



2024年5月31日

预期先行，现实徘徊——5月PMI点评

毛磊

投资咨询从业资格号：Z0011222 maolei013138@gtjas.com

王笑

投资咨询从业资格号：Z0013736 Wangxiao019787@gtjas.com

报告导读：

■ 摘要：

5月PMI读数49.5整体低于预期，低于荣枯线的时候，环比回落0.9pct，回落幅度也大于近七年中位数的-0.2pct，显示年中经济仍有走弱压力。5月政策带来的强预期仍面临现实的压制。

分项来看，此前经济体现出显著的供给大于需求格局，而此次5月PMI转而表现出供需双弱格局，反映需求弱勢环境下最终传导至生产，生产回落幅度远大于季节性，但仍在荣枯线上方。新订单在连续两个月回升至荣枯线上方后再度跌至荣枯线下方，同时回落幅度也大于近七年中位数。其中，出口需求拖累更明显，同时也对应外需依赖程度更高的小企业PMI回落幅度更大。虽然5月运价显示外需不弱，同时去年5月基数偏低，或预示短期出口增速表现仍平稳，但全球贸易摩擦增多，叠加近期海外经济数据表现参差不齐，后期出口或仍有回落压力。库存方面，在供需双弱环境下，企业补库动力不足，原材料库存与产成品库存均继续去库，库存周期启动偏慢。价格方面，大宗涨价环境下明显改善，主要原材料购进价格和出厂价格均远好于近七年中位数，后期PPI跌幅或收窄至-2%以内，但购进价格好于出厂价，显示需求偏弱下成本传导仍有所受限。非制造业PMI方面，5月假期影响下服务业表现平稳；建筑业走弱，与地产弱勢拖累延续有关。

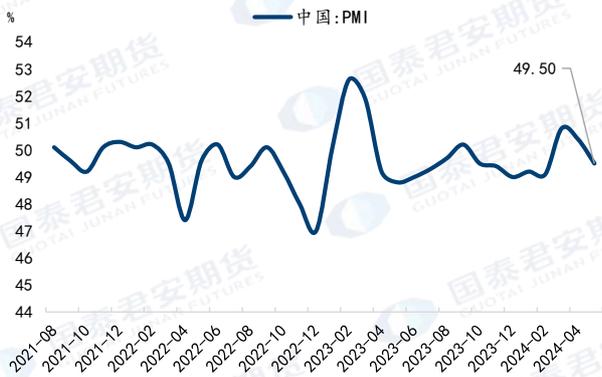
后期来看，4月下旬政策再度加码稳增长，并从5月开始陆续在地产、财政端落地，关注相关政策对宏观经济的真实助推作用，尤其是地产销售的修复表现和财政资金落地的进度。就资产表现来看，强政策预期之下叠加海外补库逻辑带动，部分大宗商品已出现一波拉涨，但从PMI透露出的实体表现情况来看，实体需求尚待继续修复，对价格的支撑或存在预期和现实的脱节。

(正文)

事件：5月31日，统计局公布了5月官方制造业PMI及非制造业PMI数据。

整体来看，5月PMI报49.5，低于近七年中位数50.6；环比-0.9pct，回落幅度也大于近七年中位数的-0.2pct，显示经济短期有所走弱。其中生产和新订单为主要拖累，分别拖累制造业PMI下行0.525个pct和0.45个pct。

图1：5月PMI回落至荣枯线下方



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

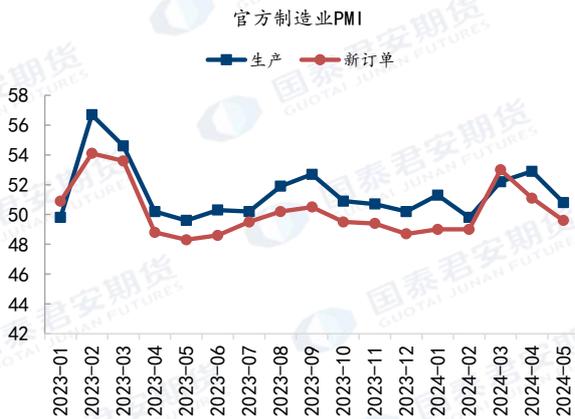
图2：供需双双回落拖累PMI走低



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

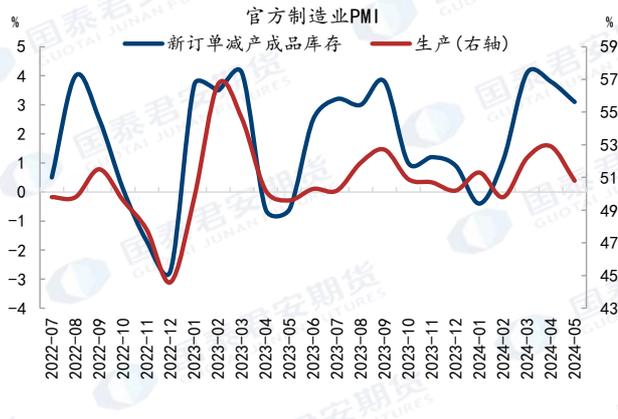
生产方面，报50.8环比-2.1，近七年中位数0.5，回落幅度远大于季节性，但仍在荣枯线上方。根据PMI新订单减产成品库存构建的经济动能指标从4月的3.8回落至5月的3.1，需求偏弱格局下最终拖累生产回落。

图3：PMI新订单分项弱于生产



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

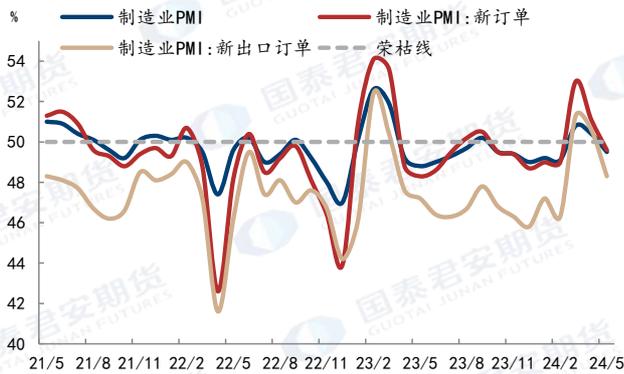
图4：需求走弱拖累生产回落



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

表征需求指标的新订单指标，5月报49.6，环比-1.5pct，回落幅度大于近七年中位数-0.5pct，已跌至荣枯线下方。其中，出口需求拖累更明显。新出口订单48.3，环比-2.3pct，近七年中位数-2pct。进口46.8亦弱势，环比-1.3pct，近七年中位数-1.1pct。虽然航运价格以及去年基数偏低预示5月出口读数或并不弱，但近期海外数据表现反复，贸易争端频发，考虑到PMI出口订单一般领先出口3个月，预示后期出口或有一定回落压力。

图 5: PMI 新订单分项走势



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

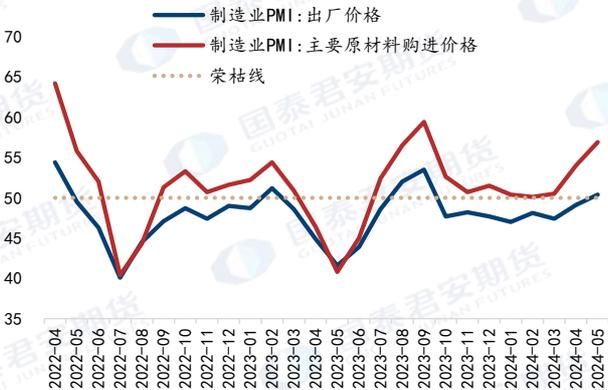
图 6: 新出口订单走弱或预示后期出口有回落压力



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

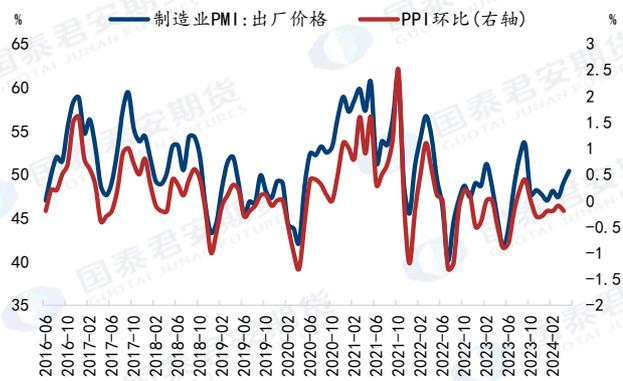
价格方面，大宗涨价环境下明显改善，主要原材料购进价格为 56.9，近七年中位数为 51.8；环比 2.9pct，近七年中位数-1.2pct。出厂价格为 50.4，近七年中位数为 49；环比 1.3pct，近七年中位数-1.2pct。从 PMI 价格指数对 PPI 的领先性来看，后期 PPI 环比有望回升，带动 PPI 同比改善，后期 PPI 跌幅有望缩窄至-2%以内。但另一方面，原材料购进价格改善程度好于出厂价格，显示企业成本上升较快，向下游传导仍受限。

图 7: 企业成本向下游传导仍受限



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

图 8: 后期 PPI 读数有望改善



资料来源: Wind、国泰君安期货研究

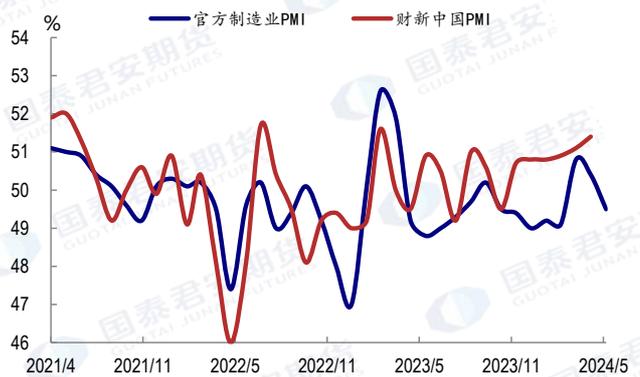
分企业来看，大小企业分化明显，小企业回落 3.6pct，大企业回升 0.4pct。小企业外需依赖程度更高，出口订单回落与小企业 PMI 回落幅度较大有所呼应。

图 9：小企业 PMI 回落幅度更大



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

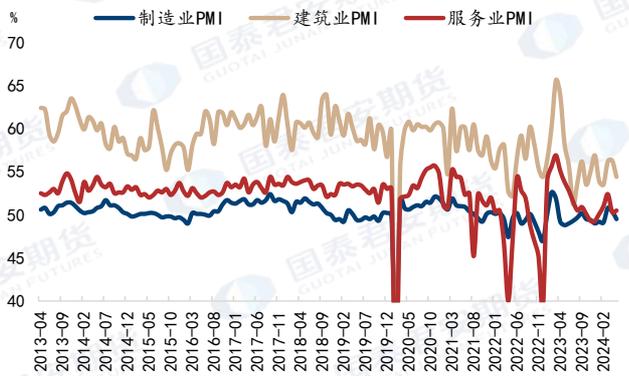
图 10：后期关注侧重于沿海地区中小企业的财新 PMI



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

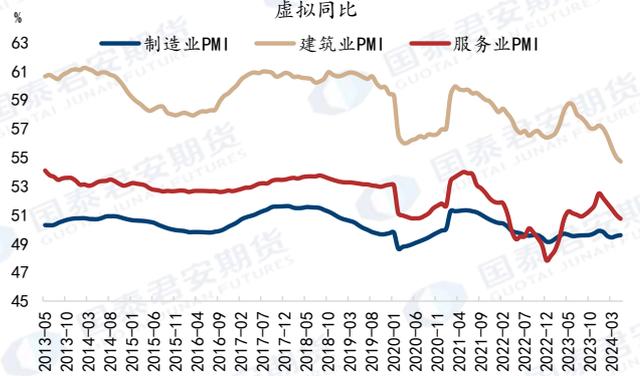
非制造业 PMI 方面，服务业 PMI 50.5(环比+0.2pct)，近七年中位数 53.5(环比 0.2 pct)，表现平稳。建筑业 PMI 54.4(环比-1.9pct)，近七年中位数 60.1(环比 0pct)，显示基建与地产投资延续回落态势，主要与房企资金偏弱，地产投资持续负增，以及前 4 月地方专项债发行偏暖，基建增速有所回落有关。

图 11：制造业与非制造业 PMI 走势



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 12：建筑业 PMI 仍呈现趋势性走弱格局



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

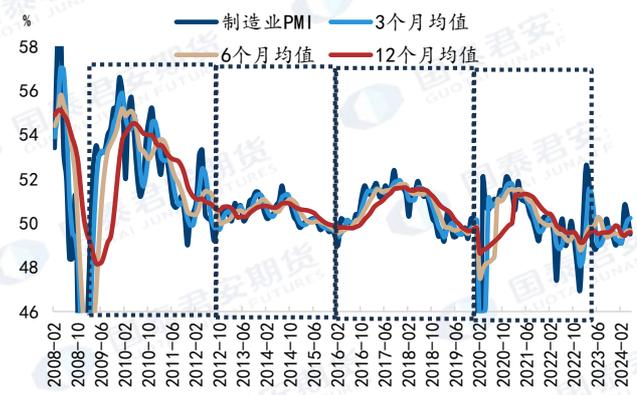
后期来看，4 月下旬政策再度加码稳增长，并从 5 月开始陆续在地产、财政端落地，关注相关政策对宏观经济的真实助推作用，尤其是地产销售的修复表现和财政资金落地的进度。就资产表现来看，强政策预期之下叠加海外补库逻辑带动，部分大宗商品已出现一波拉涨，但从实体表现情况来看，实体需求尚待继续修复，对价格的支撑或存在脱节。

图 13：制造业 PMI 与经济增速相关性较高



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 14：周期处于底部但景气度仍须改善



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

国泰君安期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监许可[2011]1449号）。

本报告的观点和信息仅供本公司的专业投资者参考，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。若您并非国泰君安期货客户中的专业投资者，请勿阅读、订阅或接收任何相关信息。本报告不构成具体业务的推介，亦不应被视为任何投资、法律、会计或税务建议，且本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。请您根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险，不应凭借本内容进行具体操作。

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，力求报告内容独立、客观、公正。本报告仅反映作者的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表本公司或任何其附属或联营公司的立场，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，对此本公司可不发出特别通知。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议，客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

版权声明

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安期货研究”，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。若本公司以外的其他个人或机构（以下简称“该个人或机构”）发送本报告，则由该个人或机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该个人或机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的期货品种。本报告不构成本公司向该个人或机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该个人或机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为国君期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记，未经国君期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。