

5月制造业 PMI 回踩，外需不确定性增大和工作天数变少或是主因

2024年5月27日-6月2日周报

◆ 5月制造业 PMI 回踩，外需不确定性增大和工作天数变少或是主因

2024年5月官方制造业 PMI 录得 49.5%，较上月-0.9PCTS，在3月和4月连续2个月位于荣枯线之上后，再次来到荣枯线之下。分项指标看，PMI 新订单指数和 PMI 生产指数分别较4月环比下滑 1.5PCTS 和 2.1PCTS，二者分别带动5月制造业 PMI 较4月下月下滑 0.45PCTS 和 0.53PCTS，显示5月制造业 PMI 的下滑缘于产需同步走弱，其中生产的走弱影响相对更大。

2014年至2023年的10年间，有7年制造业 PMI 位于荣枯线之上，显示今年5月制造业绝对景气水平弱于季节性。2014年至2023年的10年间，有6年5月制造业 PMI 环比较4月上行，季节性规律不明显。但如果考虑历年4月和5月每个月25日之前的工作日情况（统计局要求各企业每月22日至25日报送数据），则可发现过去10年中5月比4月工作日少2天的4个年份中，除2014年外的3个年份5月 PMI 均较4月下月下滑，显示今年在5月份25日之前的工作日比4月少两天的情况下，PMI 环比的下滑一定程度上复合季节性规律。另一方面，即使仅考虑5月比4月工作日少2天的年份，今年5月制造业 PMI 环比下滑幅度也超过3个可比年份，显示在工作日少两天的影响因素之外，今年5月制造业 PMI 的环比下滑仍受到其他因素影响。结合5月制造业新出口订单指数下滑 2.3PCTS，明显超过新订单指数的下滑 1.5PCTS，以及5月份美国拜登政府再次对中国价值180亿美元的产品加征关税的现实，我们认为我国5月制造业 PMI 的下滑除工作日减少外，还受到对外贸易不确定性加大的情况下，外贸订单边际减少和出口产业链企业出于谨慎放缓生产扩张速度的影响。

总体来看，5月制造业景气度下滑是外需不确定性增大和工作天数变少双重因素的影响，结合5月制造业 PMI 采购量指数和产成品库存指数分别较4月下月下滑 1.2PCTS 和 0.8PCTS，显示外需不确定性加大也一定程度上影响了制造业企业的补库存进程。

5月，非制造业商务活动指数录得 51.0%，较上月-0.1PCTS。

5月建筑业 PMI 为 54.4%，较上月-1.9PCTS。5月建筑业景气度继续边际走弱，仍然是受到专项债发行节奏偏慢等政府财政扩张速度偏慢的影响。5月全国范围新发行专项债 4383 亿元，较4月的 883 亿元明显增多，但今年1月至5月新增专项债发行仅 1.16 万亿，完成全年计划发行额度 3.9 万亿的 30% 左右，进度仍明显落后于 2022 年和 2023 年。但考虑到后续专项债发行节奏的进一步提速预期，以及发改委4月曾表示将“推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设”，后续建筑业景气度无需担忧。这

主要数据

上证指数	3086.8134
沪深300	3579.9247
深证成指	9364.3752

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC 执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC 执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	
刘倩	研究助理
SAC 执业证书: S06401220900025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqd@avicsec.com	

相关研究报告

金融市场分析周报	—2024-05-31
美联储降息预期再降温，6、7月是楼市新政效果观察窗口	—2024-05-27
金融市场分析周报	—2024-05-23

一点在 5 月建筑业的业务活动预期指数上也有所体现：5 月建筑业业务活动预期指数为 56.3%，比 4 月上升 0.2 个百分点。

5 月服务业 PMI 为 50.5%，较上月+0.2PCTS。5 月工作日较 4 月的减少对服务业起到一定带动作用，从行业分布看，虽然资本市场服务、房地产等行业商务活动指数继续低位运行，市场活跃度偏弱，但在居民旅游出行增加的利好带动下，5 月邮政、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。从预期看，5 月服务业业务活动预期指数录得 57.0%，较上月下行 0.4PCTS，但仍然处在相对高位。

◆ OMO 超预期放量，助力资金面平稳跨月

截止 5 月 31 日，DR007 报收 1.87%，较上周五上行 5BP；SHIBOR1W 报收 1.85%，较上周五上行 3BP，资金面延续宽松。同业存单到期收益率开启下行，截止 5 月 31 日，AAA 级一年期同业存单到期收益率报收 2.07%，较上周五下行 3BP。4 月起央行对防止资金空转关注度上升，高质量金融发展导向下商业银行“手工补息”、“高息揽储”被禁止，大额存单降久期等措施使得银行体系高息存款规模压降，负债端压力上升，尤其是链条上游的大行和股份行融出意愿和能力均有所下滑。在此背景下，5 月月末央行公开市场操作超预期放量，最后三个交易日累计投放流动性 6100 亿元，较 4 月底明显上升，以满足机构资金需求，稳定市场预期，确保资金面平稳跨月。

往后看，信贷收缩、存款降息和业内监管导致银行体系负债端压力或将持续，且根据财政部安排 6 月将有共 4 只特别国债发行，政府债净融资规模上升，叠加 6 月作为季末月财政支出季节性上行，多种因素均对 6 月资金面形成扰动。另一方面，5 月末公开市场操作放量表明央行维持流动性合理充裕的基调并未改变，预计仍会通过降准、公开市场操作以及结构性工具等方式提供流动性支持。

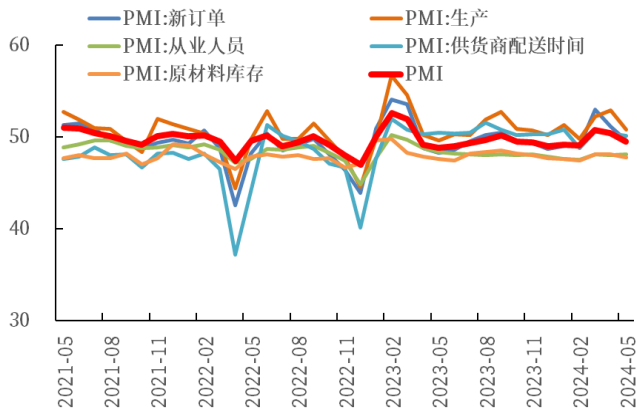
◆ 央行再次提示债市风险，债市长端利率波幅或加大

截止 5 月 31 日，我国 10 年期国债收益率报收 2.29%，较上周五下行 2BP；1 年期国债收益率报收 1.64%，较上周五持平；10 年期与 1 年期国债收益率的期限利差录得 64.82BP，较上周五下行 2.77BP。5 月 30 日午间央行表态必要时会进行卖出低风险债券包括国债操作；晚间央行在金融时报发文再次提示债市风险正在累积：“债券价格上涨预期持续较强，银行存款大量进入债市，过度炒作也会使‘安全资产’变得不安全。”央行表态促使长端收益率小幅回调，不过整体来看，目前长债收益率仍明显处于历史底部，债市自今年一季度以来一致看多的趋势并未得到扭转。

往后看，短期内经济仍处于波动修复过程中，对债市压力趋稳。5 月 PMI 落入收缩区间，结束了此前两个月的扩张，财政发力下稳增长政策落地效果仍需时间验证。长期来看，我国实际利率当前处于高位，在化债、金融稳定以及促进物价提升等多重背景下，利率长期内延续下行趋势的概率相对较高，债市一致看多情绪或将持续。但出于防止资金空转、促进市场稳定运行的需要，央行多次与市场沟通长期债券的潜在风险，与市场的反复博弈过程或加大短期内债市利率波动。

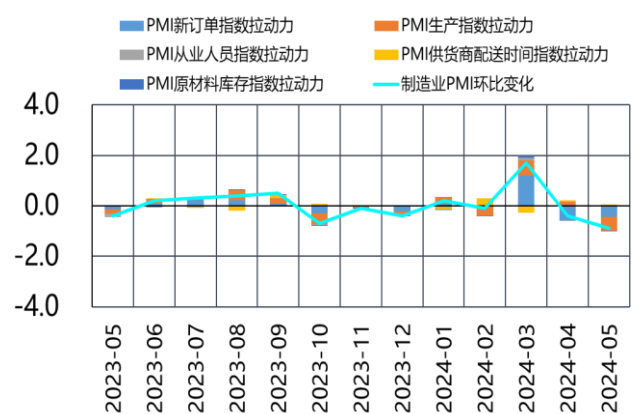
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 制造业 PMI 及五大分项指数走势 (%)



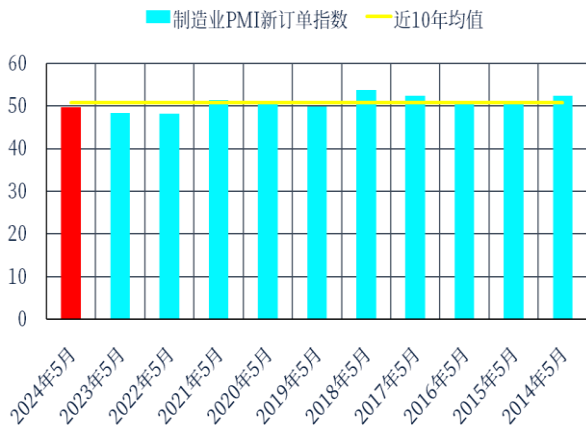
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 各月五大分项指数对制造业 PMI 的拉动 (PCTS)



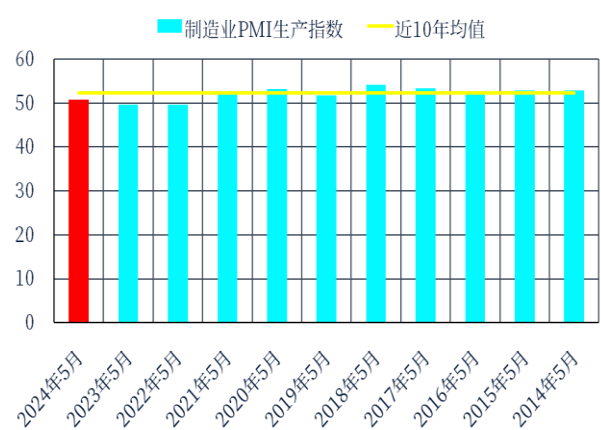
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 制造业新订单指数季节性对比 (%)



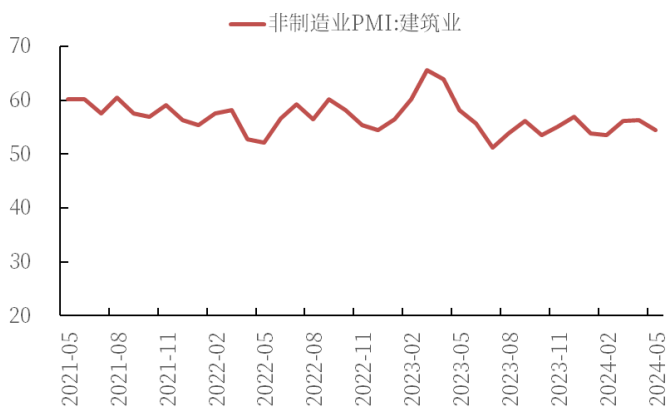
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 制造业生产指数季节性对比 (%)



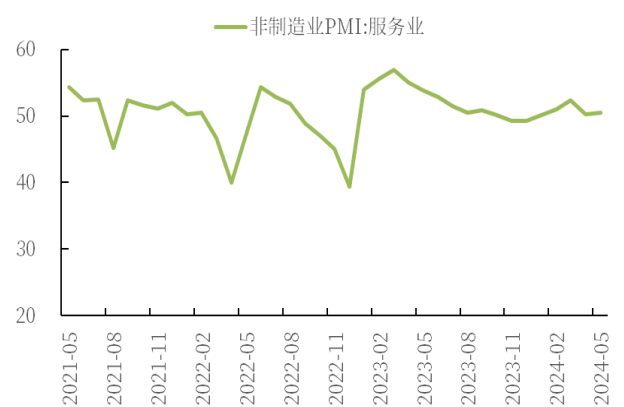
资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 PMI 建筑业指数走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 PMI 服务业指数走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图7 近 10 年 4 月及 5 月工作日天数及 5 月制造业 PMI 环比

年份	4月25日前工作日天数	5月25日前工作日天数	5月较4月工作日减少天数	5月制造业PMI环比
2024	18	16	-2	-0.9
2023	17	17	0	-0.4
2022	15	17	2	2.2
2021	17	15	-2	-0.1
2020	17	15	-2	-0.2
2019	18	16	-2	-0.7
2018	17	18	1	0.5
2017	16	18	2	0
2016	16	17	1	0
2015	17	16	-1	0.1
2014	18	16	-2	0.4

资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下：

买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总：

中航证券宏观团队：立足国内，放眼国际，全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角，诠释经济运行趋势与规律，以把握流动性变化为核心，指导大类资产配置。

销售团队：

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，再次申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告由中航证券有限公司（已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格）制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558

传真：010-59562637