

宏观观点评

5月PMI的喜与忧

事件：5月制造业PMI 51.0%（前值51.1%）；非制造业PMI 55.2%（前值54.9%）。

核心观点：5月PMI指向当前经济总体不弱，有喜有忧：喜在，工业和建筑业生产加快、服务业稳步修复，经济景气稳中有升；忧在，上下游价格缺口拉大，利润侵蚀加剧，也拖累小企业和就业，扰动补库趋势，此外，汇率、运价、原材料涨价也让出口承压。

1、5月制造业PMI基本持平、非制造业小幅回升，整体生产经营活动环比好转。5月制造业、非制造业PMI为51.0%、55.2%，较上月分别变动-0.1、0.3个百分点；5月综合PMI产出指数为54.2%，较上月回升0.4个点。整体看，5月PMI预示我国企业生产经营活动环比小幅好转，与5月工业开工率多数环比回升，“五一”假期消费数据整体偏强相互印证；也符合我们此前判断，即4月PMI虽然明显回落，但整体经济可能并不弱。（具体请参考《4月PMI明显回落的背后》、《把握窗口——五一宏观8大看点》）

2、分项看，可重点关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端的5大信号：

1) 工业生产扩张加速，需求修复有所放缓。5月PMI生产指数、新订单指数为52.7%、51.3%，分别较上月变动0.5、-0.7个百分点，反映工业生产环比加速扩张，但下游需求修复有所放缓。其中工业生产有所加速，与本月高炉、焦化、PTA等重点品种开工率明显回升相互印证，可能与近期保供稳价压力下，环保限产有所放松有关（具体请参考《高频与政策半月观——生产稳、价格降、人民币升，部委会议有4重点》）。新订单指数有所回落，主要应是受到5月新出口订单跌幅较大的拖累。分行业看，食品加工、黑色金属、通用设备、运输设备的生产指数均高于上月，景气度处于高位。

2) 出口订单明显回落，汇率、运价、原材料涨价三重压力显现；进口订单维持高位。5月新出口订单大幅回落2.1个百分点至48.3%，继今年2月后再度回落至收缩区间，也是2020年7月至今的最低水平；本月出口订单明显回落，背后可能是近期人民币汇率、海运运价、原材料价格的涨幅均较大，对出口产业链的利润侵蚀压力显现；但考虑到海外经济仍在稳步复苏，保供稳价政策发力，预计全年出口依然乐观。进口订单回升0.3个百分点至50.9%，为2019年以来的次高水平，侧面验证国内经济修复小幅加速。

3) 价格仍强，5月PPI同比可能大幅升至8.5%以上，利润侵蚀加剧；库存再度回落，后续仍是补库趋势。价格端，5月原材料价格指数、出厂价格指数环比分别大幅上涨5.9、3.3个百分点，均创近年来新高。我们预计，低基数效应之下，5月PPI同比预计续升至8.5%以上，下半年可能在6%-7%以上高位震荡，今年全年PPI同比由-1.8%升至5%甚至6%以上。同时注意到，5月原材料价格和出厂价格指数的差距大幅拉大到12.2个点，较3-4月的9.6个点明显提升，预示上游行业对中下游的利润侵蚀进一步加剧；库存端，工业企业产成品库存同比自2020年7月库存降至7.4%以来，整体转为补库趋势，期间去年10月、今年3月和4月回落。5月PMI原材料、产成品库存指数再度分别下跌0.6、0.3个百分点，可能与近期原材料价格高涨，抑制企业补库意愿有关，但整体来看应仍是大趋势中的小波动。维持我们最新报告《从三大周期的背后，看经济形势和资产配置》的观点，当前处于补库中期，按规律看可能仍有半年左右的补库时间。

4) 小企业景气再度回落，就业形势有所恶化。5月大中型企业PMI分别上涨0.1、0.8个百分点，小企业PMI则回落2个百分点至48.8%，反映制造业小企业持续增长的动力仍显不足。就业方面，5月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别变动-0.7、-0.1、2.0个百分点。小企业和制造业就业小幅恶化，可能也与原材料大幅涨价对中小企业利润挤压加剧、以及出口景气回落有关。

5) 服务业复苏仍快，建筑业景气回升。5月服务业PMI微跌0.1个百分点至54.3%，仍然处于较高水平，反映服务业消费复苏仍快；分行业看，“五一”假期带动下，与长距离出行相关的铁路航空运输、住宿等行业商务活动指数连续两个月高于65.0%，零售、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数均高于上月，消费市场呈现积极恢复势头。但应注意，5月底广东疫情再度出现散发爆发，可能对后续服务业、消费修复产生拖累。5月建筑业PMI回升2.7个百分点至60.1%，表明建筑业生产活动有所加快，可能是近期专项债发行放量，基建投资有所修复。

3、总体看，5月PMI反映工业和建筑业生产加快、服务业稳步修复，整体经济景气稳中有升；但出口订单、小企业景气度、就业有所回落，关注后续出口产业链景气变动。我们继续重申：Q2开始我国政策更加强调促改革、调结构、防风险，总体看货币边际趋紧、信用收缩、监管趋严已是方向。短期继续提示4个关注点：1) 国常会连续“点名”大宗商品，强调保供稳价；2) 近期中美就贸易问题交换意见，同意继续保持沟通，关注中美贸易政策的边际变化；3) 紧盯美联储缩减QE (Taper) 的动向，短期关注6月17日FOMC会议；4) 继续关注信用收紧，房地产、去杠杆、表外融资等三大领域。

风险提示：疫情演化、外部环境恶化、政策收紧等超预期

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

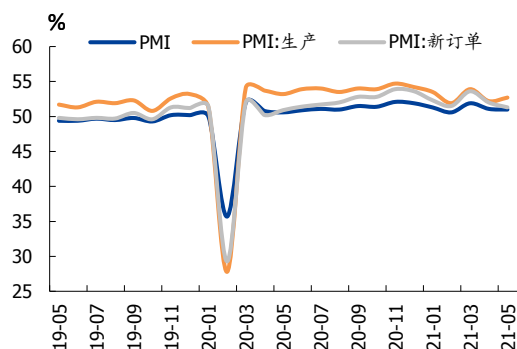
邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《高频与政策半月观——生产稳、价格降、人民币升，部委会议有4重点》2021-05-30
- 2、《工业企业盈利的行业特征》2021-05-29
- 3、《从三大周期的背后，看经济形势与资产配置》2021-05-25
- 4、《经济恢复到什么程度了？——全面解读4月经济》2021-05-17
- 5、《4月PMI明显回落的背后》2021-04-30

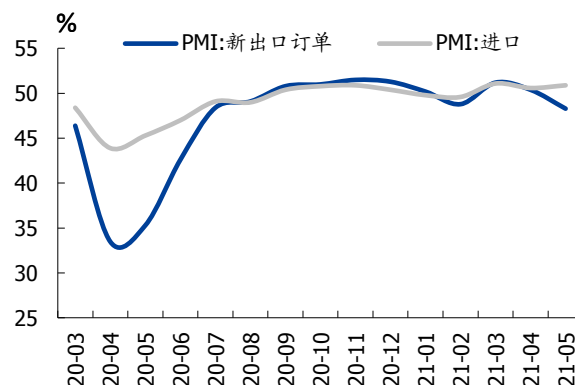


图表 1: 5月制造业PMI基本持平



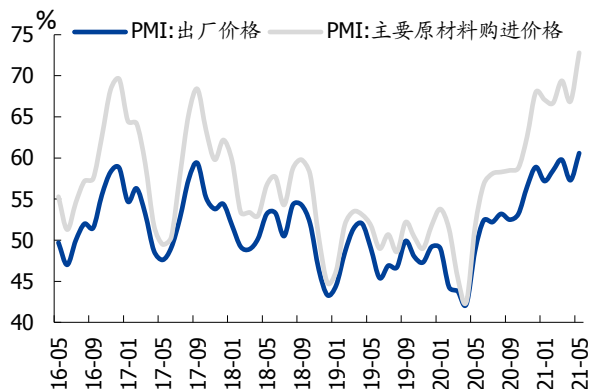
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 5月PMI进出口订单走势分化



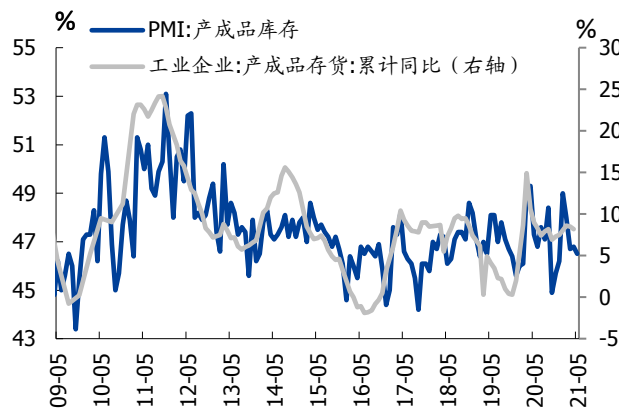
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 5月价格指数再创新高



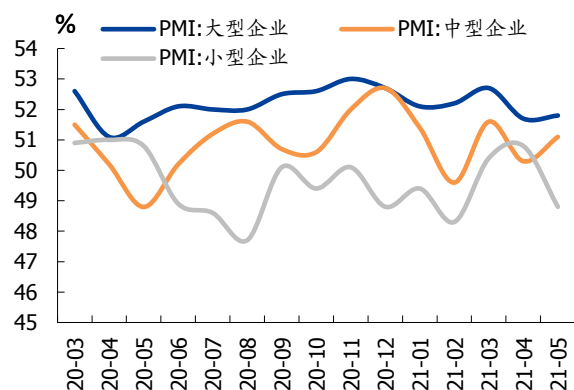
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 5月产成品库存指数回落



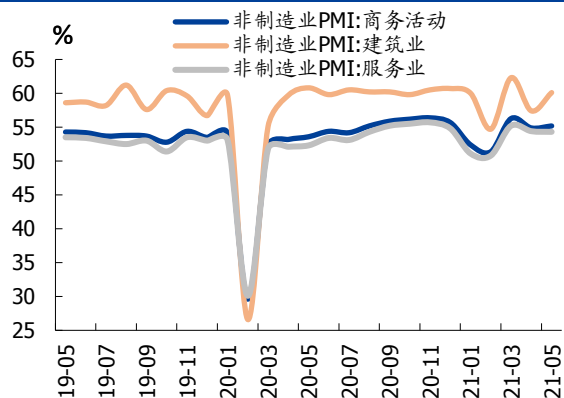
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 5月小企业景气度再度回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 5月服务业复苏仍快



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_19886

