

证券研究报告 / 宏观数据

经济仍在探底，政策需更注重结构发力 ——5月 PMI 数据点评

报告摘要：

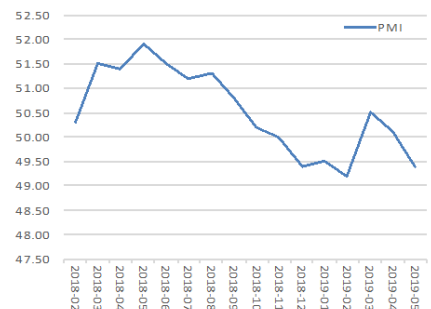
中国5月官方制造业PMI为49.4，预期49.9，前值50.1。制造业PMI超预期下滑，时隔两个月再度跌破荣枯线，整体经济下行趋势不改，印证了我们此前的判断。

生产需求双双回落。5月PMI生产指数录得51.7，较上月下降0.4个百分点。4月1日增值税开始调降，使得在此之前企业为了增加进项税收抵扣，有提前备货的动机，透支了部分后续产能，但经济下行仍是生产疲软的主要原因。从历史规律来看，新订单指数通常比生产指数更具前瞻性，新订单指数下滑1.6个百分点，回落幅度大于生产，预示经济仍在探底。

大中小企业景气度均下降，大型企业相对坚挺。尽管政府今年减税降费以及加大扶持民企的政策推进，中小企业经营情况有所回暖，但在经济下行的背景下，小型企业受到的冲击仍大，政策仍需持续加大支持民企融资与发展的力度。

进出口压力加大。5月新出口订单指数录得46.5，较上月下降2.7个百分点；进口指数较上月下降2.6个百分点至47.1。5月份美国对中国2000亿规模的关税税率由10%提升至25%，同时中国对美国的600亿关税税率也进行了调升。这对未来进出口将会产生一定压力。目前美国对中国后续的3000亿清单尚未有定论，不排除短期内企业端会有针对相应商品的出口抢跑，所以中长期来看进出口承受的压力可能更大，对待外贸较不乐观。

经济下行压力仍在，关注对外贸易风险。5月PMI反映出整体经济仍处下行阶段，且需求走弱、进出口承压，短期内难有明显回暖。5月份开始中美经贸摩擦升级，将对外需有较明显的影响。近几个月的数据显示，经济的主要拉动力量仍是房地产等旧动力；制造业、消费的增长动力不足。故而后续总量政策应保持松紧适度，难有大水漫灌，近期央行也频频发声称M2增速须与名义GDP匹配，抑制大放水预期。结构性政策更加重要，刺激消费、扩大内需是必然途径；扩大对其他国家的开放程度、加大中小企业的支持力度也是政策的主要导向。财政政策上，可能会继续强化目前的税费优惠政策；货币政策上，MLF、TMLF等定向调节的手段也可能继续使用。



相关报告

《供需放缓外贸边际改善，预计4月经济指标将表现分化——4月 PMI 数据点评》
(20190430)

《PMI 超预期，二季度不会降息，将准预计仍有——3月 PMI 数据点评》(20190331)

《春节影响 PMI 下行，无需过分忧虑——2月 PMI 数据点评》(20190201)

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nescn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nescn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nescn

目 录

1. 主要数据	3
2. 制造业景气回落，整体经济下行.....	3
2.1. 制造业 PMI 超预期下滑	3
2.2. 供需两端回落，经济下行仍是主因.....	3
2.3. 各类企业景气度均有所下行，大型企业相对坚挺.....	4
2.4. 进出口压力加大.....	5
2.5. 原材料与产成品库存均回升，出现被动补库存特征.....	5
3. 非制造业总体发展平稳，需求增速有所放缓.....	6
4. 整体经济仍处下行阶段，短期内难有明显回暖.....	7
图 1: 5 月 PMI 跌破荣枯线.....	3
图 2: PMI 生产指数下行	4
图 3: 新订单指数下滑	4
图 4: 大中小型企业景气度均下降.....	4
图 5: 新出口订单下降	5
图 6: 进口指数下滑.....	5
图 7: 原材料购进价格回落	6
图 8: 原材料库存上升	6
图 9: 产成品库存上升	6
图 10: 从业人员指数持续下行.....	6
图 11: 非制造业总体发展平稳	7
图 12: 消费与制造业走弱，房地产投资坚挺.....	8

1. 主要数据

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。

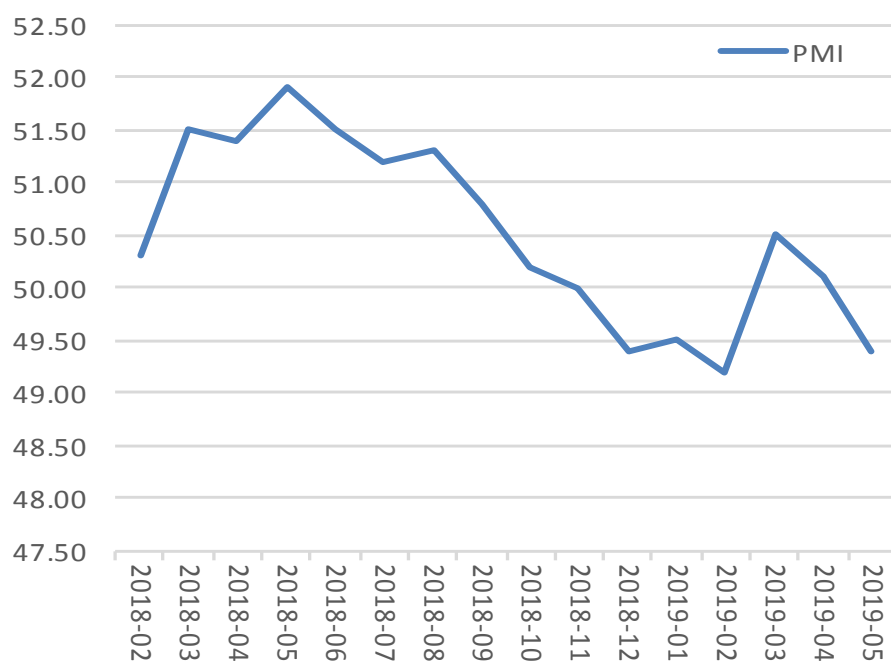
中国 5 月官方综合 PMI 53.3，前值 53.4。

2. 制造业景气回落，整体经济下行

2.1. 制造业 PMI 超预期下滑

中国 5 月官方制造业 PMI 为 49.4，预期 49.9，前值 50.1。制造业 PMI 超预期下滑，时隔两个月再度跌破荣枯线，整体经济下行趋势不改，印证了我们此前的判断。同时，中美经贸摩擦在 5 月初升级，并且很快就实施了关税加征，影响了企业对未来经济的信心，也是 PMI 指数下滑的重要原因。5 月非制造业 PMI 为 54.3，预期 54.3，前值 54.3。非制造业运行较为平稳。

图 1: 5 月 PMI 跌破荣枯线



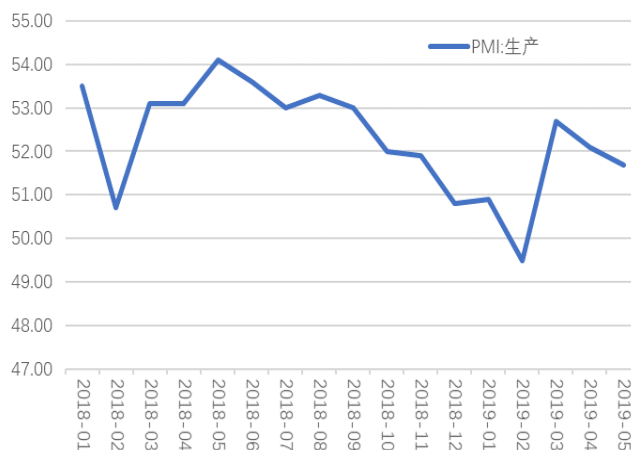
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 产需两端回落，经济下行仍是主因

生产需求双双回落。5 月 PMI 生产指数录得 51.7，较上月下降 0.4 个百分点，从其先行指标在手订单观察，虽然上升了 0.3 个百分点，但仍处于荣枯线下。4 月 1 日增值税开始调降，使得在此之前企业为了增加进项税收抵扣，有提前备货的动机，

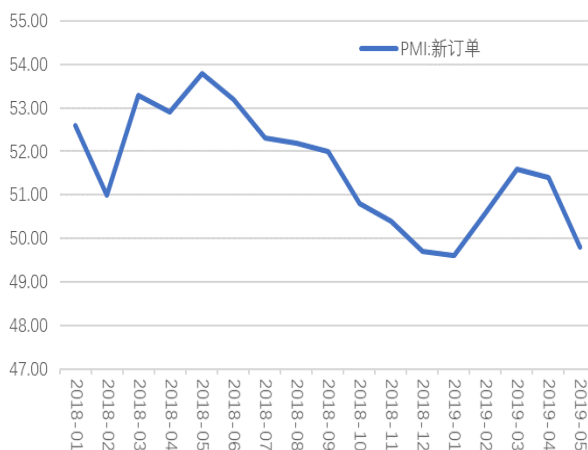
透支了部分后续产能，但经济下行仍是生产疲软的主要原因。高频数据来看，5月份高炉开工率均值为69.89%，低于去年同期的70.26%，也印证了生产端的下行。新订单指数为49.8，跌破荣枯线，反映出需求端承压。从历史规律来看，新订单指数通常比生产指数更具前瞻性，新订单指数下滑1.6个百分点，回落幅度大于生产，预示经济仍在探底。

图 2: PMI 生产指数下行



数据来源：东北证券，Wind

图 3: 新订单指数下滑

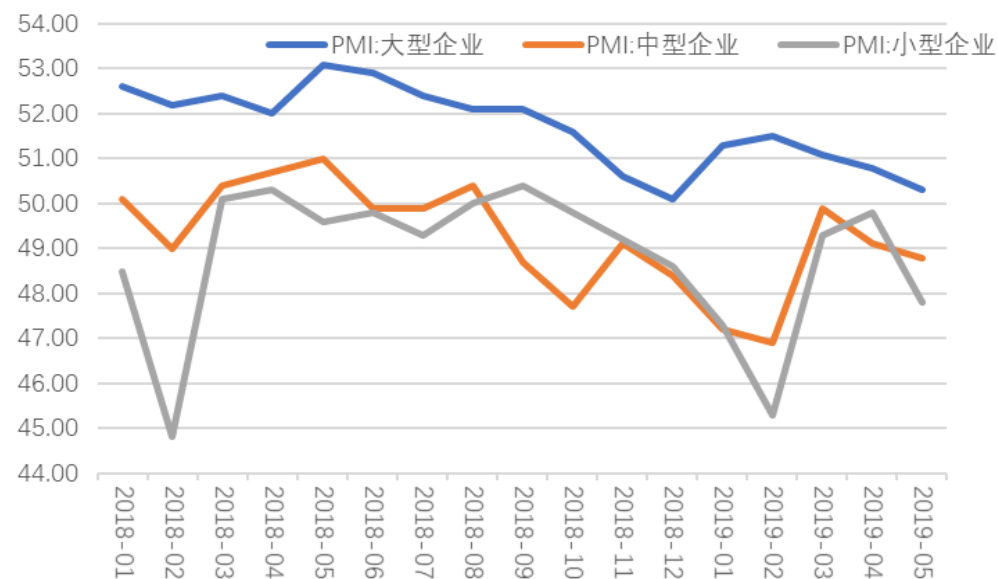


数据来源：东北证券，Wind

2.3. 各类企业景气度均有所下行，大型企业相对坚挺

大中小型企业景气度均下降，大型企业相对坚挺。大型企业 PMI 下降 0.5 个百分点至 50.3，中小型企业 PMI 分别下降 0.3 和 2 个百分点至 48.8 和 47.8。可以看出尽管政府今年减税降费以及加大扶持民企的政策推进，但在经济下行的背景下，小型企业受到的冲击仍大，政策需持续加大支持民企融资与发展的力度。

图 4: 大中小型企业景气度均下降

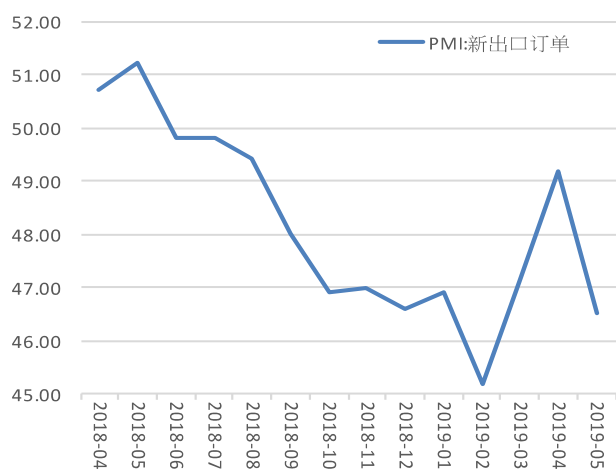


数据来源：东北证券，Wind

2.4. 进出口压力加大

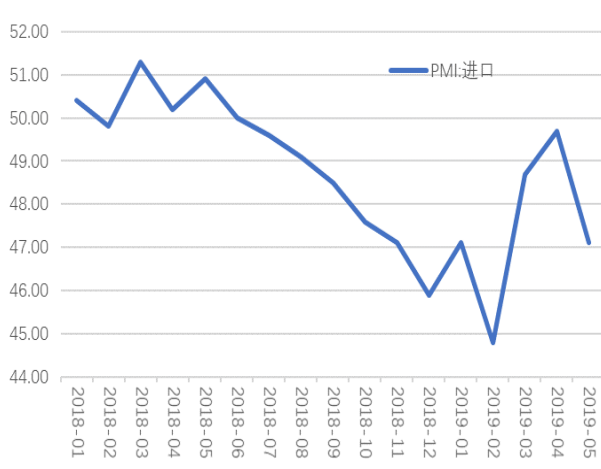
进出口压力加大。5月新出口订单指数录得46.5，较上月下降2.7个百分点；进口指数较上月下降2.6个百分点至47.1。5月份美国对中国2000亿规模的关税税率由10%提升至25%，同时中国对美国的600亿关税税率也进行了调升。这对未来进出口将会产生一定压力。目前美国对中国后续的3000亿清单尚未有定论，不排除短期内企业端会有针对相应商品的出口抢跑，所以中长期来看进出口承受的压力可能更大。

图 5: 新出口订单下降



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 进口指数下滑

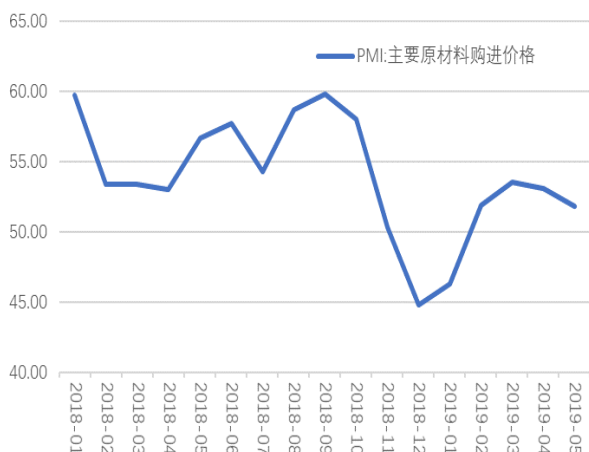


数据来源：东北证券，Wind

2.5. 原材料与产成品库存均回升，出现被动补库存特征

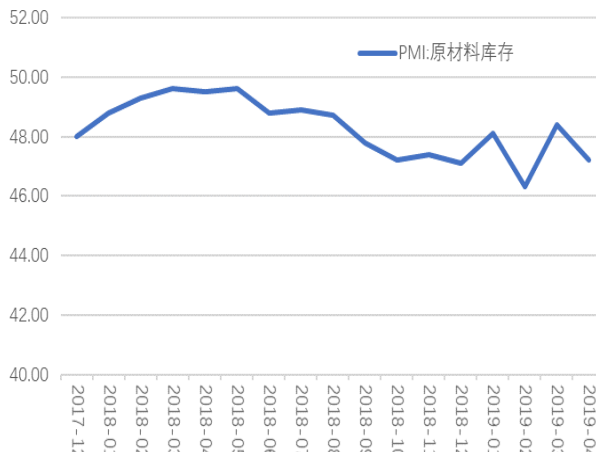
原材料购进价格回落，预计PPI同比下降。原材料购进价格回落1.3个百分点至51.8。近日国际油价回落，加之去年5月开始PPI基数抬升，我们预计PPI从5月开始进入下行阶段。原材料库存与产成品库存均回升，分别增加0.2及1.6个百分点。在当前经济下行的背景下，企业有被动补库存的特征。从业人员继续下滑0.2个百分点至47的低点，就业持续下行，显现企业用工量回落，扩产动力趋缓。

图 7: 原材料购进价格回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 原材料库存上升



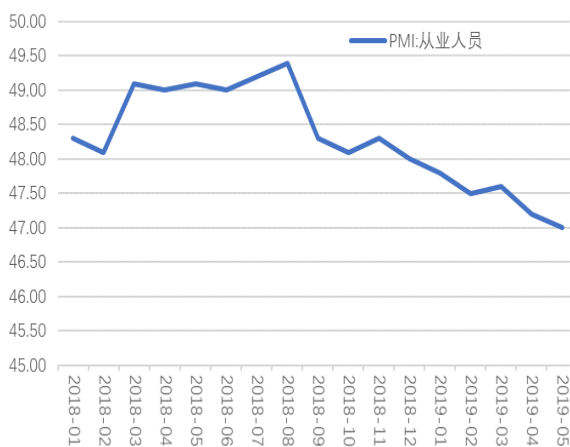
数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 产成品库存上升



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 从业人员指数持续下行



数据来源: 东北证券, Wind

3. 非制造业总体发展平稳, 需求增速有所放缓

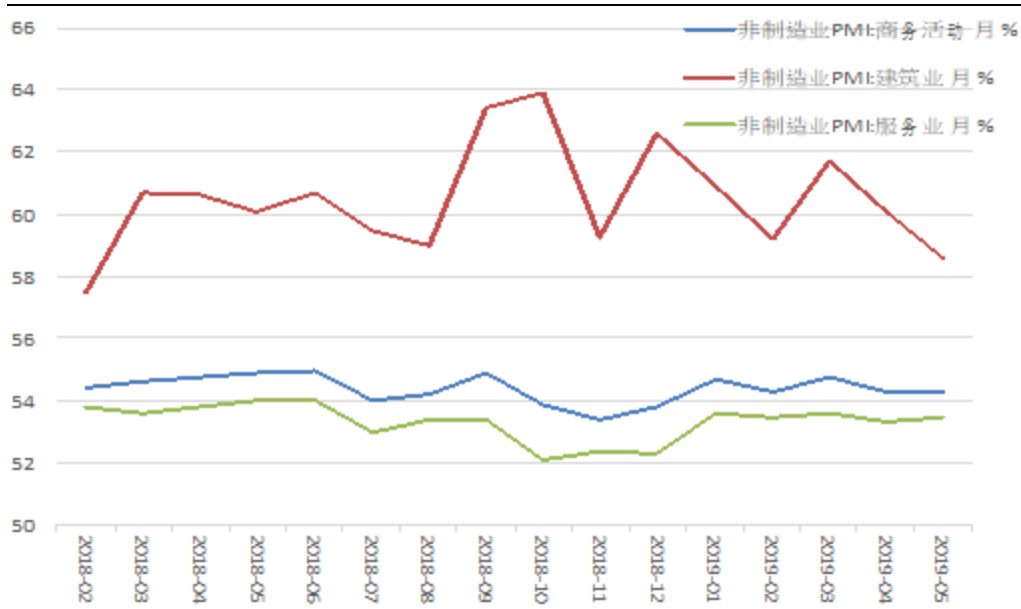
非制造业商务活动指数为 54.3%, 与上月持平, 连续 5 个月位于 54.0% 以上的较高扩张区间, 表明非制造业总体延续平稳较快的发展势头。但新订单指数回落 0.5 个百分点, 表明非制造业市场需求增速有所放缓。

服务业商务活动指数为 53.5%, 比上月上升 0.2 个百分点, 服务业继续保持较快增长态势。调查行业中, 铁路运输业、航空运输业、邮政业、住宿业、电信广播电视和卫星传输服务、互联网软件信息技术服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上的高景气区间。服务业新订单指数与新出口订单均相较上个月回落, 分别下滑 5 个百分点及 1.3 个百分点, 反映出市场需求渐趋疲软。

建筑业商务活动指数为 58.6%, 比上月回落 1.5 个百分点, 仍位于较高景气区间,

建筑业继续保持快速扩张。但新订单指数、投入品价格指数、销售价格指数等领先性指标皆有所下滑，其中，销售价格指数为 52.6%，回落 0.5 个百分点低于投入品价格指数的 55.1%，显现建筑业利润率较不乐观。

图 11：非制造业总体发展平稳



数据来源：东北证券，Wind

4. 整体经济仍处下行阶段，短期内难有明显回暖

经济下行压力仍在，关注对外贸易风险。5月 PMI 反映出整体经济仍处下行阶段，且需求走弱、进出口承压，短期内难有明显回暖。5月份开始中美经贸摩擦升级，将对外需有较明显的影响；如若 3000 亿清单落地，则对出口损伤更大。进出口是制约未来经济的重要不确定因素。面对外部压力，要更重视内部的经济结构的调整。近几个月的数据显示，经济的主要拉动力量仍是房地产等旧动力；制造业、消费的增长动力不足。故而后续总量政策应保持松紧适度，难有大水漫灌，近期央行也频频发声称 M2 增速须与名义 GDP 匹配，抑制大放水预期。结构性政策更加重要，刺激消费、扩大内需是必然途径；扩大对其他国家的开放程度、加大中小企业的支

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_12257

