

制造业景气进一步走弱，投资增速底未到达

——点评5月PMI数据

宏观数据点评

2019年06月03日

报告摘要：

5月PMI数据显示，制造业生产和需求双双走弱，但比供需不振更值得重视的，是制造业企业信心边际走弱。

- **制造业生产和需求双双走弱，与高频数据保持一致。**

5月制造业PMI为49.4%，为近三个月新低，比上月回落0.7个百分点，为近七年来同期首次出现环比下降。其中，生产指数比上月回落0.4个百分点，新订单指数比上月回落1.6个百分点，新出口订单比上月回落2.7个百分点，均创下（或持平于）近年来同期环比变动新低。PMI数据与高频数据显示的发电耗煤大幅回落、汽车销售延续低迷等情况一致，均反映短期内生产和需求都面临收缩压力。

- **比供需不振更值得重视的，是制造业企业信心边际走弱。**

5月两大价格指数也双双回落，出厂价格指数比上月回落3个百分点，原材料购进价格指数比上月回落1.3个百分点。供需不振、价格回落、出口承压、企业利润前景不明等多重因素影响下，企业家信心边际上已经受到一定影响。5月制造业企业生产经营活动预期指数为54.5%，尽管仍处于扩张区间，但比上月回落2个百分点，连续两个月回落，值得高度重视。

- **制造业投资增速尚未见底，警惕下半年进入负区间。**

2018年制造业投资曾出现强势回升，主要与三大因素有关：去产能相关行业受利润改善影响出现投资回升、打好污染防治攻坚战背景下环保设备改造升级、贸易摩擦爆发前出口较好的滞后影响等，这三大因素在今年都消失或减弱。综合考虑基数效应、贸易前景堪忧、企业去库存周期延续、民企和小微融资仍待进一步改善等因素，我们预计制造业投资增速可能继续走弱，不排除下半年进入负区间的可能。

- **中央决定通过深化改革解决问题，逆周期调节或不及预期。**

5月29日，中央全面深化改革委员会第八次会议强调，要保持战略定力，坚持通过深化改革来破难题、解新题。这表明，中央加大了短期内对经济下行的容忍度，选择了深化改革增强经济发展内生动力的正确道路。当然，这也意味着，短期内逆周期调节可能会低于市场预期。

- **风险提示：中美贸易摩擦进一步升级、逆周期调节不及预期、经济动能未能平稳接力。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

中国 5 月官方制造业 PMI 49.4，预期 49.9，前值 50.1。

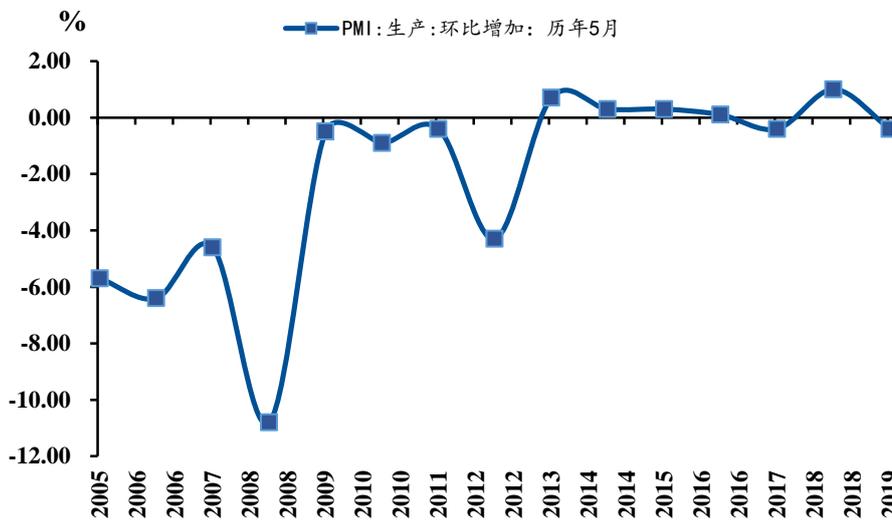
中国 5 月官方非制造业 PMI 54.3，预期 54.3，前值 54.3。

一、制造业生产和需求双双走弱

制造业 PMI 大幅低于市场预期，大中小型企业均回落。在 5 月宏观数据预测中，我们预计，受中美贸易摩擦升级和内需仍然疲弱等因素影响，5 月制造业 PMI 将出现小幅回落。实际中，5 月制造业 PMI 仅录得 49.4%，大幅低于市场预期的 49.9%，为近三个月新低，比上月回落 0.7 个百分点，系七年来同期首次出现环比下降。从企业规模看，大中小型企业 PMI 依次为 50.3%、48.8%和 47.8%，分别比上月下降 0.5 个、0.3 个和 2 个百分点，小型企业下行最为明显。

生产和需求双双走弱，与高频数据保持一致，外需下降尤为明显。生产指数比上月回落 0.4 个百分点至 51.7%，新订单指数比上月回落 1.6 个百分点至 49.8%，新出口订单指数比上月回落 2.7 个百分点至 46.5%，均创下（或持平于）近年来同期环比变动新低。生产和内需不振，与高频数据显示的发电耗煤大幅回落、汽车销售延续低迷等情况一致；外需下降幅度远大于内需，反映全球经济放缓和 5 月 6 日后中美贸易摩擦急速升级已经产生明显影响。总体看，短期内生产和需求均面临明显的下行压力。

图 1：5 月 PMI 生产指数环比变动创近七年来最大降幅

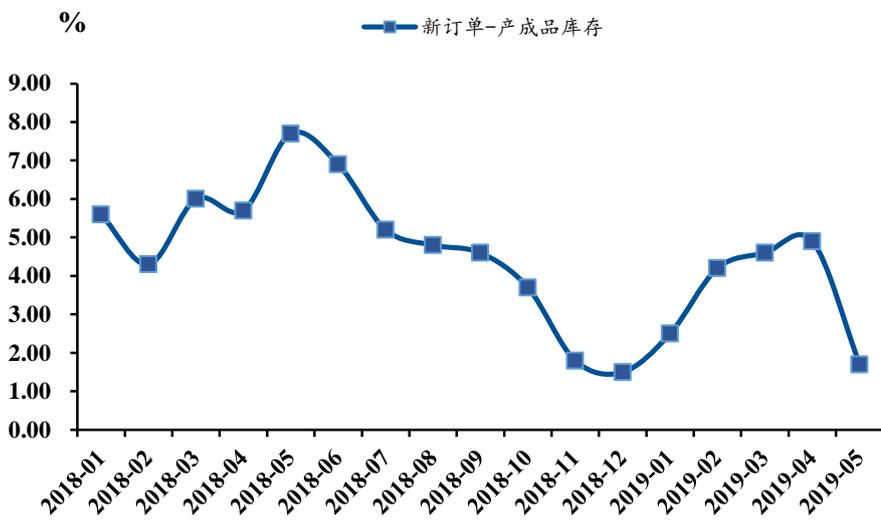


资料来源：Wind，民生证券研究院

企业暂时出现被动加库存现象，整体库存周期仍处于主动去库存阶段。5 月产成品库存指数比上月回升 1.6 个百分点至 48.1%，原材料库存指数比上月回升 0.2 个百分点至 47.4%，4 月规模以上工业企业产成品存货增速也较前值出现回升。这些情况可归结为企业暂时出现被动加库存现象，出现原因与内外需下滑速度快于企业预期有关。以“新订

单-产成品库存”衡量的动能来看，5月为1.7，比上月大幅回落，显示内生动能遭遇明显挫折。考虑到内外需均不容乐观，我们维持库存周期仍处于主动去库存阶段判断。

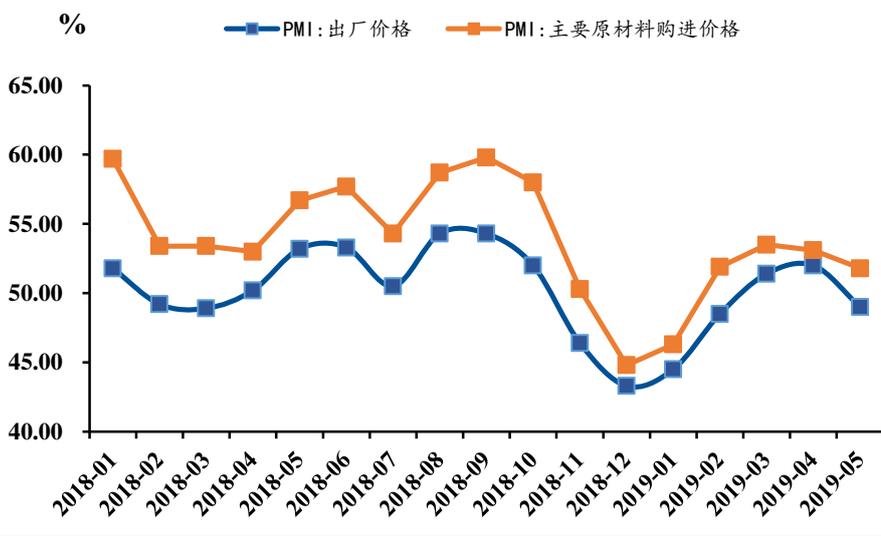
图2：从“新订单-产成品库存”看，内生动能遭遇重挫



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、比供需不振更值得关注的，是制造业企业信心边际转弱

图3：5月PMI两大价格指数双双下降，差值走扩



资料来源：Wind，民生证券研究院

价格指数和信心指数均走弱。5月PMI两大价格指数也双双回落，原材料购进价格比上月回落1.3个百分点，出厂价格比上月回落3个百分点，两者差值在连续两个月缩小后扩大到2.8个百分点，显示贸易摩擦升级的负面效应冲击减税降费的正面效应，使

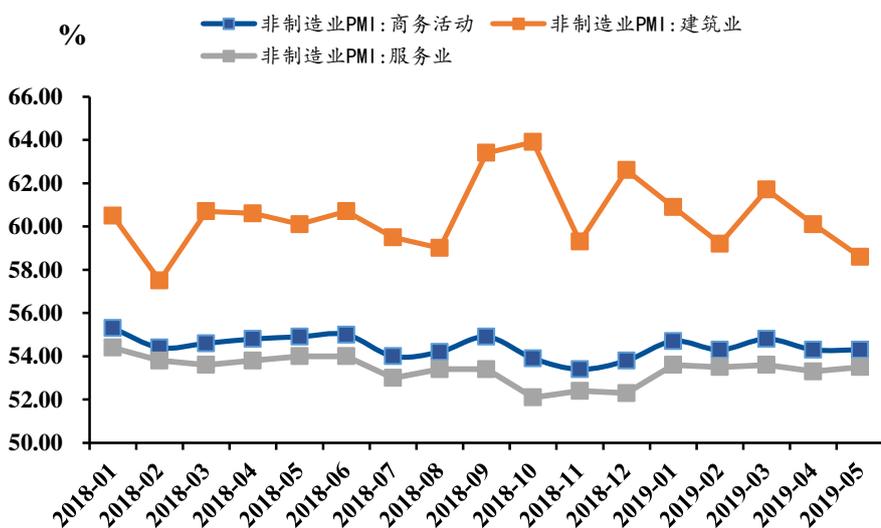
得企业利润改善前景略显暗淡（图 3）。供需不振、价格回落、出口承压、企业利润前景不明等多重因素影响下，企业家信心边际上已经受到一定影响。5 月制造业企业生产经营活动预期指数为 54.5%，尽管仍处于扩张区间，但比上月回落 2 个百分点，连续两个月回落，值得高度重视。

制造业投资压力进一步上升，增速尚未见底，警惕下半年进入负区间。2018 年制造业投资曾出现强势回升，主要与三大因素有关：去产能相关行业受利润改善影响出现投资回升、打好污染防治攻坚战背景下环保设备改造升级、贸易摩擦爆发前出口较好的滞后影响等，这三大因素在今年都消失或减弱。综合考虑基数效应、贸易前景堪忧、企业去库存周期延续、民企和小微融资仍待进一步改善等因素，我们预计制造业投资增速可能继续走弱，不排除下半年进入负区间的可能。

三、服务业和建筑业保持较强韧性，成为中国经济重要支撑

非制造业在制造业前景不利下成为中国经济重要支撑。5 月非制造业 PMI 为 54.3%，与上月持平，整体形势依旧平稳（图 4）。其中，服务业商务活动指数为 53.5%，比上月上升 0.2 个百分点，建筑业为 58.6%，比上月回落 1.5 个百分点，但仍处于较高经济区间。从市场预期看，服务业 21 个行业业务活动预期指数全部处于扩张区间，建筑业业务活动预期指数比上月上升 2.2 个百分点。可见，在可贸易部门下行压力加大的同时，非贸易部门保持较高景气和较强信心，承担起了支撑中国经济的重要作用。

图 4：非制造业 PMI 持平，处于景气区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

中央决定通过深化改革解决问题，逆周期调节或不及预期。5 月 29 日，中央全面深化改革委员会第八次会议强调，要保持战略定力，坚持通过深化改革来破难题、解新问题。这表明，中央加大了短期内对经济下行的容忍度，选择了深化改革增强经济发展内

生动力的正确道路。当然，这也意味着，短期内逆周期调节可能会低于市场预期。

为什么坚持这一核心思路？我们认为可能的原因包括：一是贸易谈判可能延至2019年下半年，政策应对仍需等待最终谈判结果；二是短期内加码宽松刺激政策，可能再次推高我国金融风险 and 固化经济结构扭曲，使过去几年的努力付之东流；三是考虑到贸易摩擦升级的负面影响长期存在，我们还需要预留一些政策空间，用于缓解2020年的经济下行压力。

风险提示

中美贸易摩擦进一步升级、逆周期调节不及预期、经济动能未能平稳接力。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12256

