

## 供需回落，PMI降至历史同期最低

—— 5月PMI数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280118040020

### 相关报告

宏观报告：数据回归常态，货币政策微调但未转向——4月PMI数据点评

2019-4-30

宏观报告：PMI小幅回升源于节前备货与低基数——2019年1月PMI数据点评

2019-2-1

### ● 供需回落，PMI降至历史同期最低

5月PMI从50.1%降至49.4%，重回荣枯线并为历史同期最低，新订单指数为主要拖累，根据我们测算，新订单对PMI回落0.7个百分点的贡献率为64%，我们对各细分项数据理解如下。

其一，供需回落，而外需更弱。生产指数回落0.4个百分点至51.7%，增值税减税扰动结束，但需求端疲弱制约生产，4月工作日同比多2天但工业增加值回落且工业企业产销率明显低于历年同期，表明需求端存在下行因素。新订单指数降至49.8%，重回荣枯线之下，需求回落幅度远大于生产，导致产成品库存被动回升。新出口订单指数大幅下降至46.5%，为历史同期最低，可见外需是主要拖累，对于外需回落，海外经济放缓影响趋势，中美贸易摩擦升级影响斜率。

其二，就业压力继续增加。从业人员指数继续降低至47%，为历史同期最低，同时，“找工作”百度搜索指数在3-4月急剧上升，反映就业压力增加。制造业与外部环境关联很大，即便贸易摩擦不加剧，外需放缓下，制造业的就业压力可能也会加剧。

其三，价格指数回落，5月PPI增速大概率下降。出厂价格指数从52%降至49%，原材料购进价格指数从53.1%降至51.8%，5月PPI环比增速很可能出现下滑，同时，2-4月PPI低基数时期已过，随着基数再度抬升，预计5月PPI同比增速出现回落。

### ● 建筑业PMI保持高景气度

5月建筑业PMI小幅回落至58.6%但仍在高景气度区间，预示着房地产建设与基建投资增速有望回升。建筑业相对于制造业而言，对外部环境敏感度较低，外部环境不确定性反而使得国内政策难以显著收紧，进而利于建筑业。货币政策关注经济增长与价格走势，若贸易摩擦继续升级，货币政策可能再度转向“稳中偏松”；若贸易谈判能达成协议，考虑到通胀易上难下以及一季度宏观杠杆率大幅上升，货币政策可能更加中性。

财政政策与供给侧改革或将接力。一是加大减税降费力度。一方面中国对美国产品加征关税，将加大中国企业进口负担，生产经营成本上升，另一方面美国对中国产品加征关税，会从量、价上拖累出口，最终降低企业的盈利水平。二是供给侧做加法。去产能、去库存、去杠杆都取得一定成效，供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去，需要供给侧做加法，通过减税降费，配合市场化改革，降低企业生产经营成本，来打开被抑制的需求，促进形成强大国内市场。为促进高技术产业的发展，未来将考虑向高技术产业和高技术人才实施税收优惠，就像前段时间深圳推出的政策。

### ● 风险提示：货币政策发生转向；贸易摩擦继续升级

## 目 录

1、 供需回落，PMI 降至历史同期最低.....	3
2、 建筑业 PMI 保持高景气度.....	6

## 图表目录

图 1: 5 月 PMI 回落至历史同期最低 (%) .....	4
图 2: 新订单指数是 PMI 回落 0.7 个百分点主要拖累 .....	4
图 3: 生产指数小幅回落 (%) .....	4
图 4: 从业人员指数为历年同期最低.....	5
图 5: 需求疲弱，产成品库存被动回升 .....	5
图 6: 新出口订单指数降至历年同期最低.....	5
图 7: 价格指数回落 (%) .....	6
图 8: 建筑业 PMI 维持高位 (%) .....	6

5月制造业PMI降至历史同期最低，外因在于中美贸易摩擦升级，内因在于货币政策微调。对外需敏感度不高的建筑业景气度仍高，预示着房地产建设与基建投资增速有望回升。货币政策关注经济增长与价格走势，若贸易摩擦继续升级，货币政策可能再度转向“稳中偏松”；若贸易谈判能达成协议，考虑到通胀易上难下以及一季度宏观杠杆率大幅上升，货币政策可能更加中性。未来财政政策与供给侧改革或将接力：一是加大减税降费力度；二是供给侧做加法。

## 1、供需回落，PMI降至历史同期最低

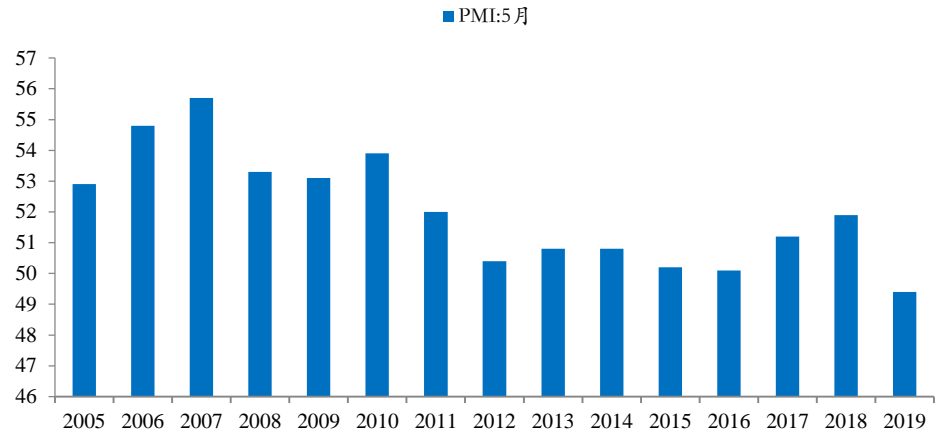
5月PMI从50.1%降至49.4%，重回荣枯线并为历史同期最低，新订单指数为主要拖累，根据我们测算，新订单对PMI回落0.7个百分点的贡献率为64%，我们对各细分项数据理解如下。

**其一，供需回落，而外需更弱。**生产指数回落0.4个百分点至51.7%，增值税减税扰动结束，但需求端疲弱依旧制约生产。实际上从4月开始，需求已明显下降，4月工作日同比多2天但工业增加值回落且工业企业产销率明显低于历年同期，表明需求端存在下行因素。5月新订单指数降至49.8%，重回荣枯线之下，需求回落幅度远大于生产，导致产成品库存被动回升。新出口订单指数大幅下降至46.5%，为历史同期最低，可见外需是主要拖累，对于外需回落，海外经济放缓影响趋势，中美贸易摩擦升级影响斜率。

**其二，就业压力继续增加。**从业人员指数继续降低至47%，为历史同期最低，同时，“找工作”百度搜索指数在3-4月急剧上升，反映就业压力增加。制造业与外部环境关联很大，贸易摩擦升级固然影响出口企业预期，然而拉长时间看，之前中美贸易谈判取得一定进展，但关税没有取消并已经对两国出口造成负面影响，出口企业的预期没有实质性逆转，贸易摩擦加剧通过影响出口、产业链转移等途径影响就业偏长期，即便贸易摩擦不加剧，外需放缓下，制造业的就业压力可能也会加剧。

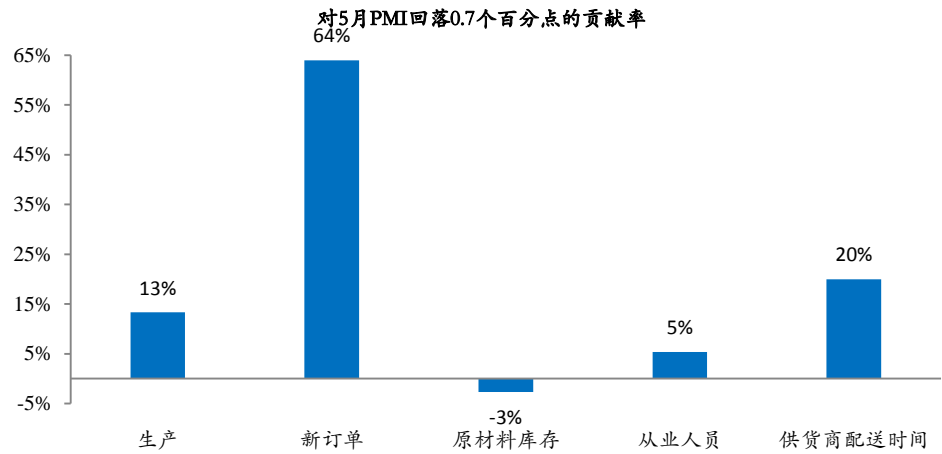
**其三，价格指数回落，5月PPI增速大概率下降。**出厂价格指数从52%降至49%，原材料购进价格指数从53.1%降至51.8%。同时，从高频数据来看，4月大宗商品价格指数(BPI)环比降幅从0.07扩大至0.67%，5月(截至5月27日)BPI环比降幅扩大至2.2%；4月流通领域重要生产资料价格环比增速从0.82%下降至0.43%，5月中上旬环比降幅扩大至1.38%。综合来看，5月PPI环比增速很可能出现下滑，同时，2-4月PPI低基数时期已过，随着基数再度抬升，预计5月PPI同比增速出现回落。

图1： 5月 PMI 回落至历史同期最低（%）



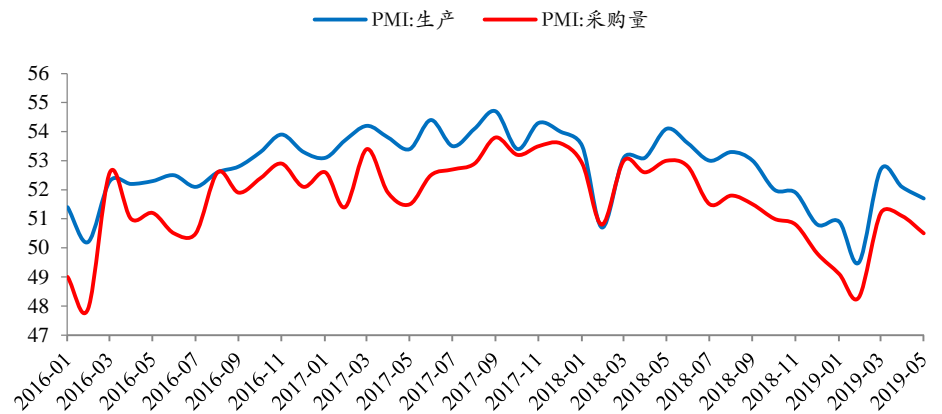
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 新订单指数是 PMI 回落 0.7 个百分点主要拖累



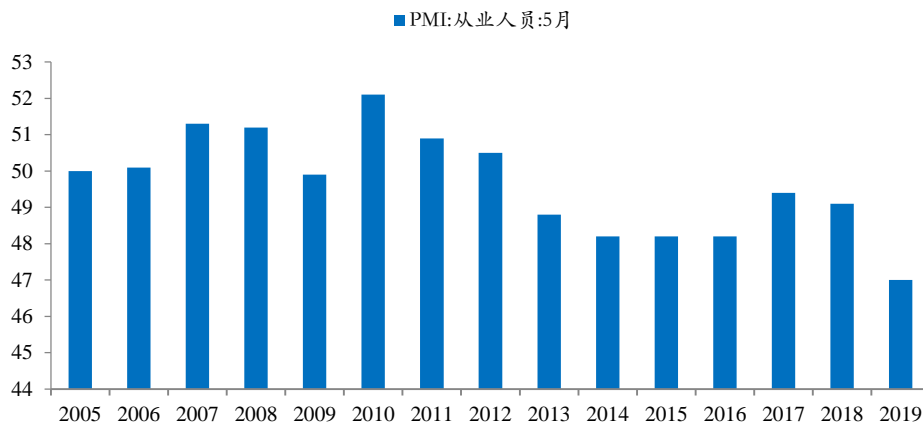
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 生产指数小幅回落（%）



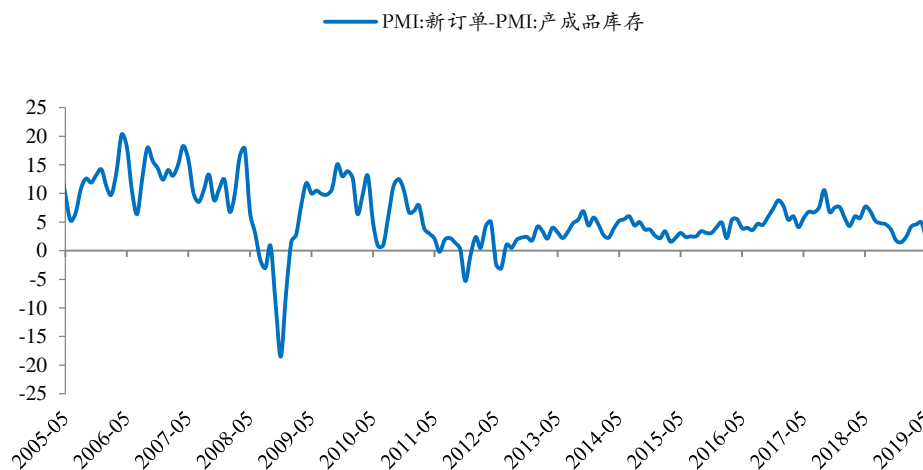
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 从业人员指数为历年同期最低



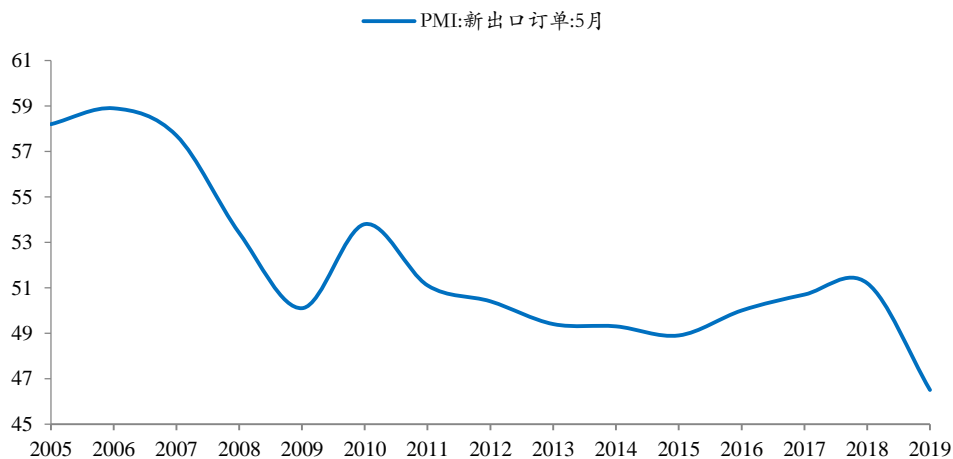
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 需求疲弱，产成品库存被动回升

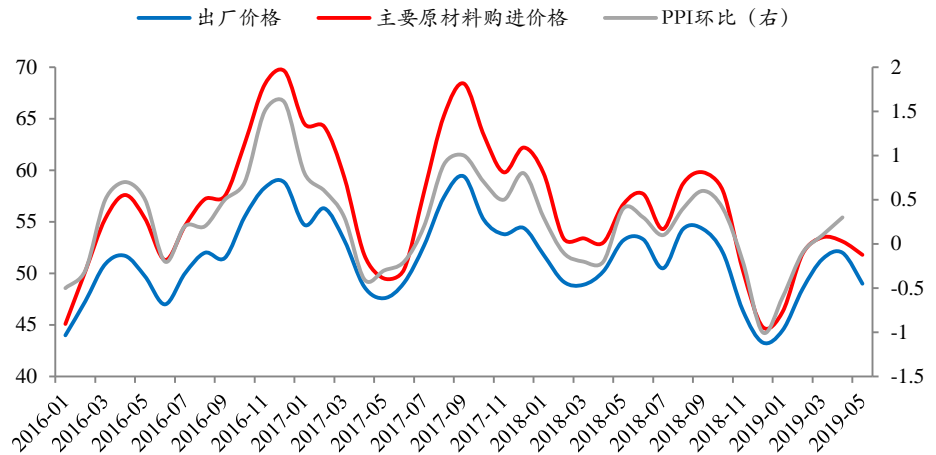


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 新出口订单指数降至历年同期最低



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7： 价格指数回落 (%)**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、 建筑业 PMI 保持高景气度

5月建筑业PMI小幅回落至58.6%但仍在高景气度区间，预示着房地产建设与基建投资增速有望回升。建筑业相对于制造业而言，对外部环境敏感度较低，外部环境不确定性反而使得国内政策难以显著收紧，进而利于建筑业。货币政策关注经济增长与价格走势，若贸易摩擦继续升级，货币政策可能再度转向“稳中偏松”；若贸易谈判能达成协议，考虑到通胀易上难下以及一季度宏观杠杆率大幅上升，货币政策可能更加中性。

财政政策与供给侧改革或将接力。一是加大减税降费力度。一方面中国对美国产品加征关税，将加大中国企业进口负担，生产经营成本上升，另一方面美国对中国产品加征关税，会从量、价上拖累出口，最终降低企业的盈利水平。二是供给侧做加法。去产能、去库存、去杠杆都取得一定成效，供给侧做减法最剧烈的阶段已经过去，需要供给侧做加法，通过减税降费，配合市场化改革，降低企业生产经营成本，来打开被抑制的需求，促进形成强大国内市场。为促进高技术产业的发展，未来将考虑向高技术产业和高技术人才实施税收优惠，就像前段时间深圳推出的政策。

**图8： 建筑业 PMI 维持高位 (%)**

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\\_12283](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12283)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>