20240530_1956234.html

⁵ <http://www.chinawuliu.com.cn/xsyj/202405/31/632271.shtml>

⁶ <http://cpcaauto.com/newslist.php?types=csjd&id=3476>

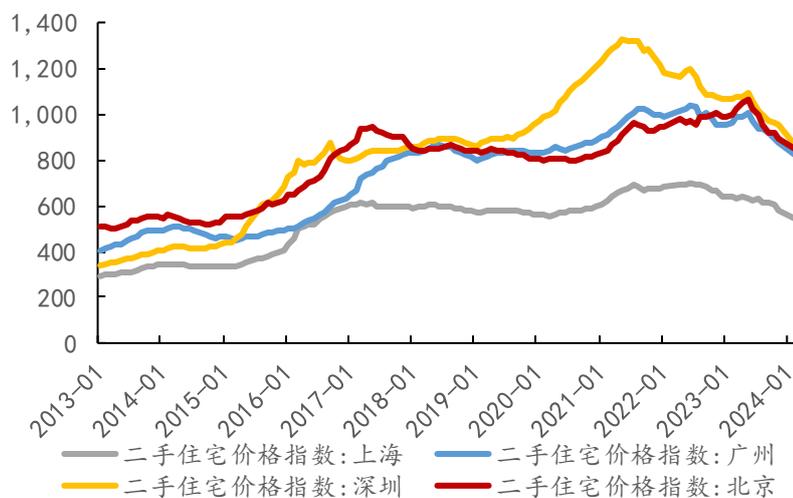
⁷ <http://www.chinawuliu.com.cn/xsyj/202405/31/632266.shtml>

图 2：8类家电销售量（单位：台）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

图 3：二手住宅价格还在持续回落（单位：%）



资料来源：同花顺 iFinD，天风证券研究所

受财政支出力度偏弱等因素的影响，建筑业压力也开始显现，且后续不确定性更强。5月建筑业 PMI 指数和新订单指数的分别回落 1.9 个和 1.2 个百分点，PMI 新订单指数创下了近年来的新低。与建筑业相关的基础原材料行业 PMI 为 47.9%，较上月下降 1.5 个百分点⁸。

地产在销售端尚未明显企稳、资金压力延续时，后续或继续面临下行压力。建筑业的边际压力或在基建上。

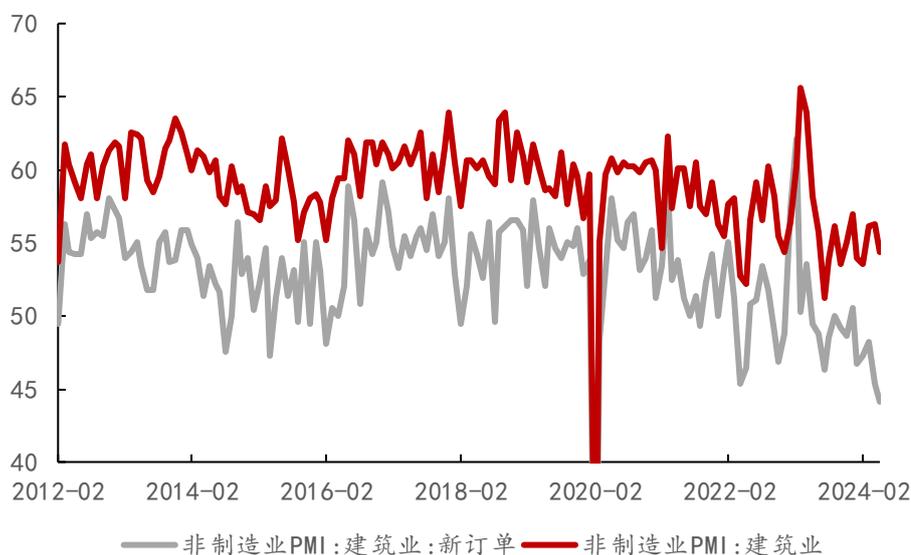
年初以来基建开门红，但从螺纹钢等表观消费量上看，基建实物工作量一直到 4 月份前后

⁸ <http://www.chinawuliu.com.cn/xsyj/202405/31/632266.shtml>

才开始明显回升。虽然近期专项债的发行开始明显加速，但是年初以来土地出让收入明显偏低，4月土地出让累计同比-10.4%，当月同比-21.2%。受此影响，1-4月政府性基金收入同比下滑-7.7%，显著低于年初0.1%的预算增速水平⁹。

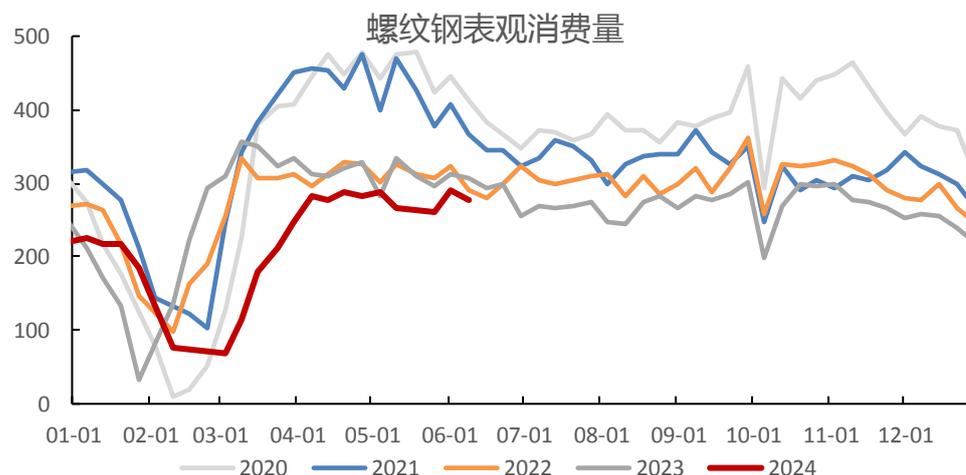
在政府性基金收入端承压的情况下，即使专项债发行加速，后续基建或也会面临资金端的压力，同比增速或继续回落。

图 4：建筑业新订单创下了近年来的新低点（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：螺纹钢表观消费量在3月中下旬才开始明显回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

相比于内需，外需确定性更高。虽然5月出口订单指数回落，但预计外需或维持韧性。我们认为美国经济有望在相对较高的水平上企稳（详见《全球央行各自的“围城”》），

⁹ <https://mp.weixin.qq.com/s/AkwqHjGe1R5cbyiP9Oabow>

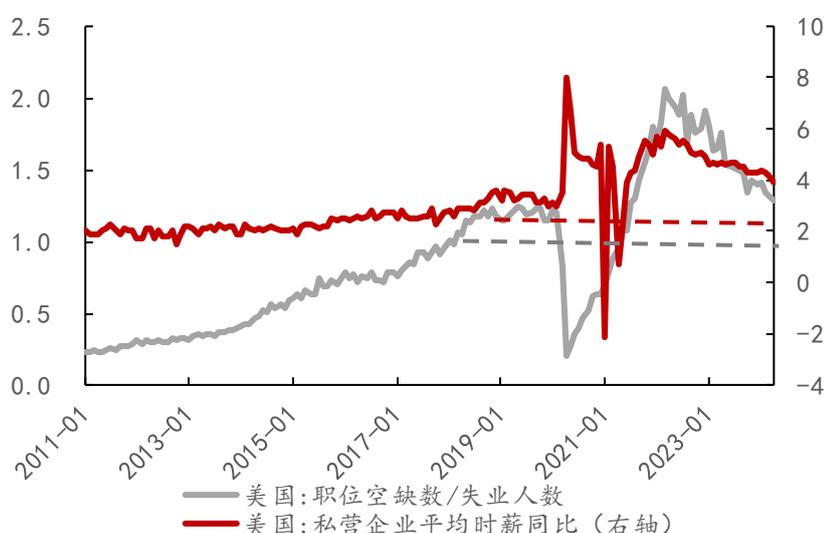
2024.05.21)。从美国劳动力市场上看，目前美国岗位空缺比失业人数小幅回落至 1.3，依旧高于 2019 年 1.2 的均值。按照过去一年劳动力市场的修复速度，回落至 2019 年水平还需要一个季度以上时间。难以解决的通胀和供不应求的劳动力使得当前美国居民薪资增速或维持在 4%左右。

从数据上，**美国从工资到居民商品消费再到进口的传导逻辑通畅**。3 月美国商品消费支出增速回升至 3%，带动美国进口增速从 1 月的-1.1%小幅回升至 3 月的 3.1%。

另外，美国库存规模虽然位于高位，但其已经走出去库周期，高库存与进口企稳的格局或将延续。3 月美国库存总额同比增长 0.7%，持平 2 月，自去年 11 月增速触底后，库存增速已经连续 4 个月企稳。

我们认为目前库存绝对规模偏高主要是为了应对愈加频繁的全球贸易摩擦加剧，去库已经告一段落，需求改善是支撑美国进口的主要逻辑。

图 6：美国薪资增速依旧稳定在 4%左右（单位：%）



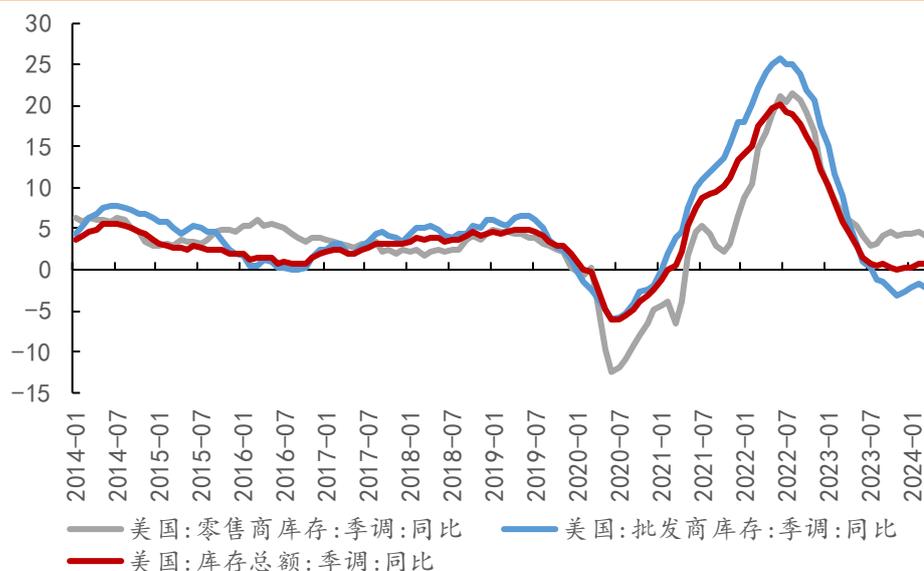
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：美国进口低位回升（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：美国去库周期结束（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

除却需求端因素外，5 月 PMI 数据中价格指数上行也值得关注。

受海外大宗商品价格上涨影响，以有色为代表，国内上游原材料价格涨幅明显。但在下游需求偏弱时，上游原材料端的价格难以向中下游企业传导，企业经营成本压力进一步加大，这或影响后续工业企业利润端的修复。5 月主要原材料价格指数和出厂价格指数分别上行 2.9 个和 1.3 个百分点至 56.9%和 50.4%¹⁰。5 月 BCI 企业利润前瞻指数回落 2.1 个百分点至 49%，是过去 4 个月来首次回落至 50%以下。

总的来说，我们认为 5 月 PMI 数据走弱是需求相对不足的体现。往后来看，需要关注的一是建筑业特别是基建对经济的支撑力度是否会明显走弱；二是出口在外需企稳、去年基数偏低时，对经济的支撑能延续多久。同时，在经济复苏前景相对不确定时，市场对政策发力的预期也逐渐走高。

¹⁰ https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202405/t20240530_1956234.html

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com