

“胀”的斜率放缓，“滞”的扰动趋显

——兼评5月PMI数据

投资要点：

证券分析师

陈策
SAC: S1350526050003
chence@huayuanstock.com
孙苏雨
SAC: S1350526010003
sunsuyu@huayuanstock.com

联系人

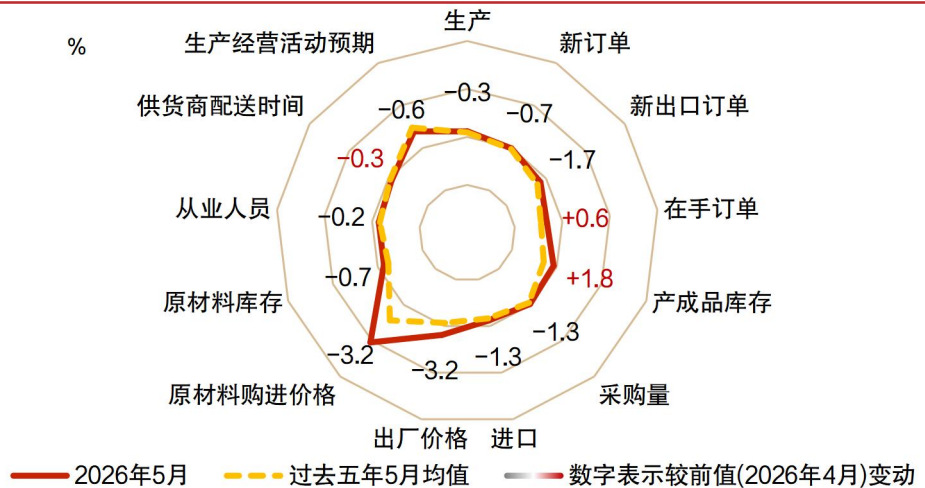
- **事件：**2026年5月官方制造业PMI 50.0%，预期50.0%，前值50.3%；官方非制造业PMI 50.1%，预期49.5%，前值49.4%。
- **制造业：“胀”的斜率放缓，“滞”的扰动趋显。**5月制造业景气度小幅下行，PMI生产环比下行0.3个百分点至51.2%，仍保持扩张态势，内外需同步走弱且外需回落幅度较大。分行业来看，医药、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等新动能景气度较高，中东地缘冲突下油气化工的中下游链条偏弱运行。
- **工业原材料价格保持扩张但斜率放缓，预计5月PPI同比约3.4%。**5月PMI原材料购进价格、出厂价格均较前值下行3.2个百分点，基于高频指标，我们预计5月PPI环比可能为0.3%左右、PPI同比在3.4%左右。原材料库存向下、产成品库存向上，中下游企业或面临盈利空间压缩+需求下滑被动补库的双重扰动。
- **分类型来看，大型企业景气上行、中小型企业相对承压。**5月大型企业PMI为51.1%，中型、小型企业PMI分别较前值下降了1.9、1.6个百分点至48.6%、48.5%；表征民企景气度的BCI指数环比下行0.4个百分点至50.5%，其中利润前瞻分项拖累较大。
- **建筑业PMI小幅回升。**资金方面，截至5月末专项债发行进度约34.0%、低于2025年同期的35.6%；实物工作量方面，高油价约束下石油沥青开工率延续下滑，水泥磨机运转率和发运率相对平稳。往后看，发改委表示将抓紧出台“六张网”和重点领域建设的规划和实施方案，5月28日国务院印发《城市更新“十五五”规划》，预计基建投资增速有望筑底回升。
- **五一假期效应提振服务业PMI。**5月服务业PMI为50.3%、重回荣枯线上。分行业来看，铁路运输、电信广播电视及卫星传输服务、保险等行业位于较高景气区间，航空运输、房地产等行业则低于临界点。领先指标“商品房库存比”显示，二手房价同比有望延续温和回升。
- **“滞”影渐现，增量政策有望温和加力。**5月PMI数据总体呈现“胀的斜率放缓、滞的扰动趋显”，内外需转弱且外需下行偏快、制造业被动补库、结构分化加剧、服务业相对更有韧性。往后看，美伊形势短期或有反复但“冷和平”的概率仍较高，油价大幅冲高的风险有所下降，因而通胀上行最快的阶段或已过去，下一步需关注“滞”的扰动是否扩大以及增量政策对经济内生动能的稳固作用。
- **风险提示：国内政策不及预期，地缘政治反复超预期，美国经济超预期衰退。**

事件：2026年5月官方制造业 PMI 50.0%，预期 50.0%，前值 50.3%；官方非制造业 PMI 50.1%，预期 49.5%，前值 49.4%。

1. 制造业：“胀”的斜率放缓，“滞”的扰动趋显

(1)制造业景气度小幅下行。5月制造业 PMI 为 50.0%、环比下滑 0.3 个百分点，略好于季节性规律（过去五年 5 月均值为 49.7%、较 4 月下滑 0.2 个百分点）。**生产端**，PMI 生产环比下行了 0.3 个百分点至 51.2%，仍保持扩张态势；**内外需同步走弱且外需回落幅度较大**，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别环比下行了 0.7、1.7、1.3 个百分点至 49.9%、48.6%、48.8%；**分行业来看**，医药、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等新动能保持较高景气，中东地缘冲突下油气化工的中下游链条偏弱运行，石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、非金属矿物制品等行业的产需指数位于荣枯线下。

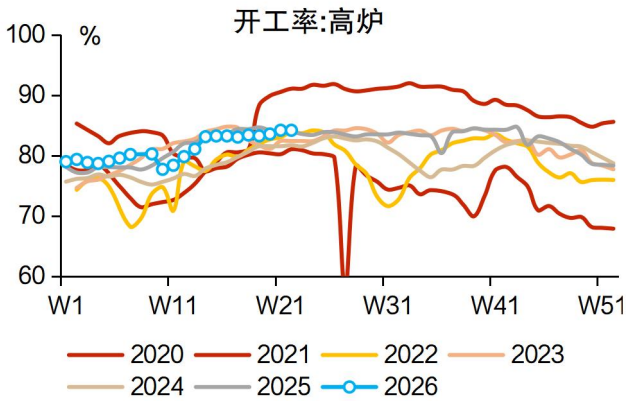
图表 1：5 月制造业 PMI 分项多数回落，需求下滑、被动补库



资料来源：Wind、华源证券研究所；注：过去五年不含 2022 年；除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

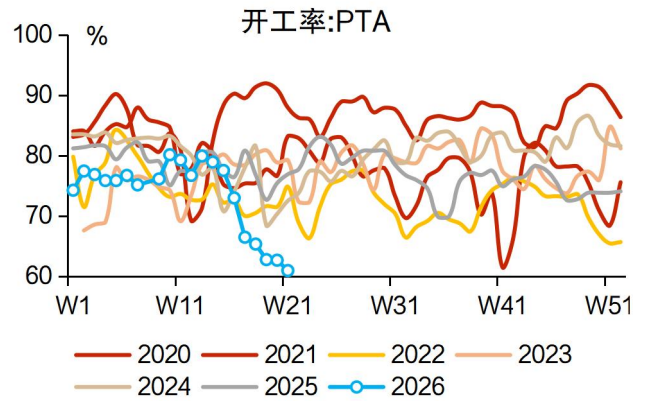
(2)生产端具体来看：内需链方面，5 月高炉、焦炉开工率相对平稳，螺纹钢表观需求量略低于 2025 年同期水平；外需链方面，汽车半钢胎开工率低于 2025 年同期水平，高油价下多数化工链（PX、涤纶长丝、涤纶短纤等）开工率出现回落。

图表 2：5 月高炉开工率相对平稳



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 3：5 月 PTA 开工率进一步下滑



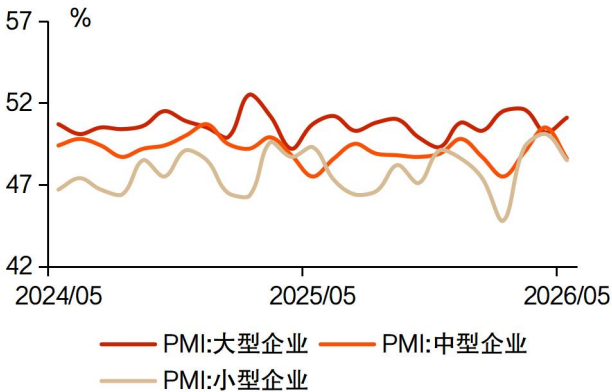
资料来源：Wind、华源证券研究所

(3)工业原材料价格保持扩张但斜率放缓，预计 5 月 PPI 同比约 3.4%。5 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别为 60.5%、51.9%，均较前值下行了 3.2 个百分点，“出厂价格-原材料购进价格”的剪刀差为-8.6%，指向中下游盈利空间继续受到挤压。高频指标显示，截至 5 月 15 日的生产资料价格指数环比下降 1.4%，5 月南华工业品指数环比上升 1.0%，综合来看通胀上行斜率最陡峭的阶段或已过去，我们预计 5 月 PPI 环比可能为 0.3%左右、PPI 同比在 3.4%左右。

(4)需求下滑导致制造业被动补库。5 月原材料库存指数环比回落 0.7 个百分点至 48.6%，但产成品库存指数环比上行 1.8 个百分点至 49.3%，“原材料库存向下、产成品库存向上”的结构分化指向中下游去库压力增大。综合来看，中下游或面临盈利空间压缩+需求下滑被动补库的双重扰动。

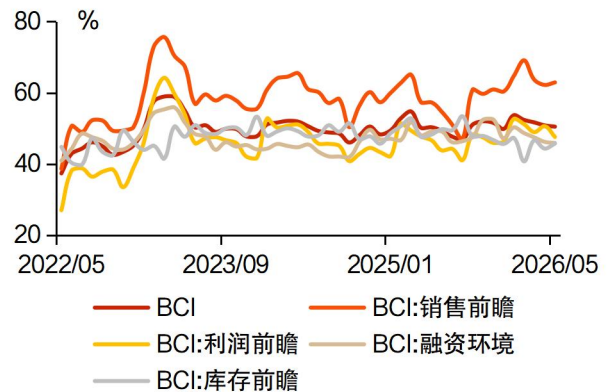
(5)分类型来看，大型企业景气上行、中小型企业相对承压。5 月大型企业 PMI 为 51.1%，中型、小型企业 PMI 分别较前值下降了 1.9、1.6 个百分点至 48.6%、48.5%；表征民企景气度的 BCI 指数下行了 0.4 个百分点至 50.5%，其中利润前瞻分项拖累较大。

图表 4：5 月大型企业景气上行，中小型企业相对承压



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 5：5 月 BCI 指数小幅下行



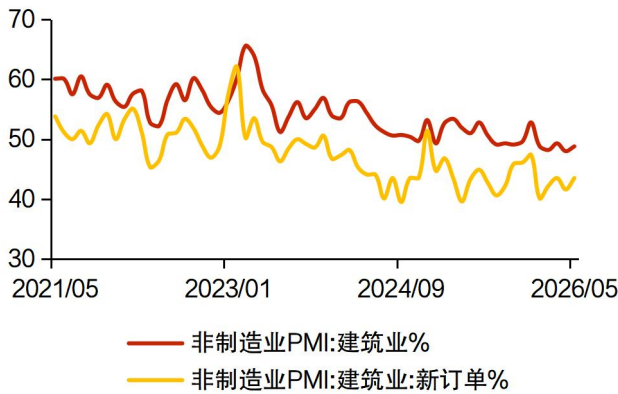
资料来源：Wind、华源证券研究所

2. 非制造业：建筑业和服务业均有回升

(1)建筑业 PMI 小幅回升：5月建筑业 PMI 环比改善了0.8个百分点至48.8%，表征预期的新订单指数环比回升1.9个百分点至43.5%。资金方面，截至5月末专项债发行进度约34.0%，从开年的前置发力逐渐转为低于2025年同期水平；实物工作量方面，高油价约束下石油沥青开工率延续下滑，水泥磨机运转率和发运率相对平稳。

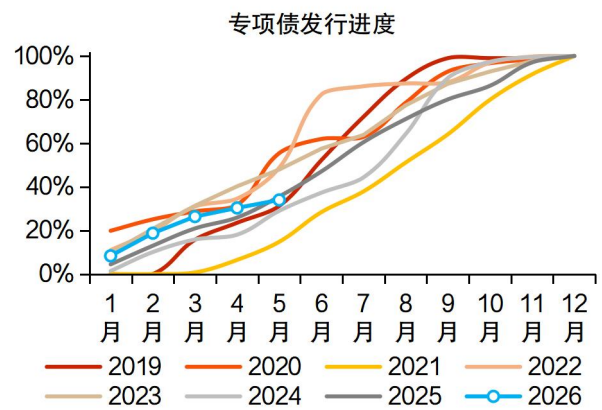
往后看，发改委表示将抓紧出台“六张网”和重点领域建设的规划和实施方案，初步估算2026年相关投资将超过7万亿元，5月28日国务院印发《城市更新“十五五”规划》，预计基建投资增速有望筑底回升。

图表 6：5 月建筑业 PMI 低位回升



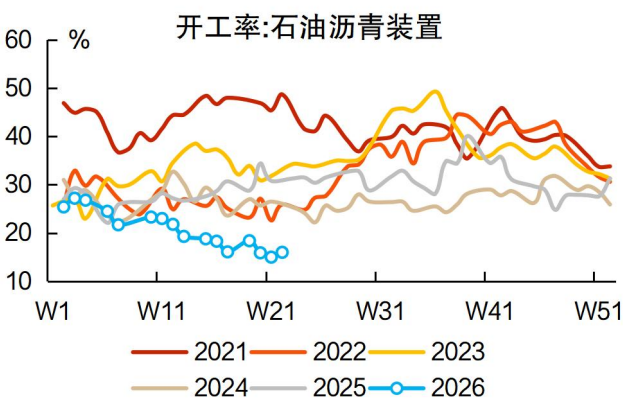
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 7：5 月专项债发行进度约 34%、落后于 2025 年同期



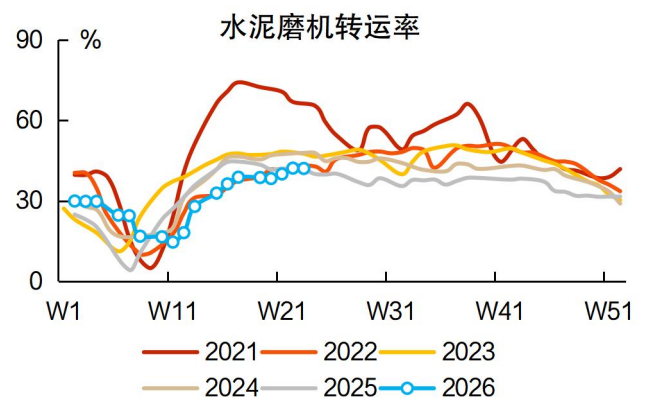
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 8：高油价约束石油沥青开工率



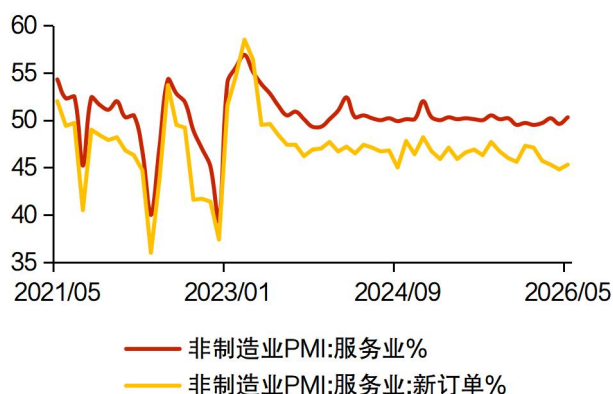
资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 9：水泥磨机运转率基本持平 2025 年同期

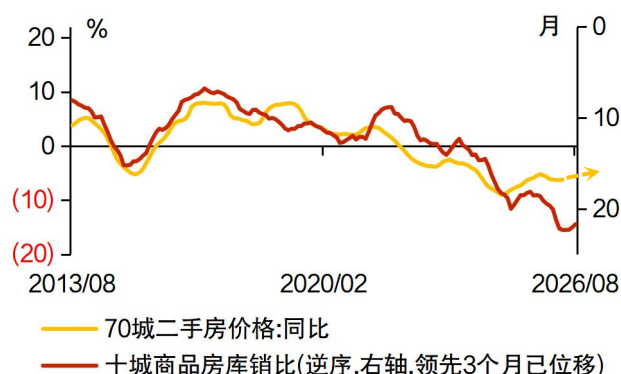


资料来源：Wind、华源证券研究所

(2)五一假期效应提振服务业 PMI：5月服务业 PMI 为50.3%、重回荣枯线上，表征预期的服务业新订单改善了0.5个百分点至45.3%。分行业来看，铁路运输、电信广播电视及卫星传输服务、保险等行业位于较高景气区间，航空运输、房地产等行业则低于临界点。从我们跟踪的领先指标“商品房库销比”来看，二手房价同比有望延续温和回升。

图表 10：五一假期需求提振服务业 PMI


资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 11：二手房价同比有望延续温和修复


资料来源：Wind、华源证券研究所

3. “滞”影渐现，增量政策有望温和加力

综合来看，5月PMI数据总体呈现“胀的斜率放缓、滞的扰动趋显”，内外需转弱且外需下行偏快、制造业被动补库、结构分化加剧、服务业相对更有韧性。往后看，美伊形势短期或有反复但“冷和平”的概率仍较高，油价大幅冲高的风险有所下降，因此通胀上行最快的阶段或已过去，下一步需关注“滞”的扰动是否扩大以及增量政策对经济内生动能的稳固作用。

4. 风险提示

国内政策不及预期：若政策出台或执行不及预期，可能会影响我国经济修复弹性。

地缘政治反复超预期：若国际地缘冲突反复扰动，可能会加剧油价波动，冲击全球通胀环境和产业供需。

美国经济超预期衰退：若美国经济超预期衰退，可能对全球经贸需求和金融市场带来不稳定因素。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。