

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执业编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-56511920

杨亚仙
联系人
yangyaxian@sczq.com.cn
电话：86-10-56511883

相关研究

- 人民币的投机性升值难以持续
- 黑色高点或现，其他还会远吗？
- 4月经济数据点评：消费较弱，外需支撑生产

事件：2021年5月31日，国家统计局公布2021年5月中国PMI数据，制造业PMI为51.0%，前值51.1%，预期值51.1%；官方非制造业PMI为55.2%，前值54.9%，预期值55.1%。

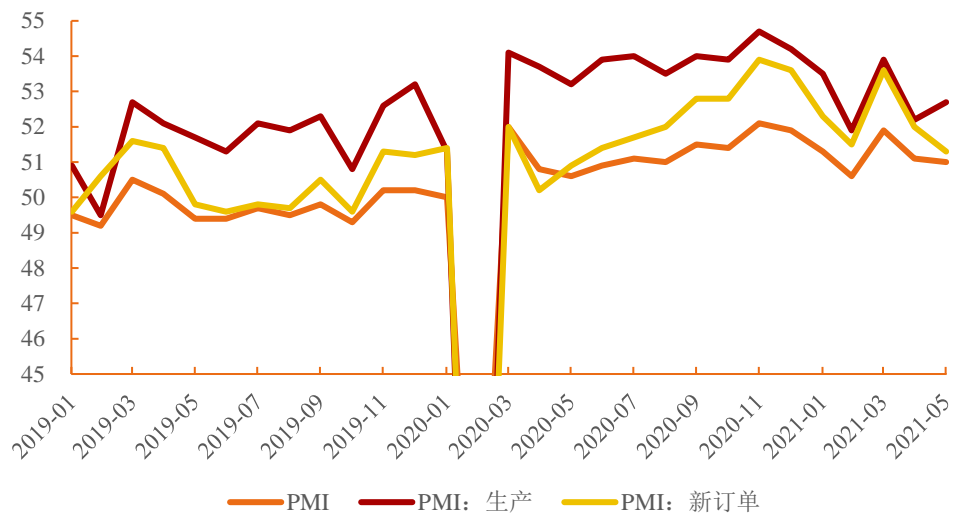
- 整体上，5月PMI变化不大，小幅下行。具体地，整体表现为**生产走强，需求较弱，价格高升，库存去化**。这反映企业生产加速，但补库意愿较低，可能说明企业对价格高企的持续性存在疑虑，倾向于快速生产，快速出货，减少库存。生产经营活动预期指数小幅下行也能说明企业对未来的生产经营保持谨慎态度。
- 我们在2021年1月就首先提出经济见顶的观点（请参见《经济拐点就在当下——12月经济数据点评》）。结合制造业PMI数据看，排除就地过年后的填坑效应带来3月份的短期反弹外，经济在去年11月达到高点以来，下行趋势不断得到验证。
- 新出口订单指数大幅走弱是新订单指数回落的主要原因，新出口订单指数回落2.1个百分点，且位于荣枯线以下。在近期外需仍然强劲、5月欧美PMI仍保持绝对高位的前提下，新出口订单指数的大幅回落可能与东南亚地区出口订单下降有关。印度疫情对周边国家的影响显著，东南亚地区运价指数均开始下行。
- 服务业复苏有所减缓，建筑业景气回升。服务业PMI小幅下行，但仍处于较高水平。5月底广东地区疫情再现，且此次感染的变异病毒传染性更强，疫情防控形势较为严峻，后续服务业的修复可能会再度放缓。5月建筑业PMI回升2.7个百分点，反映建筑业生产活动有所加快。
- PMI数据公布后，债市反应较大，截止收盘，10年期国债期货收涨0.16%。总体来看，经济下行趋势不改。但通胀预期和流动性的松紧基本左右了最近的市场走势。短期内大宗商品可能超跌小幅反弹，中期仍因外需的冲高回落回归下行区间。

风险提示：全球疫情超预期，疫苗接种不及预期

5月，我国制造业PMI录得51.0%，略低于预期值51.1%，比前值收窄0.1个百分点。整体上，5月PMI变化不大，小幅下行。整体表现为**生产走强，需求较弱，价格高升，库存去化**。这反映企业生产加速，但补库意愿较低，可能说明企业对价格高企的持续性存在疑虑，倾向于快速生产，快速出货，减少库存。生产经营活动预期指数小幅下行也能说明企业对未来的生产经营保持谨慎态度。

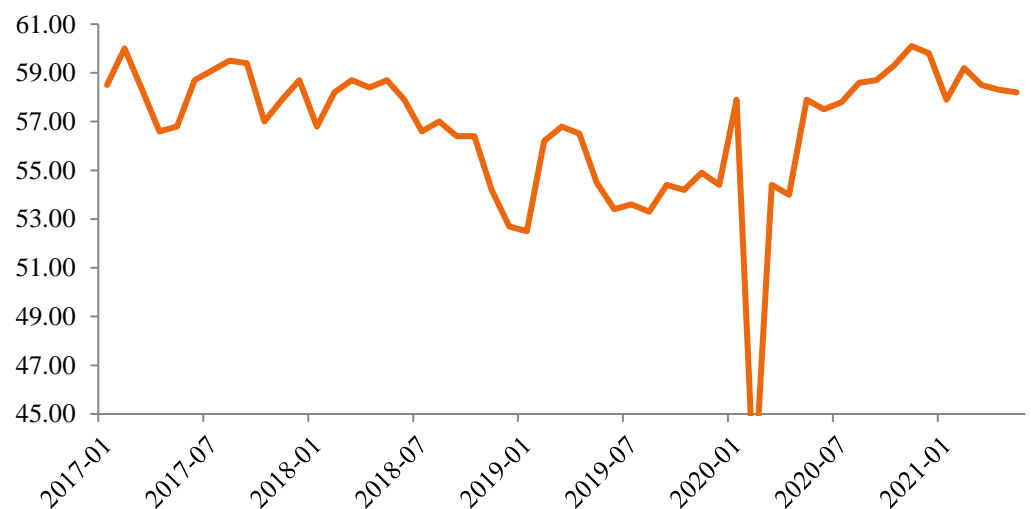
我们在2021年1月就首先提出经济见顶的观点（请参见《经济拐点就在当下——12月经济数据点评》），认为经济的内需在去年四季度就已见顶。结合制造业PMI数据看，排除就地过年后的填坑效应带来3月份的短期反弹外，经济在去年11月达到高点以来，下行趋势不断得到验证。

图1：制造业PMI小幅下行，生产走强，需求走弱



资料来源：Wind, 首创证券

图2：PMI生产经营活动预期指数小幅走弱



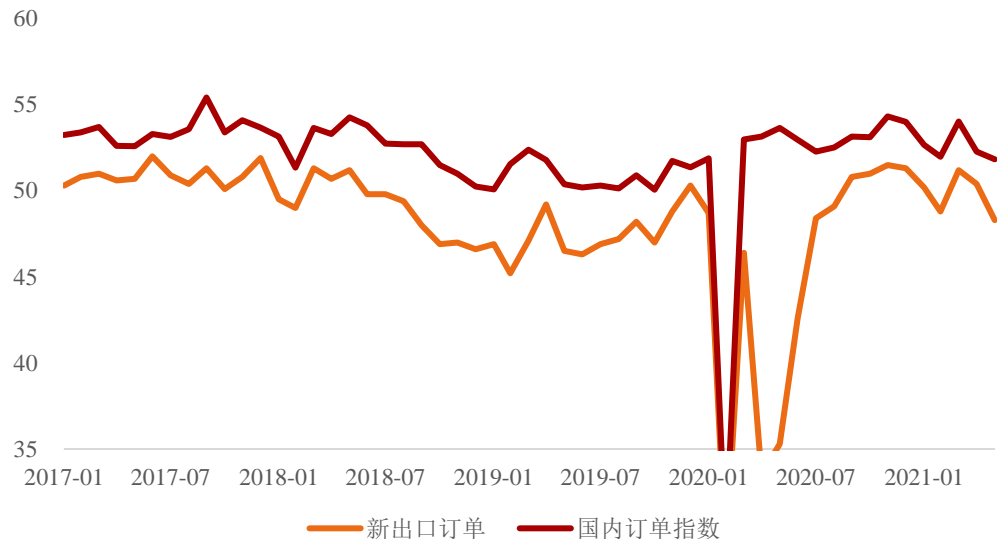
资料来源：Wind, 首创证券

具体地，有以下几点值得关注：

生产走强，需求走弱，供需缺口加大。PMI 生产指数回升 0.5 个百分点至 52.7%，但 PMI 新订单指数回落 0.7 个百分点至 51.3%，创一年以来新低，说明工业生产在加速扩张，需求修复边际放缓（见图 1）。

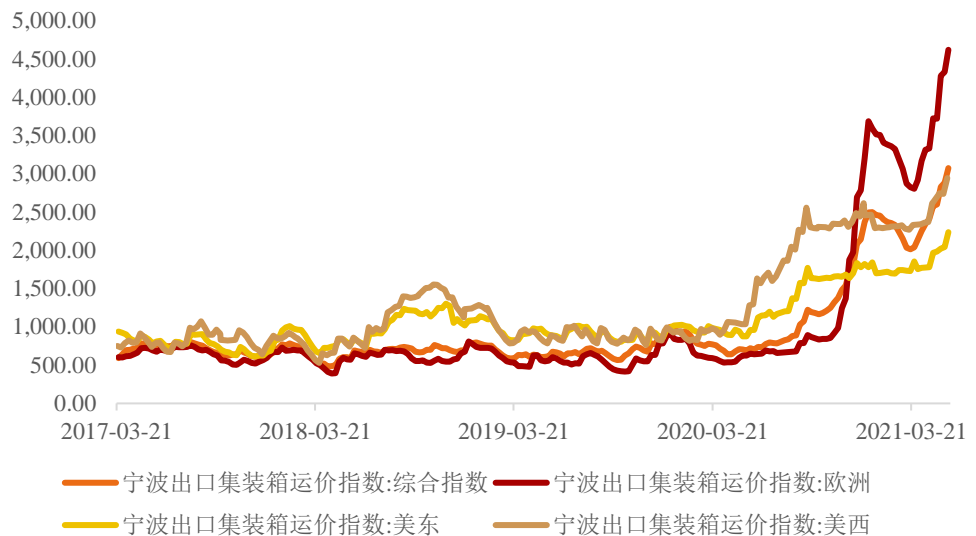
其中新出口订单指数大幅走弱是新订单指数回落的主要原因，新出口订单指数回落 2.1 个百分点至 48.3%，且位于荣枯线以下。新出口订单指数反映到出口有一定的滞后，因此 5 月份出口是否走低仍需观察，未来 2-3 个月会逐渐明晰。在近期外需仍然强劲、5 月欧美 PMI 仍保持绝对高位的前提下，新出口订单指数的大幅回落可能与东南亚地区出口订单下降有关。集装箱运价指数整体走高，欧美航线价格持续飙升，但印度疫情对周边国家的影响显著，东南亚地区运价指数均开始下行。

图 3：新出口订单指数大幅下行



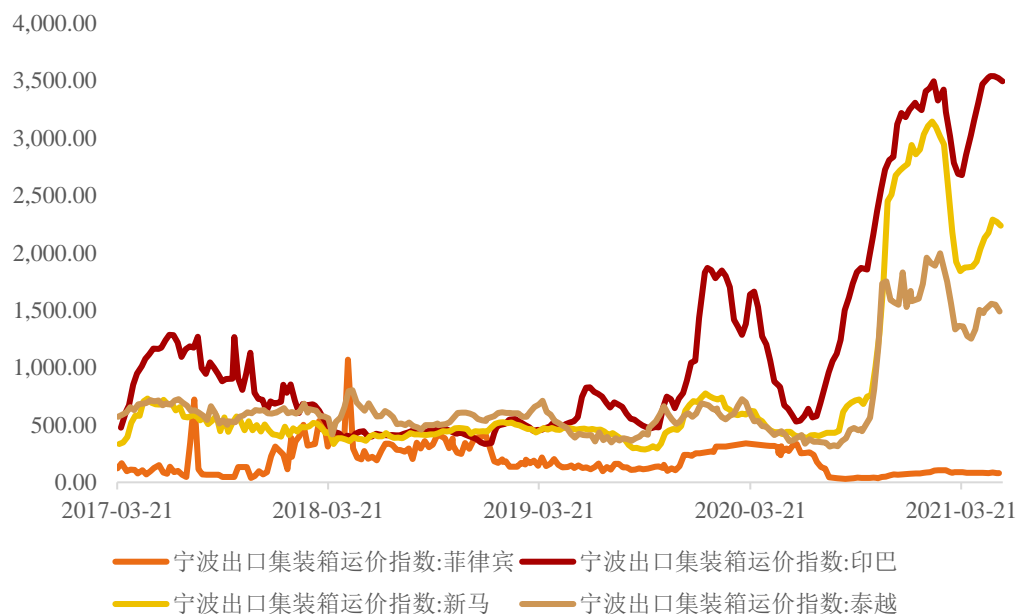
资料来源：Wind, 首创证券

图 4：欧美地区运价指数飙升



资料来源：Wind, 首创证券

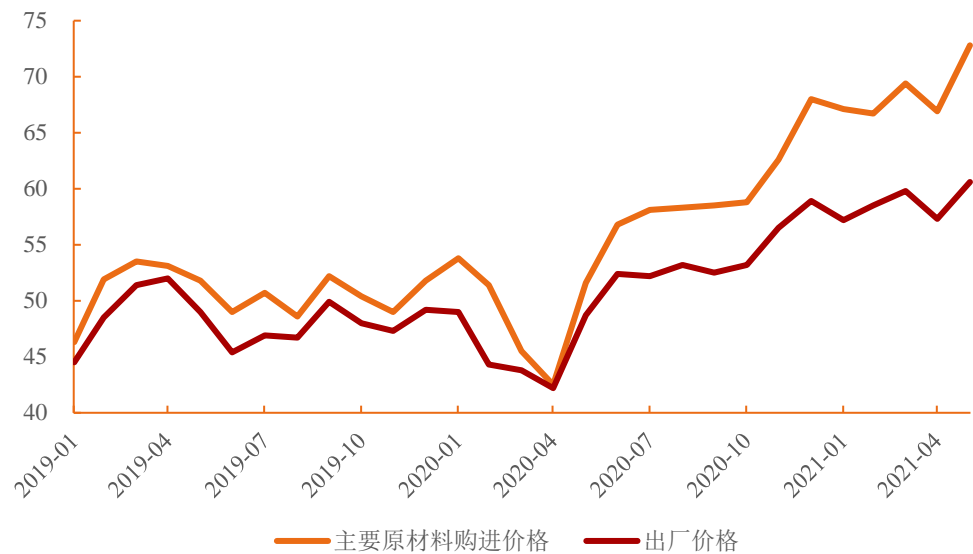
图 5：东南亚地区运价指数均开始下行



资料来源：Wind, 首创证券

价格再度大幅走高。价格指数方面，PMI 主要原材料购进价格指数大幅增加 5.9 个百分点至 72.8%，创 10 年以来新高。PMI 出厂价格指数录得 60.6%，比前值增加 3.3 个百分点。二者差值进一步扩大，由 9.6% 升至 12.2%，原材料价格上涨加大了企业成本，盈利空间持续遭到挤压。5 月以来，螺纹钢、铁矿石、铜等大宗商品价格一路攀升，推高原材料购进价格。但我们需要警惕月度 PMI 数据的伪装，从高频数据来看，南华工业品价格指数自 5 月 12 日见顶以来，快速下行，截止 5 月底累计跌幅 7.5%。但 5 月价格中枢高于 4 月，因此月度价格指数大幅走高。

图 6：价格指数大幅上行



资料来源：Wind, 首创证券

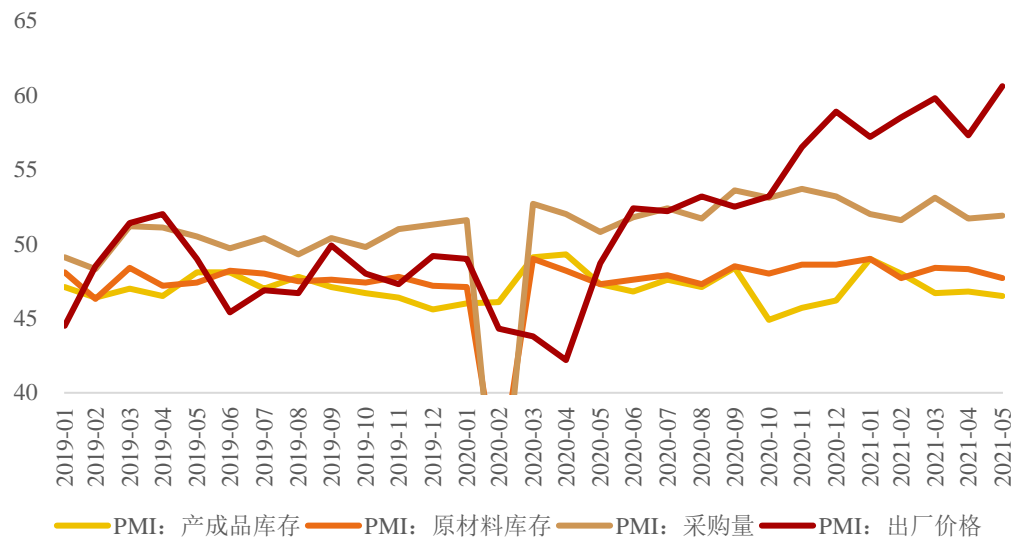
图 7：南华工业品日度和月度数据的对比



资料来源：Wind, 首创证券

企业补库意愿较低。从库存角度来看，PMI 原材料库存和产成品库存分别走低 0.6 和 0.3 个百分点至 47.7% 和 46.5%，采购量基本持平，小幅上行 0.2 个百分点。价格指数大幅上涨以及需求边际修复速度放缓的情况下，企业加速生产，但累库意愿较低，说明企业在价格高企、尚有利润空间但对价格持续高企存在担忧的情况下，倾向于快速生产，快速出货，减少库存，避免价格大幅下行，面临较大损失。

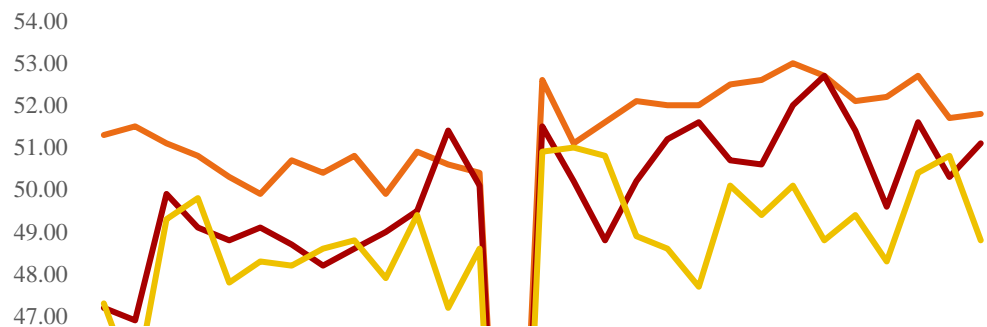
图 8：库存去化



资料来源：Wind, 首创证券

小企业动力不足。5月大中小企业PMI分别上涨0.1、0.8个百分点至51.8%和51.1%，小企业PMI大幅回落2个百分点至48.8%，低于荣枯线，反映制造业小企业增长的动力不足。出口产业链对小企业影响居多，大中小型企业PMI的分化与新出口订单大幅回落相互佐证。国常会多次提到保供稳价和小企业纾困，小企业景气度不佳的情况可能不会持续。

图 9：小企业动力不足



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_19913

