

5月份PMI数据点评：

内需正在回暖

■ 核心摘要

- 1) 5月制造业 PMI 维持在景气区间，整体看，随着复工复产深入推进，供需两端均有所回暖：第一，生产恢复速度有所放缓，但仍维持扩张趋势；第二，外需压力仍存但内需进一步改善，需求整体恢复速度有所加快；第三，海外经济活动有所恢复，但加工贸易仍面临困境。
- 2) 复工复产带动需求端有所回暖，制造业企业产成品及原材料去库存速度加快，采购扩张速度减缓，呈现出一定的主动去库存迹象，表明企业生产经营预期较为谨慎。
- 3) 受益于大宗商品价格上涨，PMI 主要原材料购进价格指数回弹，显示 PPI 通缩压力略有缓和，但这并不意味着通缩预期的好转。
- 4) 大中小型企业所面临主要压力仍是外需不振，新出口订单指数位于荣枯线以下已超过 4 个月，而中型企业由于内需恢复较缓，PMI 再次低于临界值。
- 5) 随着复工复产的深入推进，生产恢复对制造业 PMI 的支撑正在减弱，而内需的恢复速度将会成为决定短期制造业恢复速度的主要因素。

5月30日，国家统计局与中国物流与采购联合会公布：其中制造业采购经理指数为 50.6%，比上月小幅回落 0.2 个百分点；非制造业商务活动指数为 53.6%，比上月上升 0.4 个百分点。综合 PMI 产出指数为 53.4%，与上月持平。

■ 复工复产带动供给及内需回暖，PMI 维持景气区间但有回落

5月制造业 PMI 维持在景气区间，整体看，随着复工复产深入推进，供需两端均有所回暖：第一，生产恢复速度有所放缓，但仍维持扩张趋势，生产指数环比回落 0.5 个百分点降至 53.2%，食品及酒饮料精制茶、石油加工、专用设备、汽车等 14 个制造业生产指数落于荣枯线以上。第二，外需压力仍存但内需进一步改善，需求整体恢复速度有所加快，新订单指数环比提升 0.7 个百分点至 50.9%，造纸印刷、化学纤维及橡胶塑料、钢铁等制造业新订单指数升至临界点以上。需求端内部，新出口订单与在手订单尚在萎缩但略有好转，对应指数分别环比抬升 1.8 个百分点至 35.3% 和 0.5 个百分点至 44.1%，表明当前需求的扩张主要来自于新内需订单。第三，海外经济活动有所恢复，但加工贸易仍面临困境，进口指数回升 1.5 个百分点至 45.3%，已连续 23 个月落于荣枯线以下，对我国制造业中加工贸易企业的经营恢复不利。

■ 需求回暖产成品去库存速度加快，企业经营预期较为谨慎

5月，产成品库存指数下跌2个百分点至47.3%，制造业企业去库存速度加快；采购量指数下跌1.2个百分点至50.8%，采购扩张速度继续减缓，原材料库存指数下跌0.9个百分点至47.3%，原材料去库存速度继续加快。整体看，复工复产带动需求端有所回暖，制造业企业产成品及原材料去库存速度加快，**呈现出一定的主动去库存迹象，表明企业生产经营预期较为谨慎。**

■ 供给调整，PPI通缩压力仍大但略有缓和

5月，PMI出厂价格指数回升6.5个百分点至48.7%，PMI主要原材料购进价格指数反弹9.1个百分点至51.6%，回到荣枯线以上，二者表明**PPI通缩压力有所缓和**，这主要是受到国际大宗商品价格反弹的影响：钢铁、有色价格指数回升明显，高于55%，原油价格的反弹减轻了大宗商品价格压力。5月沙特在达成减产协议的基础之上再带头额外减产，而美国生产商也因油价过低降低产量，布伦特原油及美原油价格重回35美元/桶以上。**但是这并不意味着通缩预期的好转：**全球疫情仍在发展，经济衰退严重，大宗商品价格仍将维持低位，原油方面俄罗斯仍未对后续减产表态，全球原油库存水平仍高，短期原油价格难回正轨，这会进一步拖累大宗商品价格的反弹。

■ 内需恢复缓慢，中型企业PMI低于临界值

5月，大中小型企业所面临主要压力仍是外需不振，新出口订单指数位于荣枯线下已超过4个月，而中型企业由于**内需恢复较缓，PMI再次低于临界值**。具体看，大型企业PMI抬升0.5个百分点至51.6%，除新出口订单（36.3%）及原材料库存指数（47.8%）外，各PMI分项指数高于临界值且均有所扩张，其中新订单指数提升1.9个百分点至52.5%，表明内需的恢复较快；中型企业PMI回落1.4个百分点至48.8%，新出口订单指数（32.7%）连续5个月低于临界值，叠加内需恢复较为缓慢，新订单指数下跌1.7个百分点至48.0%，造成PMI表现较差；而小型企业虽然新出口订单指数（36.2%）也已连续4个月低于临界值，但内需恢复较快，新订单指数回升1.2个百分点至51.0%，令PMI得以保持在临界值以上。主要原因依旧是外需的其中，大、中型企业分别回落1.5和1.3个百分点至51.1%和50.2%，小型企业则上涨0.1个百分点至51.0%。

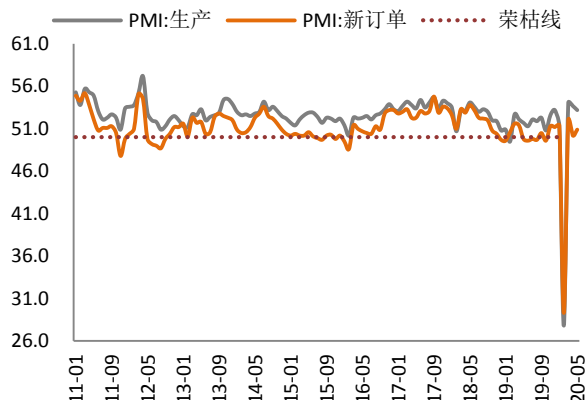
■ 非制造业PMI整体继续反弹，文体娱乐仍处低位

5月份，非制造业商务活动指数为53.6%，高于上月0.4个百分点，其中建筑业回升幅度较大：建筑业商务活动指数上升1.1个百分点至60.8%，主要原因是新订单指数提升4.8个百分点至58.0%。服务业商务活动指数小幅上升0.2个百分点至52.3%，延续扩张趋势，其中，交通运输、住宿餐饮、电信、互联网软件等行业商务活动指数位于55.0%以上，但是，文化体育娱乐业商务活动指数仅为44.5%，继续处于低位。

■ 对内需的刺激是政策的着力点

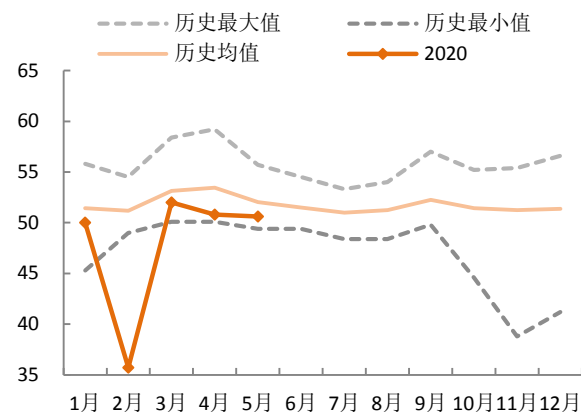
随着复工复产的深入推进，生产恢复对制造业PMI的支撑正在减弱，而内需的恢复速度将会成为决定短期制造业恢复速度的主要因素。当前，新冠疫情在新兴市场国家快速扩散，美国依旧处于平台期，外需的整体疲弱短期难以扭转，通缩压力仍将持续，更加凸显了内需的重要性。财政政策仍将一方面通过减税降费降低企业经营压力；另一方面通过“两新一重”刺激需求；而货币政策业将维持宽松以降低企业融资成本。2020年政府工作报告中财政政策并未超预期扩张，但在表述上留有空间，因此需要关注具体执行结构及落实情况。此外，外需恢复难以预计的情况下，也需要加快出台针对外贸企业出口转内销的配套政策。短期预计5月制造业PMI 50.1%。

图表1 PMI 新订单指数回升 (%)



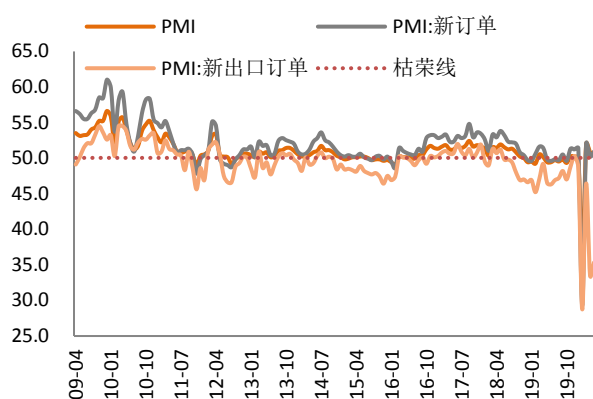
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 5月 PMI 维持景气区间 (%)



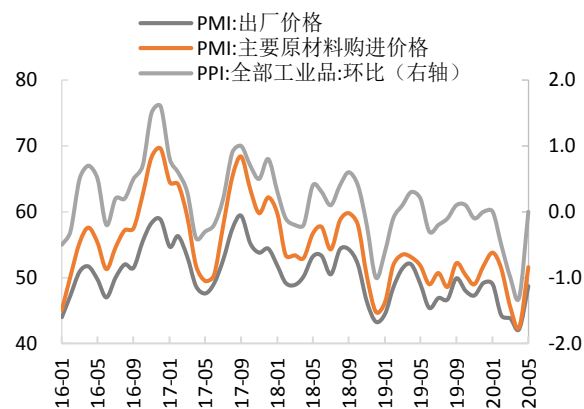
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 需求回升主要由内需拉动 (%)



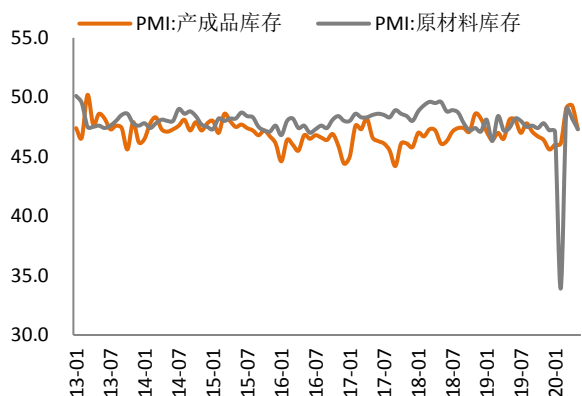
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 通缩压力略有缓解 (%)



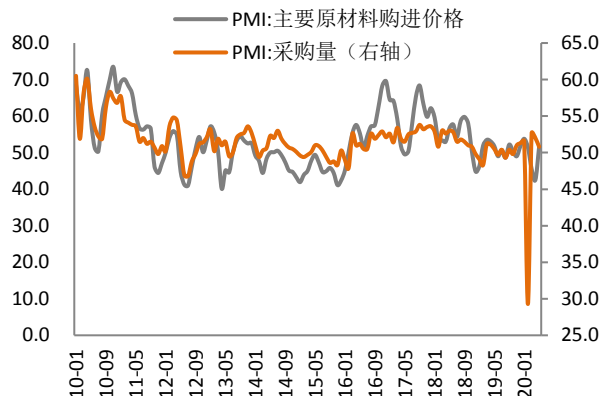
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 库存指标走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 采购量指标走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者：

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

研究助理：郭子睿 一般从业资格编号：S1060118070054 电话（010-56800141）邮箱（GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN）

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

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_4843

