

5 月 PMI：出口预示未来走弱

核心观点

5 月中采制造业 PMI 指数微降 0.1 个百分点至 51.0%，生产上、订单下，仍保持在扩张区间，符合我们关于“工业仍强、经济不弱”的判断。从分项来看，5 月生产指数上升 0.5 个百分点至 52.7%，工业生产热情延续，南方八省电厂耗煤量和高炉开工率均有所上行。5 月新订单指数下行 0.7 个百分点，订单连续两个月回落表明需求扩张速度放缓，提示四季度经济增长或低于预期；其中，新出口订单下降 2.1 个百分点至 48.3%，重回收缩区间，同样验证了我们关于“出口虽无近虑但有远忧”的观点，出口未来大概率走弱。5 月价格指数再次攀升，PPI 将再超出市场预期，不过 5 月下旬以来，以螺纹钢为代表的大宗商品价格大幅调整预示着 PPI 同比高点已形成。

□ 订单指数继续下行，出口订单回落更快

5 月新订单指数回落 0.7 个百分点至 51.3%，订单连续两个月回落表明需求扩张有所放缓，提示四季度经济增长或低于预期，我们维持四季度 GDP 同比+4.8%的观点。其中，内需表现优于外需，进口指数和采购量指数环比小幅上行。新出口订单指数大幅回落 2.1 个百分点至 48.3%，重回收缩区间，验证了我们关于“出口虽无近虑但有远忧”的观点。海外运价指数、产能利用率、出口等数据的不断改善，验证了海外生产能力的持续修复，我国出口的替代效应走弱，叠加 2020 年 H2 出口超预期的高基数，后续出口大概率渐进下行。从出口订单回落到出口数据回落大概有 1~2 个季度的滞后，二季度出口仍有较好表现，但四季度回落压力较大。

□ 发电炼钢势头不减，生产指数有所回升

5 月生产指数上升 0.5 个百分点至 52.7%，工业生产热情持续。高频数据显示，5 月南方八省电厂耗煤量快速回升，高于历史同期；高炉开工率低位回升、电炉开工率维持高位，粗钢产量环比上月小幅上升，同比增速仍在 15%以上；全国主要钢厂的螺纹钢、线材达产率进一步上行。另外，非金属矿制品和化工行业生产热情较高，浮法玻璃开工率持续上行，5 月达到历史新高；苯乙烯、PVC 等化工品开工率小幅上行。汽车生产略微降温，一方面轮胎主要产地山东开启新一轮环保督察，全钢胎、半钢胎开工率回落明显，另一方面，全球范围内的“缺芯”使得诸多汽车企业调降生产计划。

□ 价格指数再次攀升，PPI 同比高点形成

5 月主要原材料购进价格指数大幅上升 5.9 个百分点至 72.8%，出厂价格指数上升 3.3 个百分点至 60.6%，提示 PPI 将继续超出市场预期，我们预测 5 月 PPI 同比增长 8.7%。不过，5 月下旬以来，煤炭、铁矿石、有色金属等价格冲高回落，螺纹钢价格大幅回调，预示着 PPI 同比高点或已形成。5 月石油价格震荡上行，石油供给国对于增产保持克制，OPEC+国家连续数月减产执行率超过 100%，叠加石油需求持续超预期，美油库存持续低位，原油价格有望保持在 65 美元/桶上方。中游价格出现分化，以玻璃、水泥为代表的非金属矿制品价格持续上涨，塑料、橡胶、PTA、瓦楞纸价格有所回调。5 月产成品库存指数下降 0.3 个百分点至 46.5%，原材料库存指数下降 0.6 个百分点至 47.7%，库存微降属于弱补库周期的正常反复。

□ 二季度经济景气持续，信用收缩将继续演绎

5 月 PMI 环比略降 0.1 个百分点，二季度经济依然保持较高景气度，订单指数连续两个月回落提示下半年经济回落压力较大。目前我们处于稳增长压力较小的时间窗口，经济基本面较强，就业形势稳定，PPI 上涨压力也尚未传递到 CPI，金融稳定仍是目前货币政策的首要目标，货币政策仍将保持稳健中性，我们预计信用收缩将持续至三季度末，提示三季度可能出现非线性信用收缩风险。四季度预计经济增速大幅回落触发货币政策转向宽松，利好股债市场。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫苗失效

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书编号：S1230520080001

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1《4 月 PMI：PMI 回落意味经济高点已过？》2021.4.30

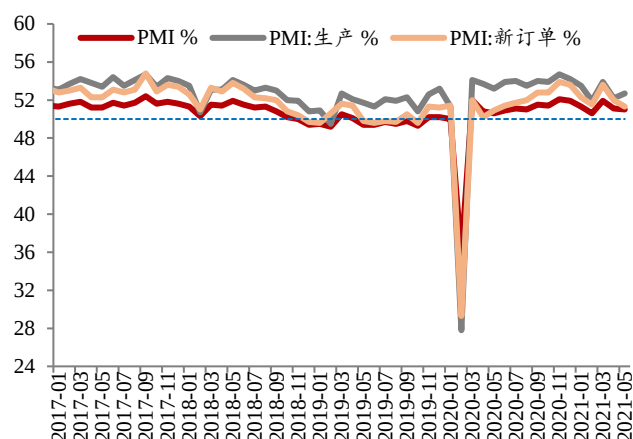
2《3 月 PMI：就业转好，供需两旺，信用收缩进程开启》2021.3.31

3《2 月 PMI：PMI 回落主因春节效应》2021.2.28

4《1 月 PMI：PMI 尚未体现不返乡效应》2020.1.31

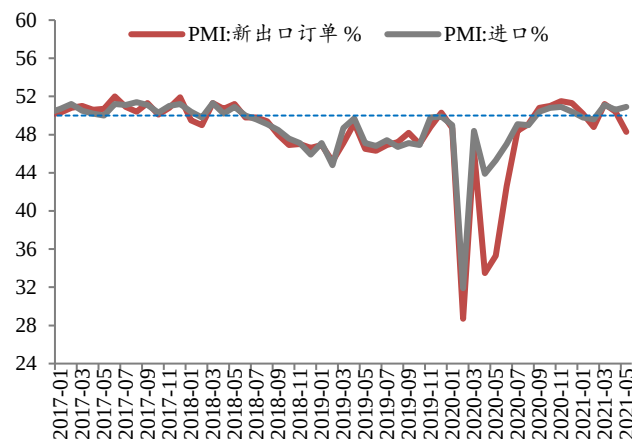
5《12 月 PMI：淡季不淡，冷冬难掩生产热情》2020.12.31

图 1：制造业 PMI 及其生产指数、新订单指数



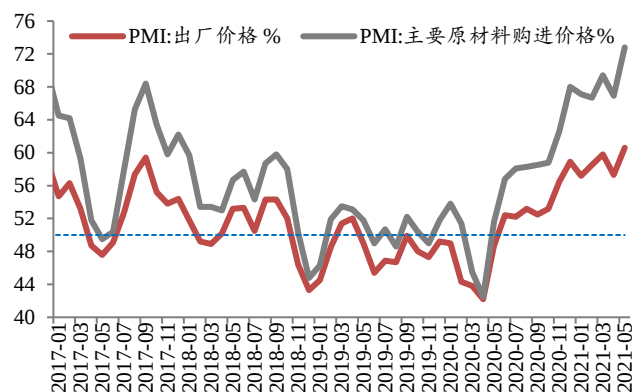
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：制造业新出口订单指数及进口指数



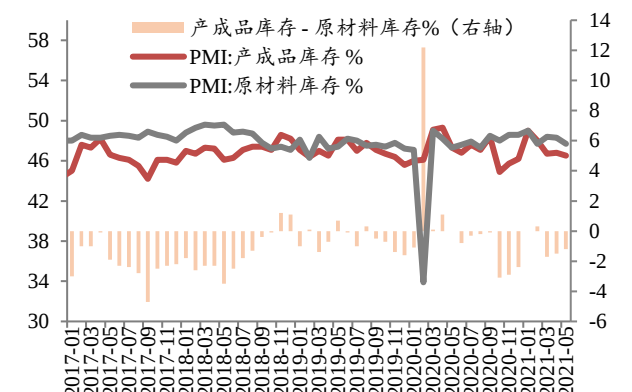
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：制造业 PMI 价格指数



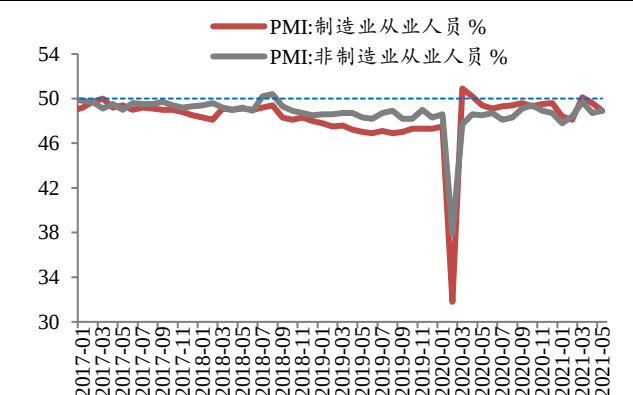
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：制造业库存指数



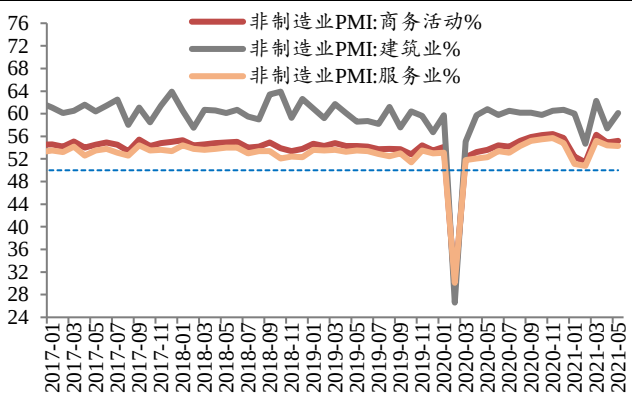
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：从业人员指数



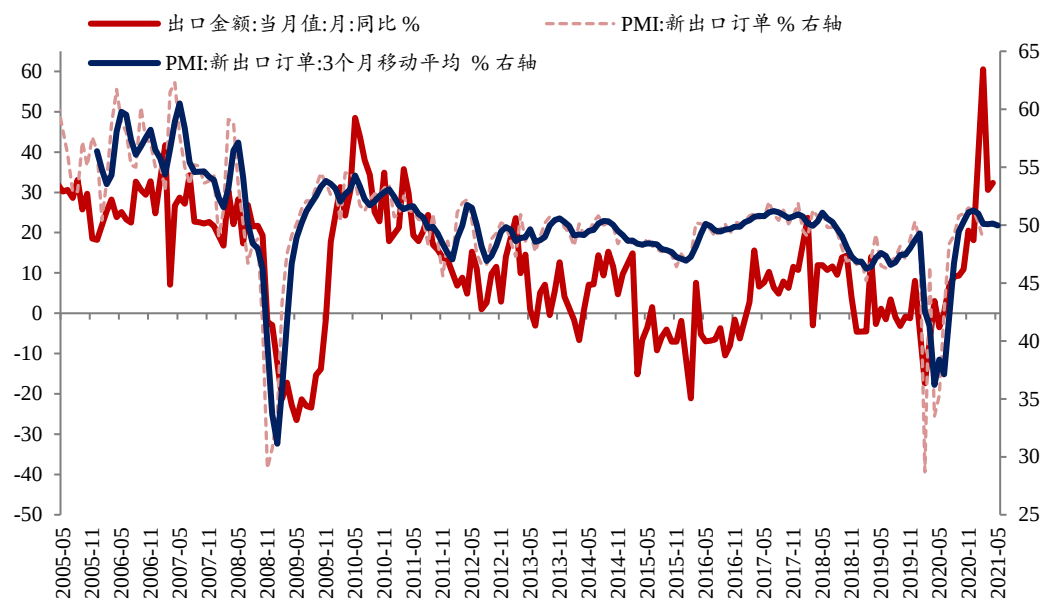
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：非制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：新出口订单领先出口 3-6 个月



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风

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_19894

