

## 制造业 PMI 反季节性下行

**数据：**5月官方制造业 PMI 录得 49.4（前值 50.1），非制造业 PMI 录得 54.3（前值 54.3），综合 PMI 产出指数录得 53.3（前值 53.4）

**1、5月制造业 PMI 下滑，重回收缩区间，生产和需求均明显下行，价格涨势趋缓，制造业景气度继续减弱。**

（1）供需角度看，生产低于上月（-0.4 至 51.7），新订单指数下行（-1.6 至 49.8），生产和需求均有所走弱。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内上行（+0.2 至 47.4），产成品库存在收缩区内上行（+1.6 至 48.1）。与此对应的是采购量在扩张区内下滑（-0.6 至 50.5），体现需求走弱后，原材料和产成品库存被动上升。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数下行（-1.3 至 51.8），出厂价格指数重回收缩区间（-3.0 至 49.0）。

（4）进出口看，进口收缩区内继续下行（-2.6 至 47.1），出口在收缩区间内下行（-2.7 至 46.5），全球经济下滑，海外需求走弱，拖累我国出口。

（5）企业规模看，大型企业下行（-0.5 至 50.3），中型企业收缩区间内下行（-0.3 至 48.8），小型企业收缩区内下行（-2.0 至 47.8），各类型企业景气度出现不同程度减弱。

（6）未来看，生产经营活动预期指数明显下行，表明当前市场信心走弱。

**2、5月非制造业商务活动稳定，服务业景气度有所上升，但建筑业下行幅度超过季节性，表明投资有所走弱。**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业、互联网软件信息技术服务等行业商务活动指数依然维持在较高景气区间，但是批发业、资本市场服务业、保险业等行业商务活动指数明显下滑。建筑业指数明显回落，且回落幅度超过季节性，表明投资活动走弱。

**3、外需明显走弱，带动制造业 PMI 反季节性下行。**2013 年以来，5 月制造业 PMI 均是上行的，上行幅度均值为 0.2。然而，今年 5 月制造业 PMI 下行 0.7，属于反季节性下行，且下行幅度较大，表明制造业景气度明显走弱。原因在于全球经济走弱，叠加中美贸易摩擦，外需明显下行。今年以来，摩根大通全球制造业 PMI、OECD 综合领先指标均持续下行，全球经济下滑，我国商品的海外需求下行，出口处在比较弱的水平上。5 月中美贸易摩擦再度升温，对出口也产生影响。与此相印证的是，5 月新出口订单 PMI 下降 2.7，外需下滑较快，带动整体需求下行。我们判断，受全球经济走弱和中美贸易摩擦双重影响，下半年出口将会继续下行，制造业景气度将受制约。**非制造业商务活动稳定，经济整体缓慢下滑，并未失速，符合我们对经济走势的判断。**虽然 5 月制造业 PMI 下行较多，但是非制造业商务活动稳定，整体来看，经济并未出现明显下滑，而是缓慢下行。与此相印证的是，5 月综合 PMI 产出指数分别比去年 4 季度和今年 1 季度均值高出 0.5 和 0.1，表明整体的生产状况并不是很差。我们判断，经济增速已经渡过快速下降期，但是依然处在下行阶段。目前整体的经济走势与我们的判断方向吻合。

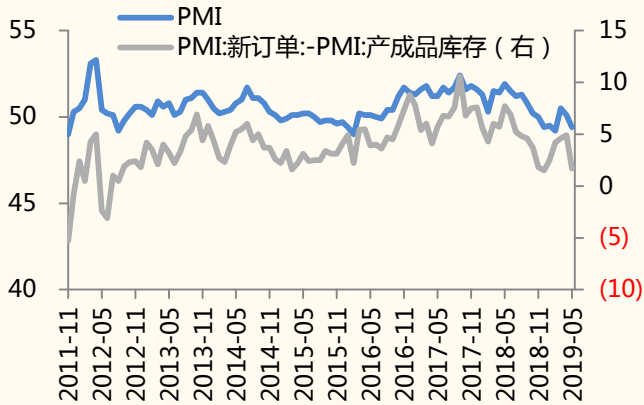
**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

**段小乐** 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

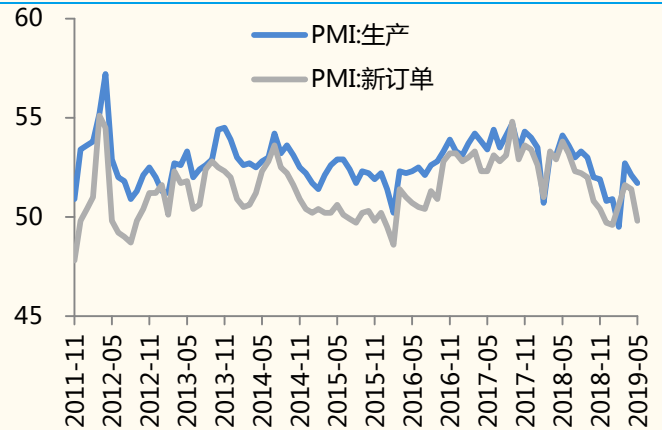
**林玲** 联系人  
linling1@gjzq.com.cn

图表 1：5月份制造业 PMI 下行



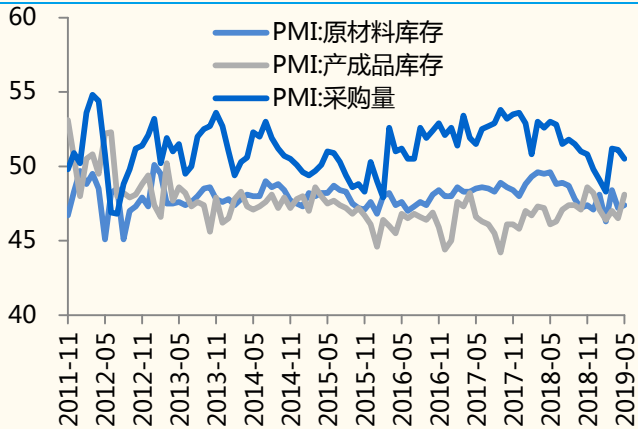
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业生产、新订单指数均有所下滑



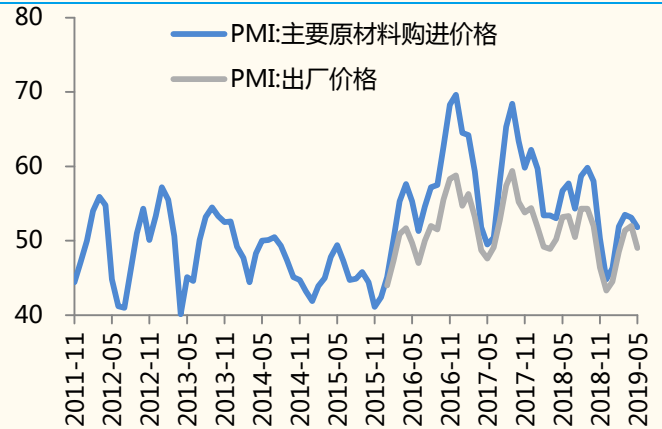
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：原材料库存、产成品库存指数上行



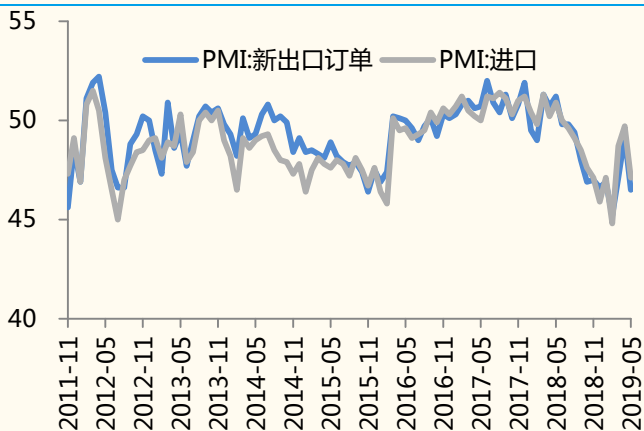
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要原材料和出厂价格指数下行



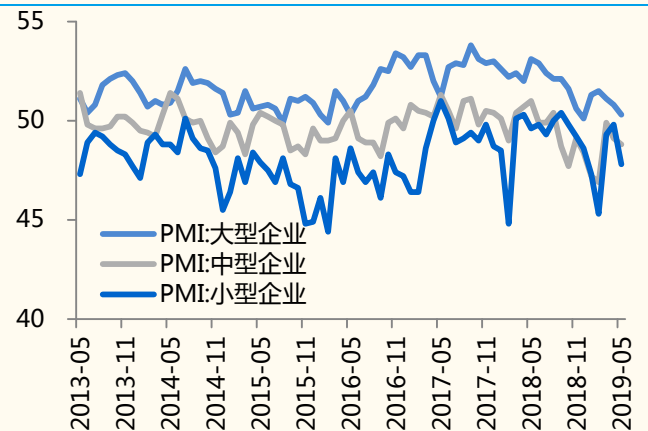
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 5：进口和出口指数均下行



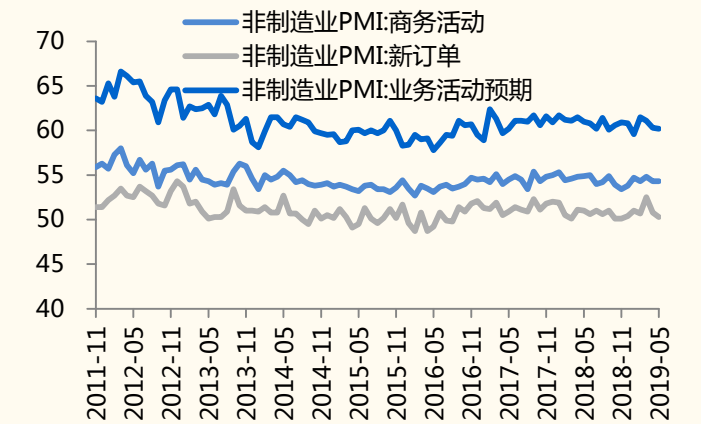
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：大、中、小企业景气度均下行



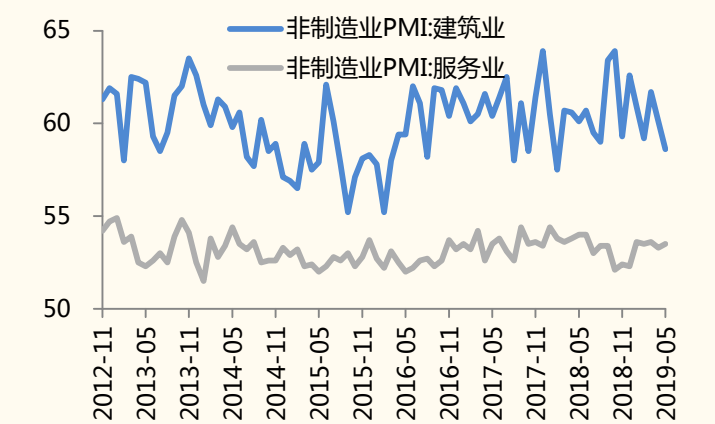
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：非制造业商务活动指数持平于前值



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业指数有所下滑，服务业指数上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

### 风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH

**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\\_12262](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12262)

