



大公国际：需求不足致制造业 PMI 收缩，经济总体保持恢复发展——5 月 PMI 数据解读

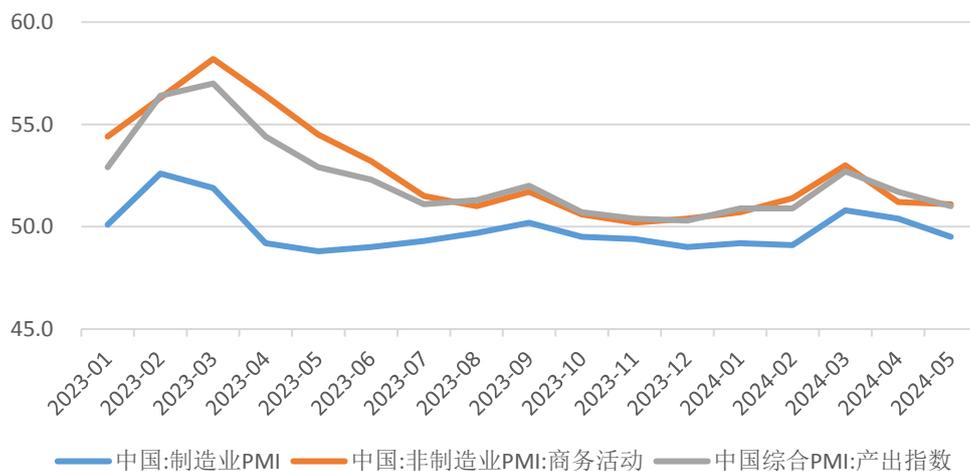
技术研究部（研究院） | 宏观债市团队 | 赫彤 |

2024 年 6 月 3 日

摘要：5 月制造业 PMI 由扩张转为收缩，各分项指标多数下降，工作日减少和极端天气等因素影响生产和需求放缓。生产方面，需求走弱影响下生产扩张幅度减缓，生产优于需求，或出现产能过剩压力。需求方面，新订单、新出口订单、在手订单均走弱且低于临界点，内外需均不足但内需强于外需。价格方面，出厂价格涨幅低于原材料价格涨幅，不利于企业利润积累，预计 PPI 降幅将收窄。库存方面，购进价格明显上涨、需求端走弱影响下企业补库意愿不足，产成品去化快于原材料。企业类型方面，生产带动大型企业扩张加速，进口拖累影响下小型企业景气程度最低，需要货币财政政策扶持。非制造业持续扩张但增速略有减缓，超长期特别国债带动作用下建筑业持续扩张。

5 月制造业 PMI 由扩张转为收缩，各分项指标多数下降，工作日减少和极端天气等因素影响生产和需求放缓。5 月 31 日，国家统计局发布 PMI 数据。5 月制造业 PMI 为 49.5%，环比下降 0.9 个百分点，位于荣枯线下方，或与南方连续且集中降雨等极端天气相关。从各分项来看，除价格和从业人员指数环比上行外，其他均走弱，而制造业 PMI 环比下行主要是生产和新出口订单降幅较大所致。从宏观数据来看，1-4 月固定资产投资增速放缓、规上工业企业利润同比增幅持平、原煤产量同比下降、天然气产量增速放缓，均与 PMI 由扩张转为收缩形成同步印证。但从 4 月规上工业增加值同比增长且增幅扩大的情况来看，国内经济延续回升向好趋势。

图 中国 PMI (%)



数据来源：Wind，大公国际整理

生产方面，需求走弱影响下生产扩张幅度减缓，生产优于需求，或出现产能过剩压力。5月生产指数为50.8%，环比下降2.1个百分点，仍处于扩张区间，但生产活动加快幅度有所减缓，需求端走弱对生产扩张减缓起到一定影响，呈现出生产优于需求的格局。从经济数据来看，工业增加值、工业企业利润同比维持增长，企业生产经营维持较高活力。

需求方面，新订单、新出口订单、在手订单均走弱且低于临界点，内外需均不足但内需强于外需。5月新订单指数为49.6%，环比下降1.5个百分点，新出口订单下降2.3个百分点至48.3%，均由扩张转为收缩。新出口订单指数环比降幅大于新订单，可见在内需外需均走弱的情形下显示出内需强于外需的格局，与五一小长假、更新换新起到的促进内需作用相关。从社零数据看，社零同比增长但增速放缓，与新订单指数走势相印证。内需回落，可见地产行业的拖累因素仍存。在手订单下降0.3个百分点至45.3%，与生产仍扩张但需求走弱相关，显现出处理前期积压订单的情形。从经济动能指标来看，新订单与产成品库存的差由上月的3.8%下行至3.1%，需求回落幅度大于库存，对将来生产意愿形成制约。从新订单和生产的差来看，由上月的-1.8%上行至-1.2%，需求端收缩使生产扩张速度减缓以匹配新订单状况，供需失衡情况有所减缓，产能过剩有所缓解但仍存在，主要是内需收缩所致。从新出口订单与进口的差来看，从上月的2.5%下降至1.5%，进出口趋于平衡，但均低于临界点。

价格方面，出厂价格涨幅低于原材料价格涨幅，不利于企业利润积累，预计PPI降幅将收窄。5月主要原材料购进价格上升2.9个百分点至56.9%，扩张加速，与生产经营活动预期持续扩张抬高原材料价格相关。其中大中型企业购进价格均处于扩张区间，且环比均增长，一方面原材料购进需求有所增长，另一方面原材料成本压力加大。出厂价格指数上升1.3个百分点至50.4%，由收缩转为扩张，终端需求有所改善，与供需失衡有所缓解相印证，预计PPI同比跌幅将出现收窄趋势。从出厂价格与购进价格的差来看，由上月的-4.9%下降至-6.5%，差值有所走扩，企业议价能力偏弱现象未见好转，出厂价格虽扩张但不利于企业利润积累，或制约未来生产活力。

库存方面，购进价格明显上涨、需求端走弱影响下企业补库意愿不足，产成品去化快于原材料。5月原材料库存下降0.3个百分点至47.8%，仍处于去库存阶段，由于购进价格增长，以及需求端走弱，补库意愿不足。产成品库存下降0.8个百分点至46.5%，产成品加快去库存，主要是出厂价格扩张、生产扩张减缓所致。原材料库存和产成品库存同时减少，或是企业经营者在购进价格加速扩张影响下的主动去库存。从产成品库存与原材料库存的差来看，由上月的-0.8%降至-1.3%，产成品去化快于原材料，主要是购进价格加速扩张、出厂价格由收缩转

为扩张、以及五一小长假消耗成品库存所致。分企业类型看，大中小型企业原材料库存和产成品库存指数均处于收缩区间，补库意愿不足，大型企业采购量处于扩张区间且环比上行，或形成未来库存增长，而中小型企业采购量环比均下行。

企业类型方面，生产带动大型企业扩张加速，进口拖累影响下小型企业景气程度最低，需要货币财政政策扶持。5月大型企业处于扩张区间且扩张幅度增大，中小型企业均由扩张转为收缩，“大小企业差”幅度有所扩大，中小企业景气程度有所降低，经营压力或有所增加，微观经济主体活力有待进一步释放。大型企业处于扩张主要是生产和新订单推动所致，生产的向上拉动效应最大，但进出口均处于收缩区间，且环比下行。中型企业供需各分项指标均下行，其中进口向下拉动幅度最大，形成拖累。小型企业供需各分项指标均处于临界点下方，且均下行，其中进口指标不及40%，降幅达7.3个百分点，降幅较大，对小型企业PMI形成较大拖累。小型企业各供需指标在各类型企业中均最低，处于阶段性经营困难的境地。

非制造业持续扩张但增速略有减缓，超长期特别国债带动作用下建筑业持续扩张。5月非制造业PMI下降0.1个百分点至51.1%，扩张幅度虽减缓但仍处于荣枯线上方，为经济平稳增长提供动能。非制造业新订单指数上升0.6个百分点至46.9%，需求不足现象略有缓解。投入品价格由增长转为下降，销售价格下降幅度增大，从非制造业投入品价格与销售价格的差来看，由上月的1.7%上升至1.9%，不利于企业利润增长，企业利润率受到挤压，显现出“以价换量”特征。业务活动预期虽下行但处于较高景气区间，市场发展前景良好。分行业看，建筑业下降1.9个百分点至54.4%，建筑业仍处于扩张区间。从债市数据来看，2024年1-4月各月地产债发行均超1千亿元（除2月），净融资额延续净流入，房地产行业接受债市服务程度稳步推进，是建筑业持续扩张的因素之一。另外超长期特别国债推动基建施工加快对建筑业持续扩张形成有力支撑。服务业上行0.2个百分点至50.5%，扩张幅度增长，景气水平延续好转，但表现稍弱于建筑业。细分行业看，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低于临界点。建筑业各分项指标中，新订单低于临界点且环比下降，需求不足；投入价格增长销售价格下降不利于企业利润积累。服务业各分项指标中，新订单位于临界点以下但环比上行，需求不足有所缓解，或与五一小长假有关，销售价格降幅大于投入价格不利于企业利润积累。另外综合PMI环比下降0.7个百分点至51.0%，我国企业生产经营活动总体保持扩张，企业生产经营活动保持恢复发展态势。

展望未来，CPI将温和上行，地产新政将促进建筑业PMI扩张。一是制造业

价格企稳回升，物价较为低迷现象或将有所缓解，同时内外需持续提振，或将推动 CPI 温和上行。二是万亿特别国债等扩张财政政策带动、专项债发行节奏预期加快等因素影响下，预计补库将得到支撑。三是政策推动下，科创领域将积极研讨发展风险投资，耐心资本将得到扩容，预计高端制造业 PMI 扩张将得到有力支撑。四是万亿特别国债将带来财政支出扩大、地产“白名单”、以及多地取消限购以落实消化存量房产的措施都将为建筑业扩张形成有力支撑。5月6日，财政部发布《关于开展城市更新示范工作的通知》，重点聚焦城市地下管网更新改造，城市持续更新将推动地产、基建投资增长，超长期特别国债在城市更新中的带动作用将促进建筑业 PMI 扩张。五是地产新政为行业带来积极信号。5月17日央行连出三项房产政策，提出取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限，下调个人住房公积金贷款利率，调整个人住房贷款最低首付款比例，将对房地产行业供求关系起到积极影响，有利于行业信心提升，助力建筑业 PMI 维持扩张区间。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。