



供需乍暖还寒 PMI超预期回落

——5月中国PMI简评

方正中期期货研究院 宏观与大类资产研究中心 李彦森

2024年5月

www.founderfu.com

 **方正中期期货**
FOUNDER CIFCO FUTURES

5月中国官方制造业、非制造业PMI和综合PMI产出指数均回落，尤其是制造业PMI回落较多，跌至荣枯线下方。

制造业PMI下行主要受到生产、新订单指标拖累。供需全面走弱且需求跌至荣枯线以下，呈现环比下降态势。其中内需和外需均有负面影响。产品净需求和原材料边际回落但趋势仍在上行；产成品库存、原材料库存均下降；原材料价格和出厂价格则继续上升。短期库存周期再被扰乱，但预计总体趋势仍是主动加库存。

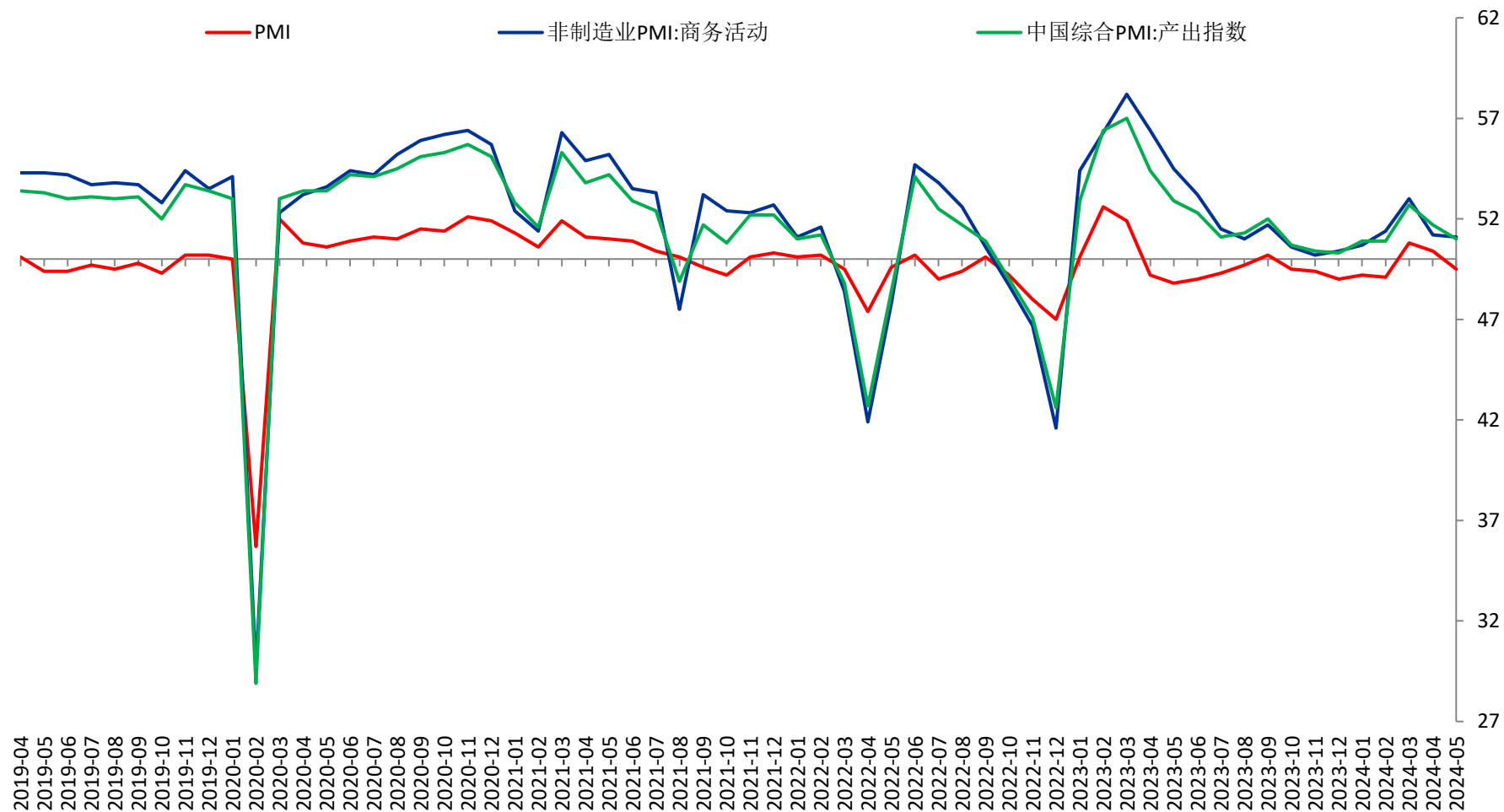
价格指数加速上升，工业品价格继续上涨，尤其受到此前上游大宗商品涨价带来的原料价格上涨国内的传导作用。预计5月PPI和PPIRM环比出现明显上行，尤其是后者。需要注意的是商品价格调整后的负面影响。

不同规模企业方面。中、小型企业PMI均有明显下降，大型企业表现相对较好。制造业PMI总体走弱情况下，中小企业承受更大压力。相对大型企业所在的上游行业，下游中小企业对外需更为敏感。

服务业显然受到五一假期影响而上行。建筑业PMI明显下降但仍明显高于荣枯线，且5月开始财政增量资金将逐步落地，对基建支持增强有助于建筑业维持涨势。

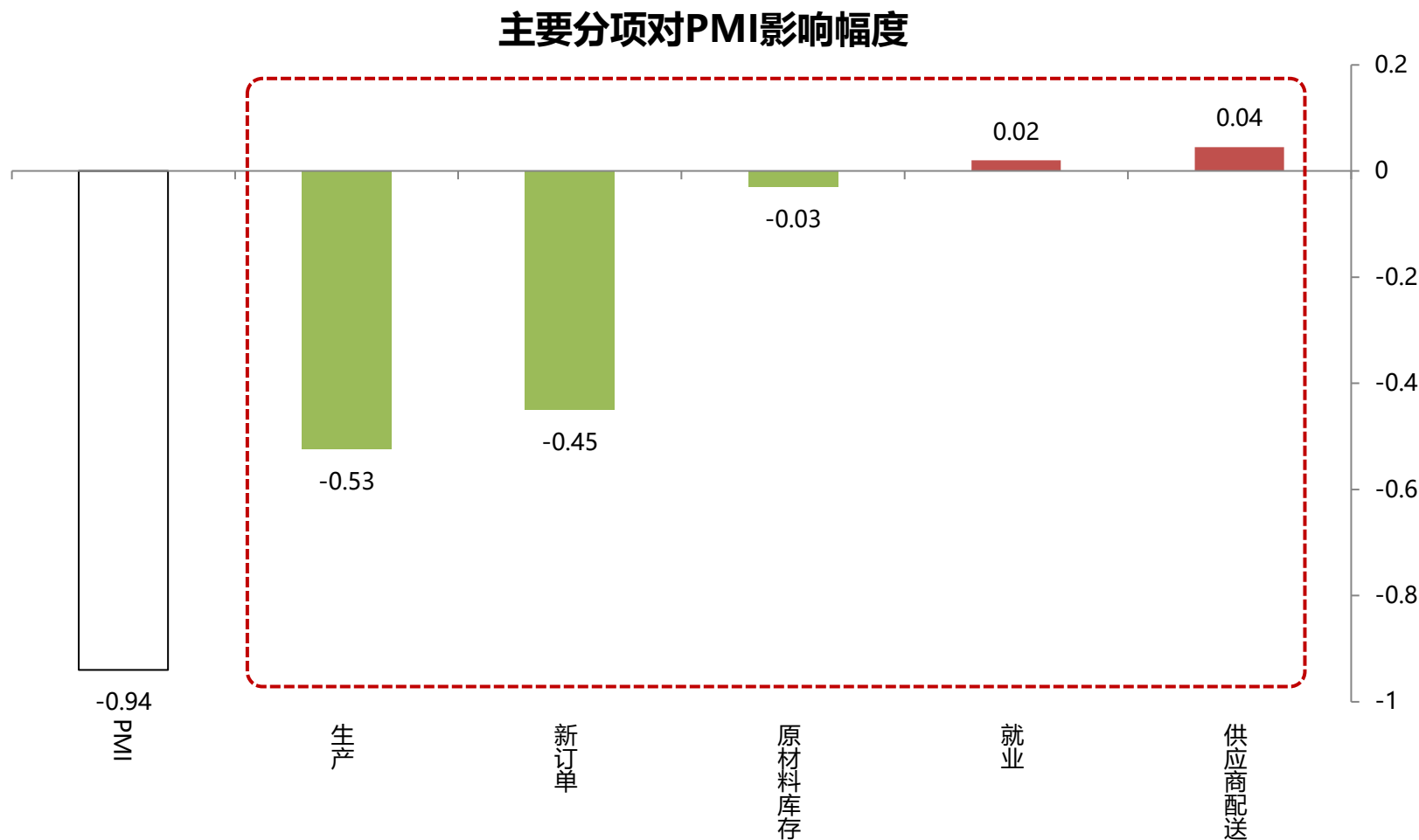
总体上看，5月PMI明显弱于预期，尤其是制造业表现不佳，此前金融数据偏低或存在短期限制，需要继续关注融资端改善后政策对需求的进一步巩固。全球库存周期共振性上行趋势下，外需年内带动制造业上行的逻辑暂不变。价格指数也有助于加库周期延续。得益于此我们认为经济重回下行风险不大。财政投放节奏以及央行配套货币宽松政策仍值得关注。未来地产修复幅度是决定传统内需改善斜率的关键。

- 数据显示，5月中国官方制造业PMI报49.5，表现弱于预期的和前值50.4，时隔两个月再回荣枯线以下。非制造业PMI报51.1，表现稍弱于预期的51.5，较前值51.2略有回落，但仍高于荣枯线水平。
- 综合PMI产出指数继续回落至51。

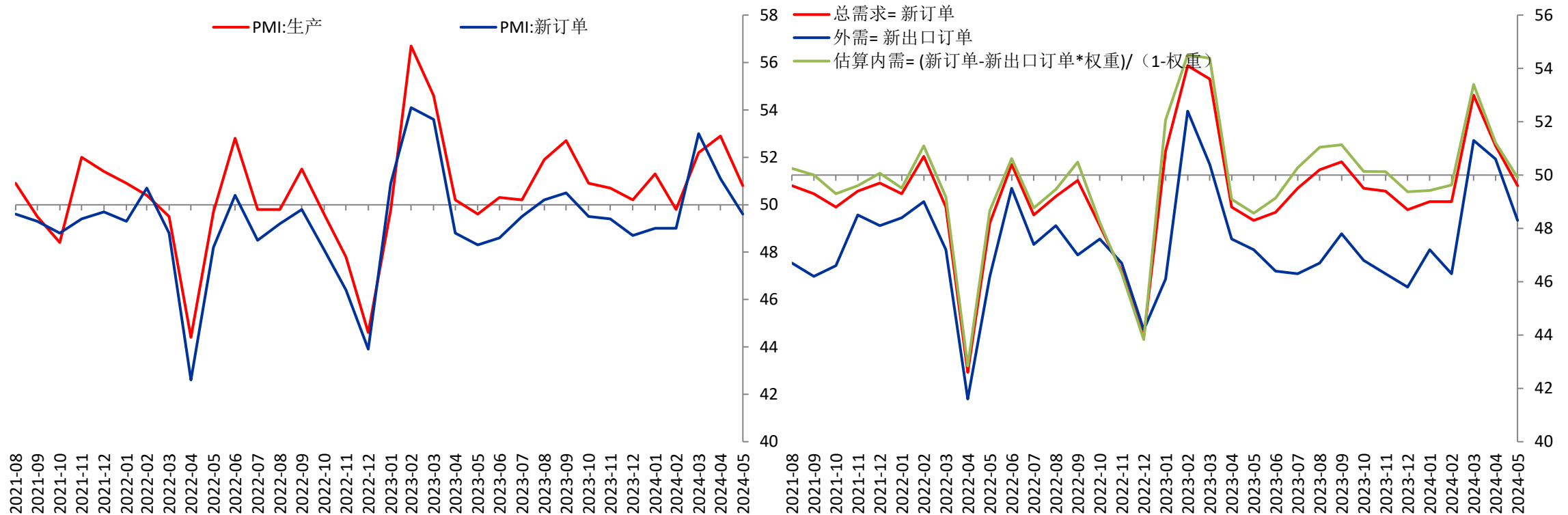


制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2024年5月	49.5	50.8	49.6	48.3	46.5	56.9	47.8	48.1	50.1	45.3	46.8	49.3	50.4	54.3
最近10年分位数水平	20%	20%	21%	47%	26%	67%	39%	33%	43%	51%	15%	19%	51%	32%
5年均值	49.9	51.4	49.7	44.7	48.0	54.6	47.6	48.3	48.7	45.1	47.4	50.1	49.9	55.7
5年历史波动率	0.9	1.7	1.4	5.3	1.1	11.6	0.2	1.0	2.9	0.9	2.4	1.4	6.8	2.1
上月数值	50.4	52.9	51.1	50.6	47.3	54.0	48.1	48.0	50.4	45.6	48.1	50.5	49.1	55.2
本月与上月差值	-0.9	-2.1	-1.5	-2.3	-0.8	2.9	-0.3	0.1	-0.3	-0.3	-1.3	-1.2	1.3	-0.9
5年差值平均	0.2	0.9	0.7	0.2	-0.4	-0.1	0.0	-0.3	1.5	-0.3	0.2	1.5	-0.3	0.2
5年差值历史波动率	1.2	2.5	2.9	3.0	1.3	7.4	0.9	0.5	3.1	0.6	0.9	3.1	0.6	0.9
指数越低配送速度慢、时间长、物流弱、经济强，指数越高配送速度快、时间短、物流强、经济弱														
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2024年4月	50.4	52.9	51.1	50.6	47.3	54.0	48.1	48.0	50.4	45.6	48.1	50.5	49.1	55.2
最近10年分位数水平	57%	63%	56%	83%	56%	58%	54%	28%	68%	56%	43%	39%	43%	42%
5年均值	49.7	50.5	49.0	44.5	48.5	54.6	47.6	48.6	47.2	45.4	47.2	49.5	50.2	55.4
5年历史波动率	1.5	3.6	3.8	7.0	1.7	10.7	0.8	1.4	5.6	1.5	3.5	3.5	6.4	2.0
上月数值	50.8	52.2	53.0	51.3	48.9	50.5	48.1	48.1	50.6	47.6	50.4	52.7	47.4	55.6
本月与上月差值	-0.4	0.7	-1.9	-0.7	-1.6	3.5	0.0	-0.1	-0.2	-2.0	-2.3	-2.2	1.7	-0.4
5年差值平均	-1.4	-2.4	-2.9	-4.0	0.2	-2.5	-0.7	-0.8	-1.9	-1.5	-2.0	-1.9	-1.5	-2.0
5年差值历史波动率	0.9	2.2	2.5	5.7	0.7	1.5	0.4	0.4	4.3	1.3	0.4	4.3	1.3	0.4
制造业	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格	经营预期
2024年3月	50.8	52.2	53	51.3	48.9	50.5	48.1	48.1	50.6	47.6	50.4	52.7	47.4	55.6
最近10年分位数水平	63%	44%	85%	94%	91%	35%	54%	33%	84%	98%	81%	83%	23%	46%
5年均值	51.2	53.0	51.9	48.5	48.2	57.1	48.3	49.4	49.1	46.9	49.2	51.8	52.1	56.2
5年历史波动率	1.1	2.1	2.0	2.2	1.3	10.2	0.6	1.3	1.8	1.2	1.8	2.0	6.4	1.6
上月数值	49.1	49.8	49.0	46.3	47.9	50.1	47.4	47.5	48.8	43.5	46.4	48.0	48.1	54.2
本月与上月差值	1.7	2.4	4.0	5.0	1.0	0.4	0.7	0.6	1.8	4.1	4.0	4.7	-0.7	1.4
5年差值平均	3.5	5.7	4.7	3.6	0.6	0.2	3.1	4.0	3.1	2.9	4.0	3.1	2.9	4.0
5年差值历史波动率	7.2	11.7	10.2	8.1	1.8	4.8	6.8	8.5	7.4	4.5	6.8	7.4	4.5	6.8

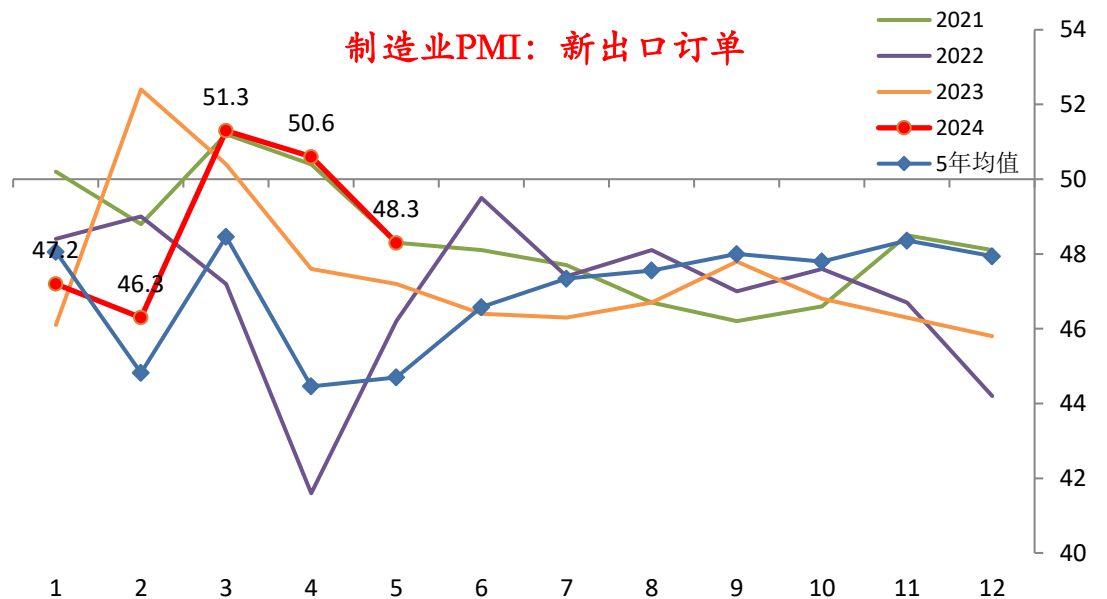
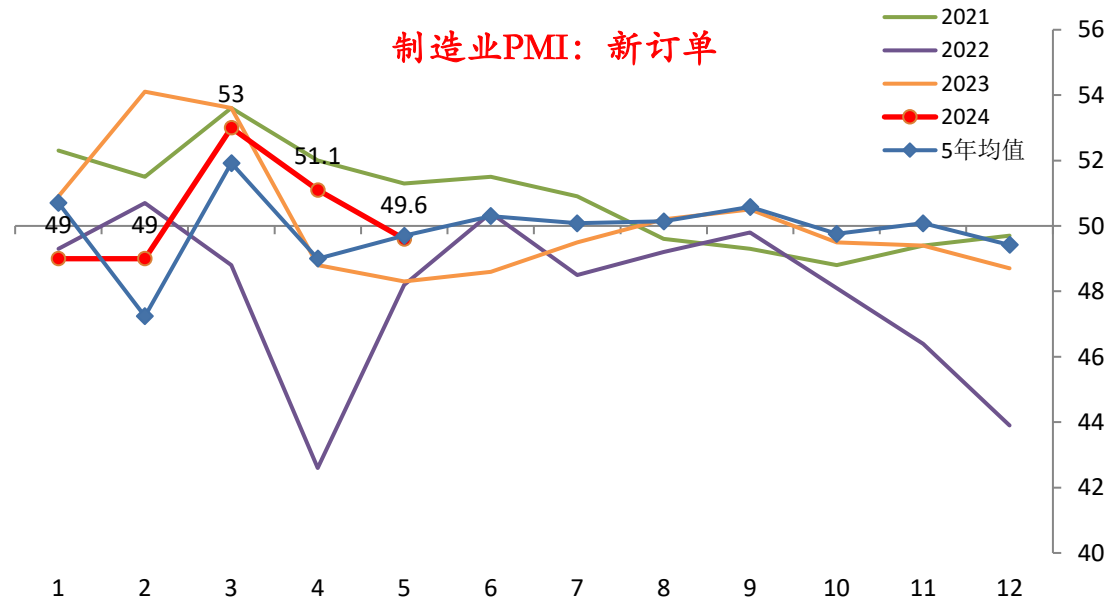
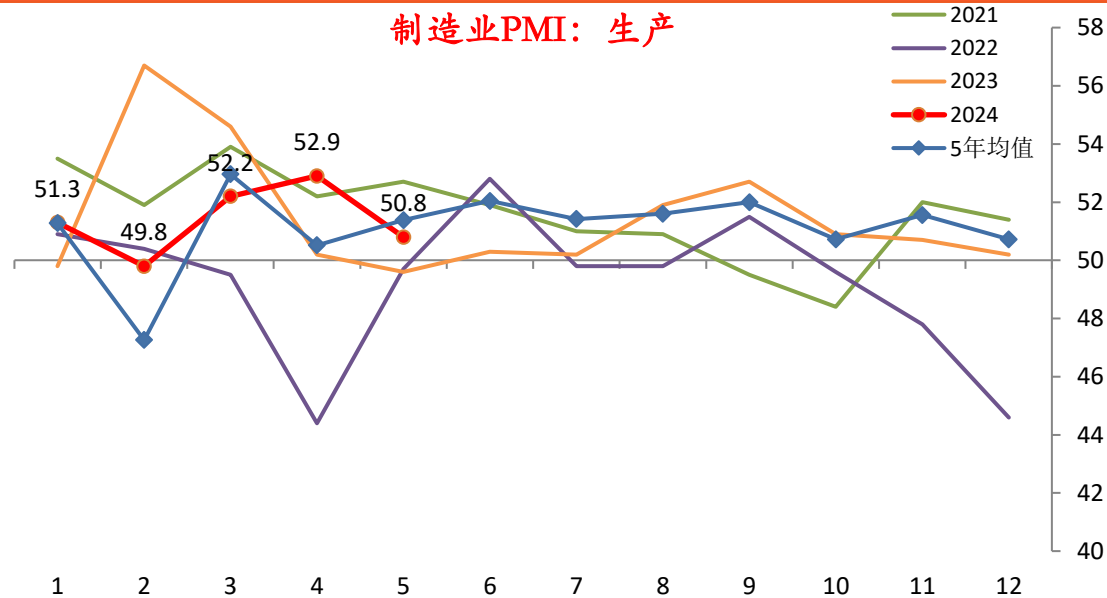
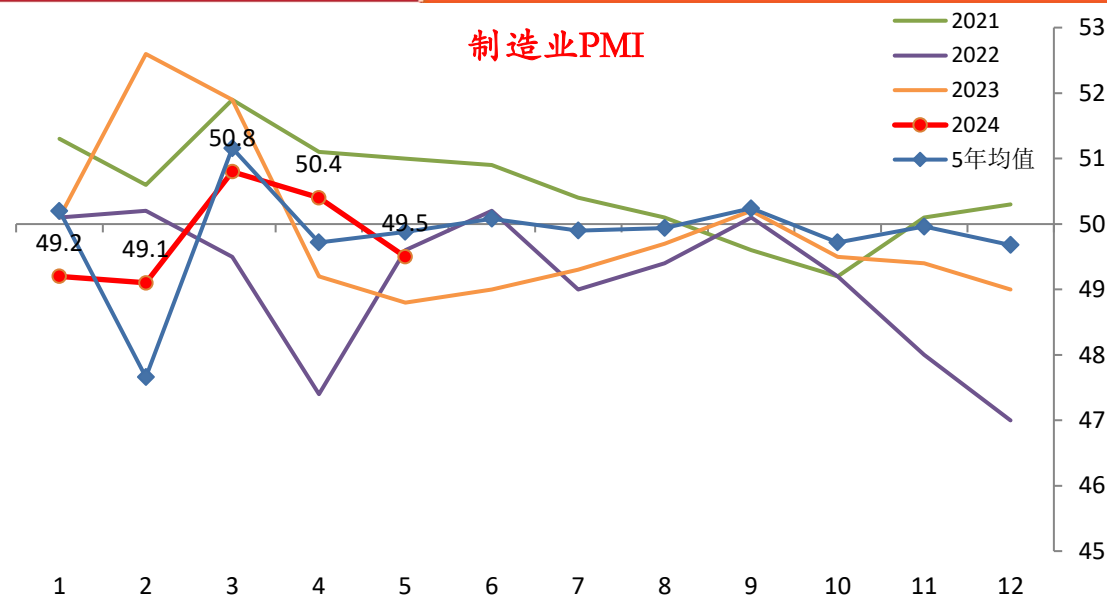
- 制造业PMI下降0.94，主要受到生产、新订单指标回落的影响，二者分别拖累总指数0.53和0.45，原材料库存也小幅拖累0.03。就业和供应商配送则拉动PMI上升0.02和0.04。



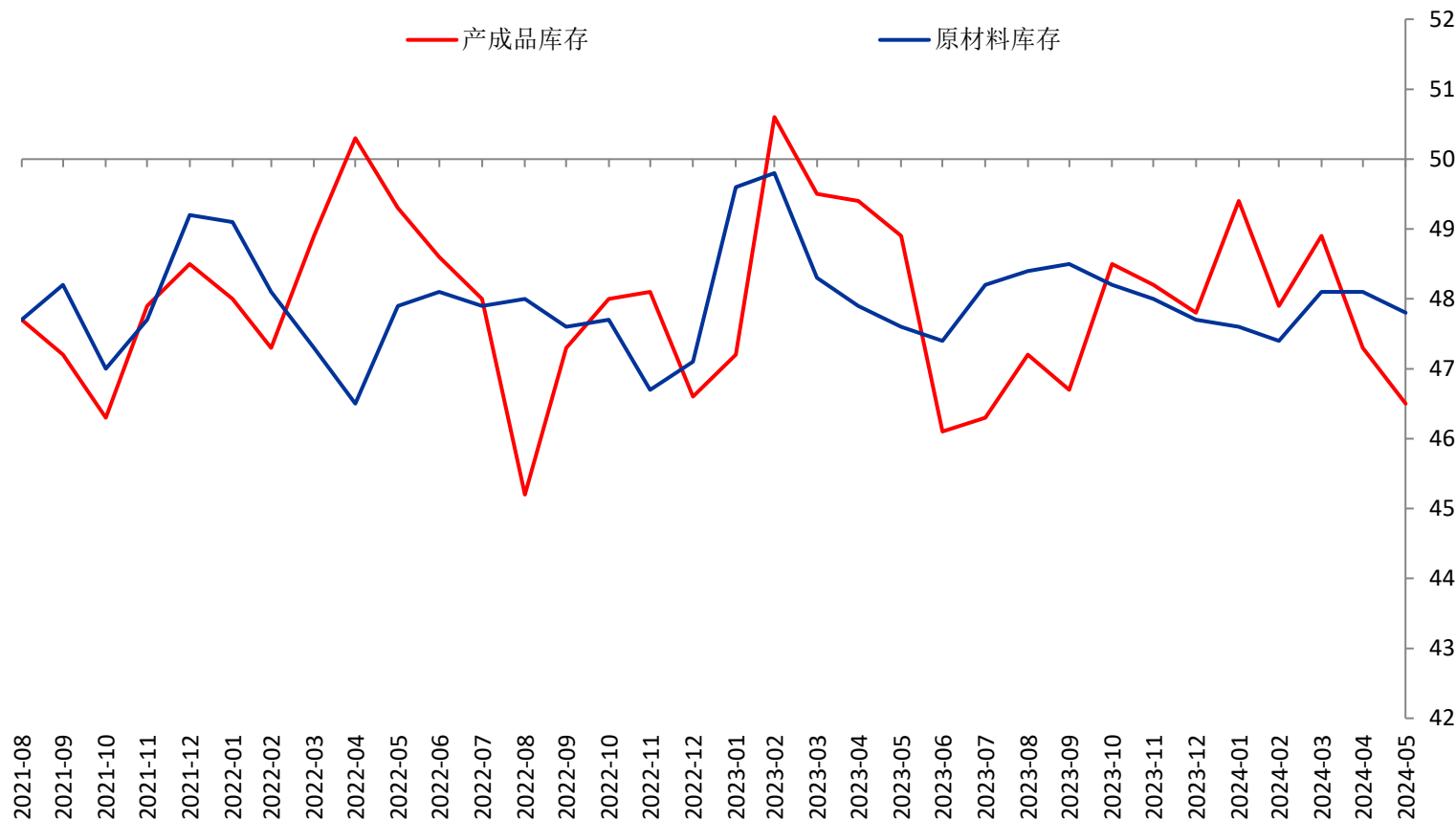
- 制造业PMI主要分项中，生产和新订单均大幅下降，二者分别回落2.1和1.5至50.8和49.6，10年分位数水平分别下降至20%和21%。5月供给和需求全面走弱，需求跌至荣枯线以下，呈现环比实质下降态势。
- 新出口订单下降2.3至48.3，绝对增量也跌倒荣枯线下方。结合已经公布的5月出口相关数据（如韩国出口等）来看，半导体或电子行业出口可能走弱，但预计年内外需跟随全球经济周期改善的方向不变。



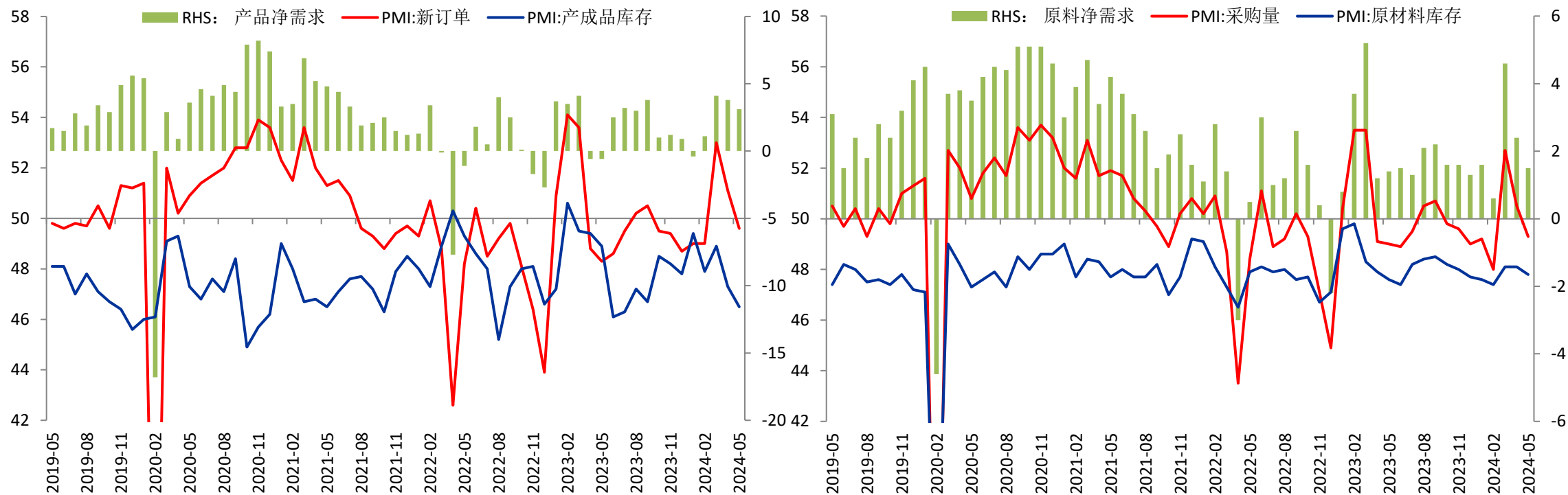
制造业PMI主要分项情况——生产、新订单、新出口订单季节性

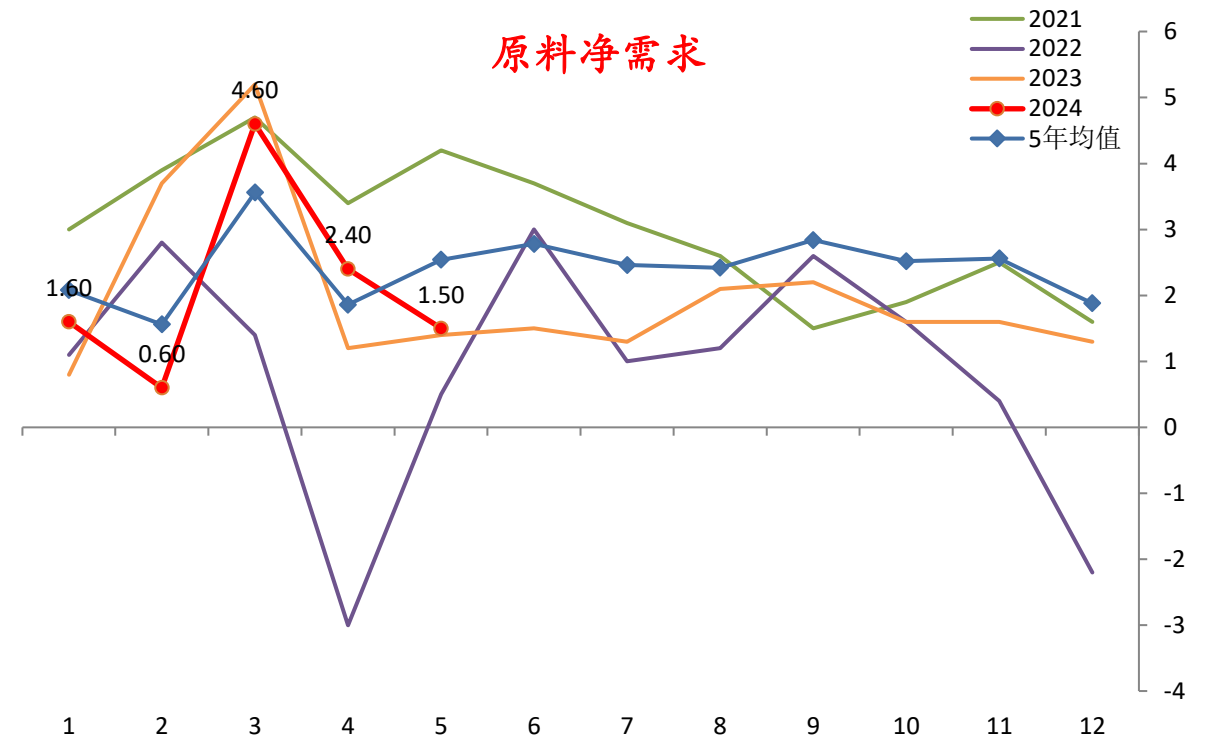
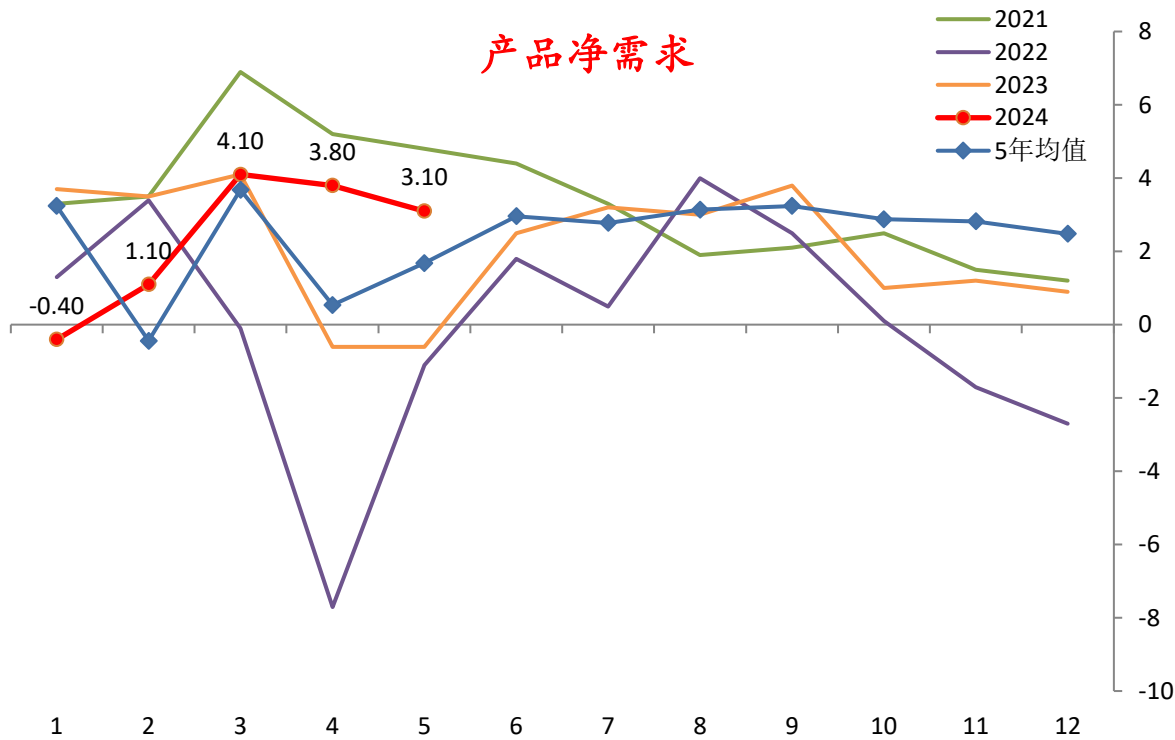


- 库存指标方面，产成品库存小幅下降0.8至46.5，原材料库存小幅下降0.3至47.8。但二者仍位于荣枯线以下位置。

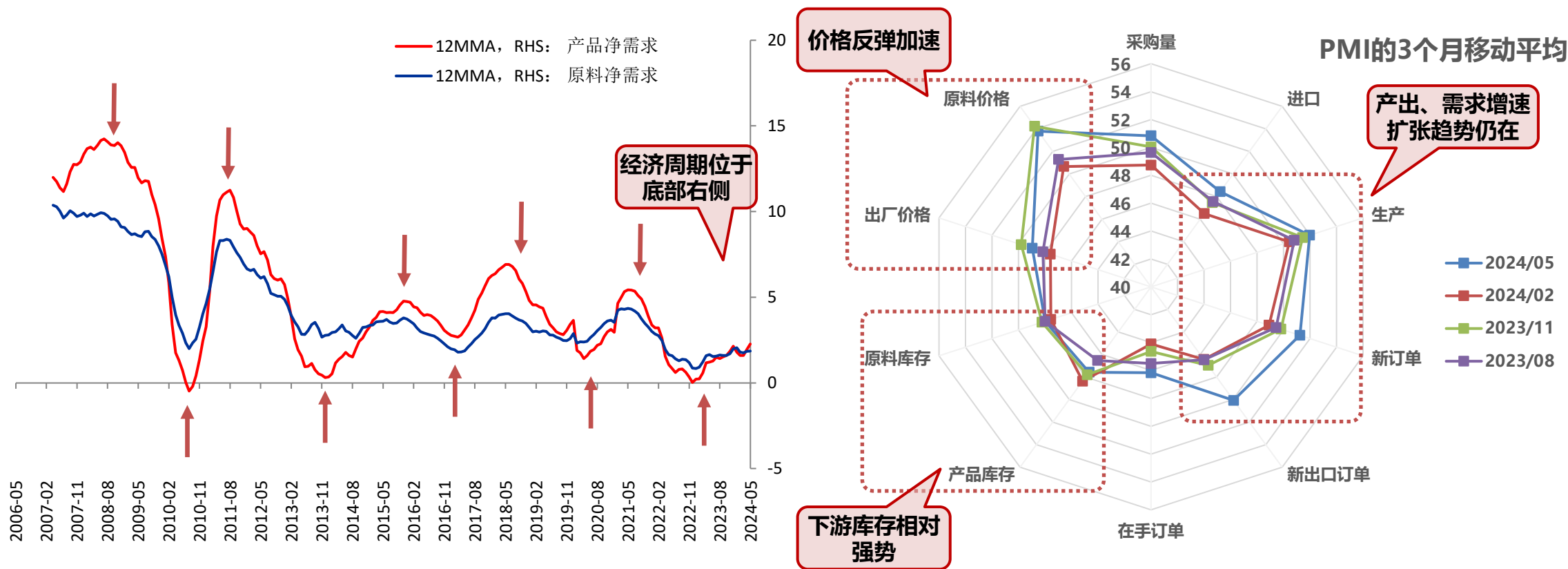


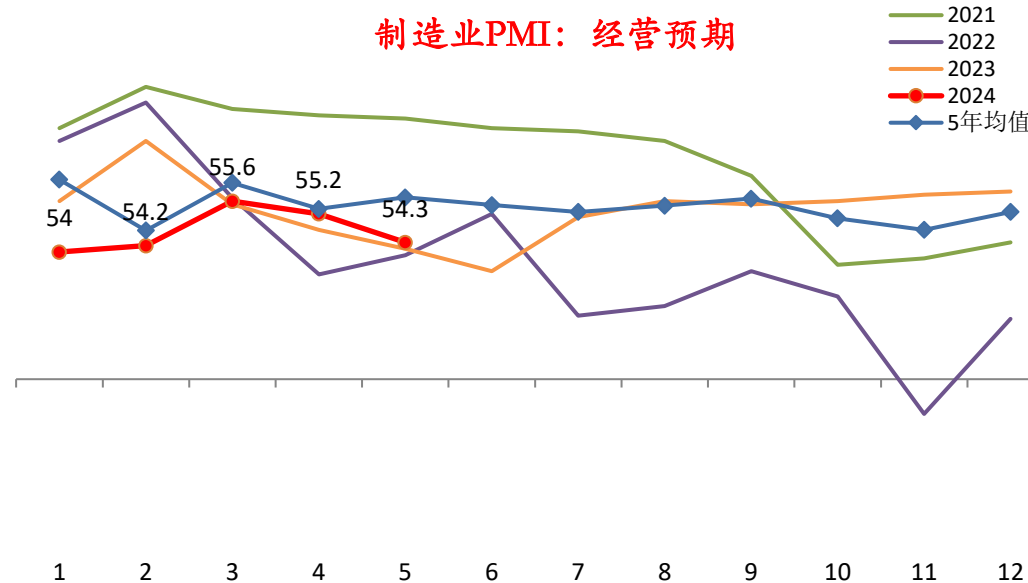
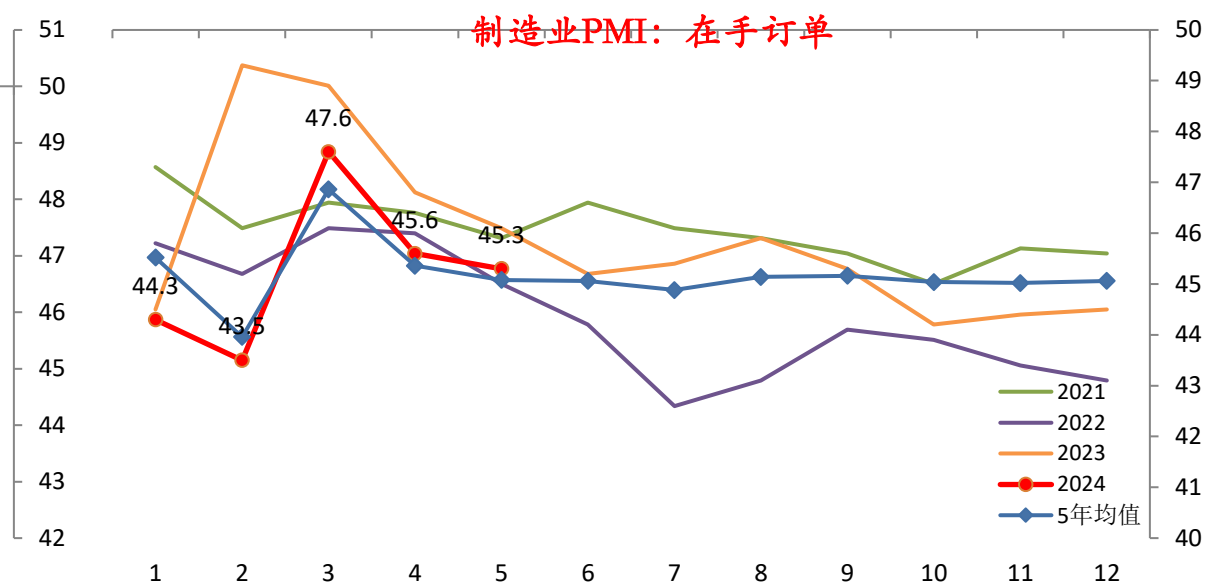
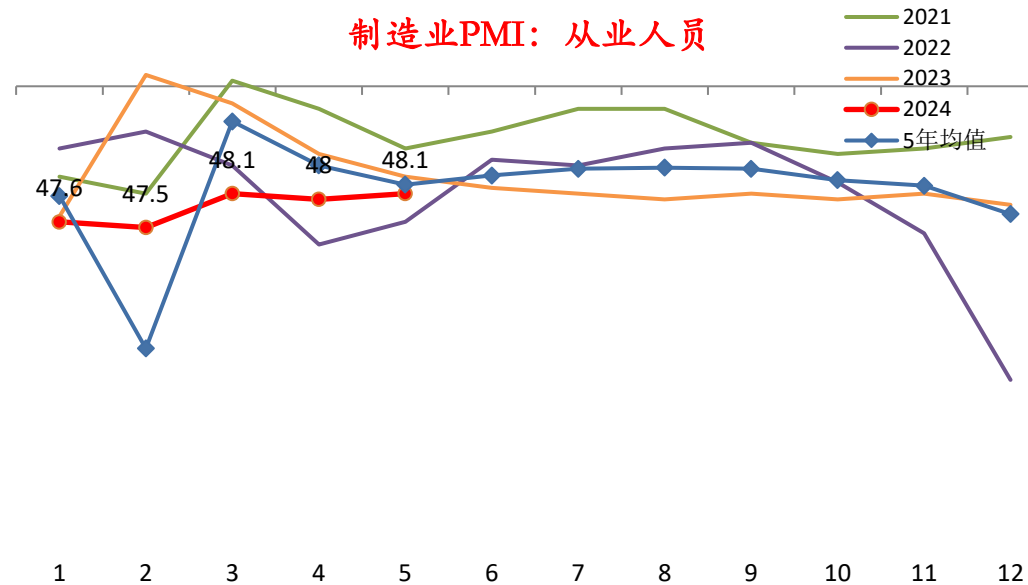
- 根据我们计算，产品净需求和原材料净需求分别下降至3.1和1.5。
- 净需求指标已经连续两个月回落，尤其是上游原材料需求回落相对较多。从绝对位置看净需求水平并不低，仍明显高于去年四季度。





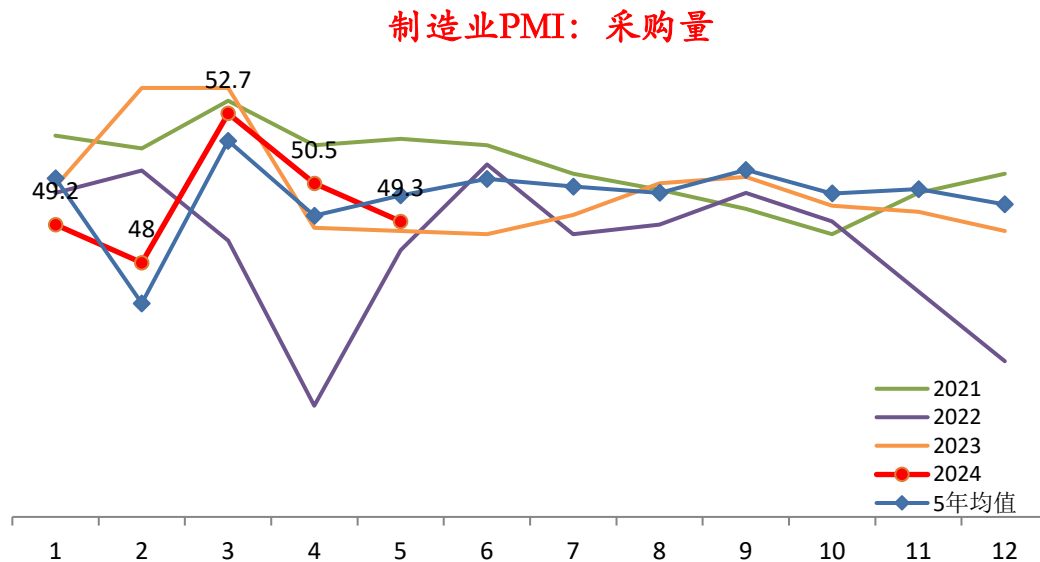
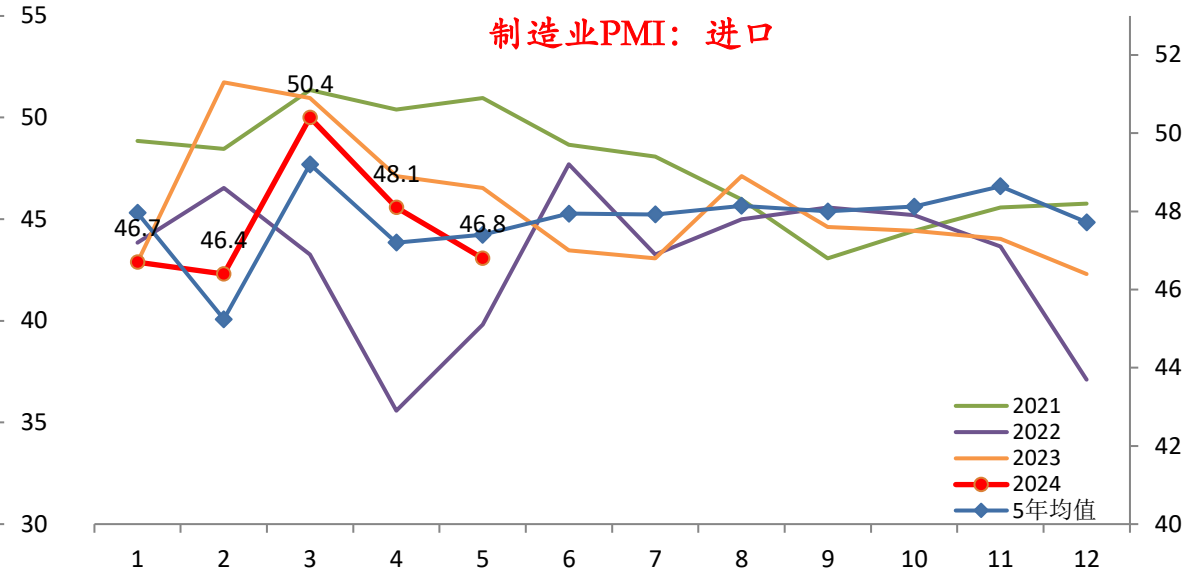
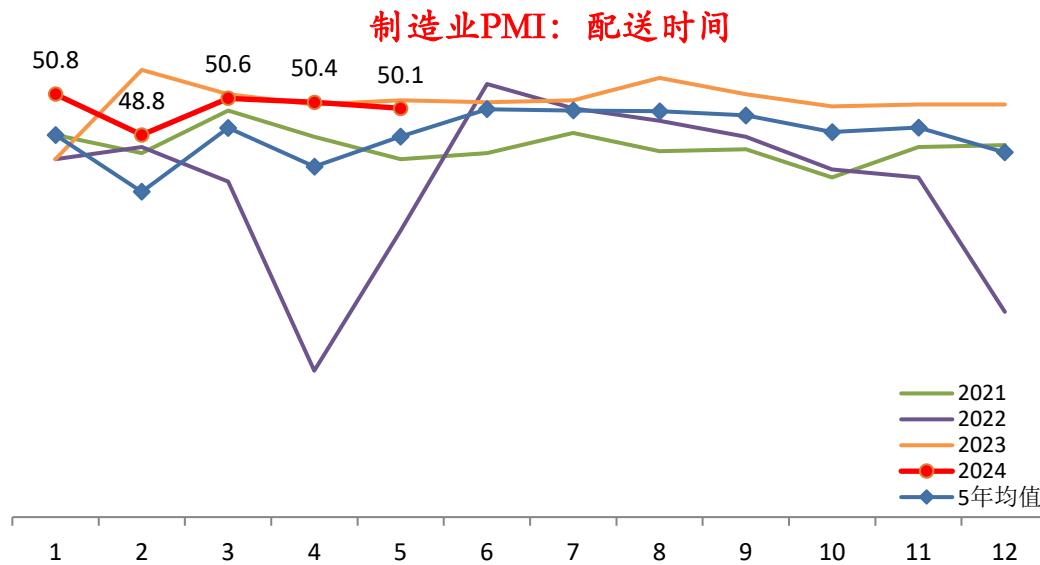
- 情况表明，供需修复步伐暂时放缓，内需相对更弱同时外需改善速度放慢。此前金融数据偏低或对需求形成短期限制，需要继续关注融资端改善情况。
- 库存周期方面，产品净需求和原材料边际回落但趋势仍在上行；产成品库存、原材料库存均下降；原材料价格和出厂价格则继续上升。短期库存周期再被扰乱，但预计总体趋势仍是主动加库存。
- 长周期来看，经济运行的40个月周期不变，内生性复苏上行趋势延续，中长期维持对经济趋势的乐观看待。



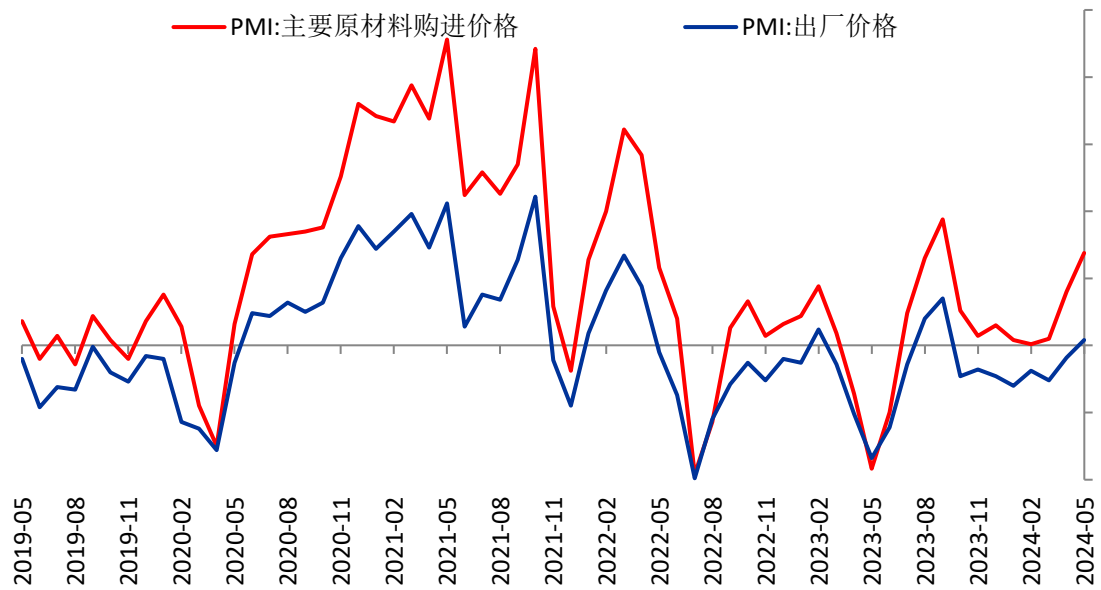
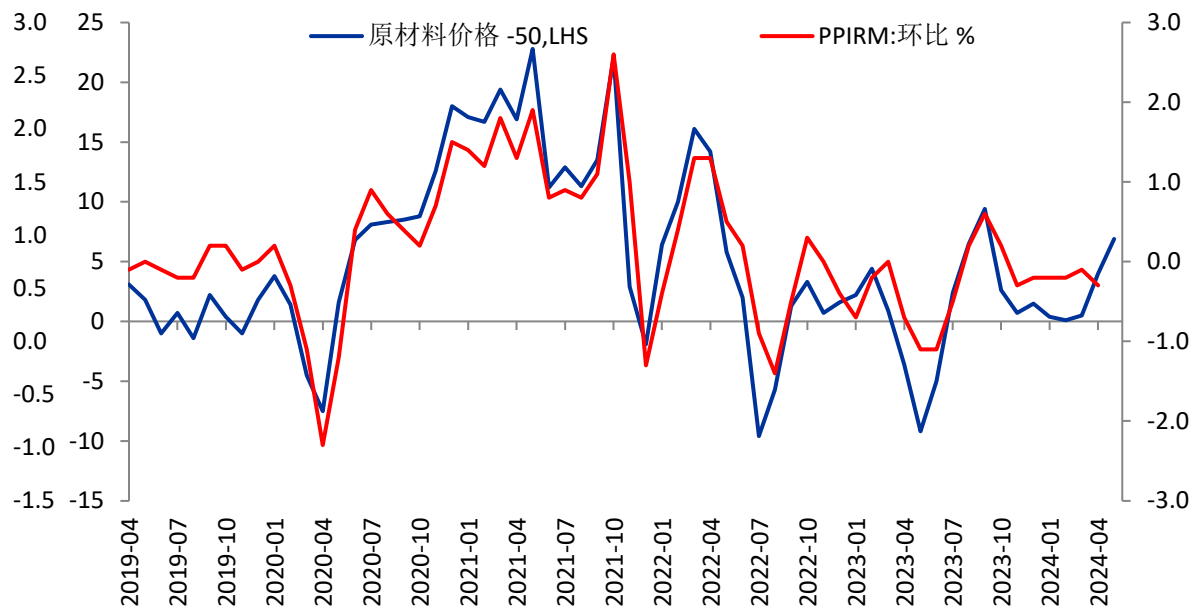
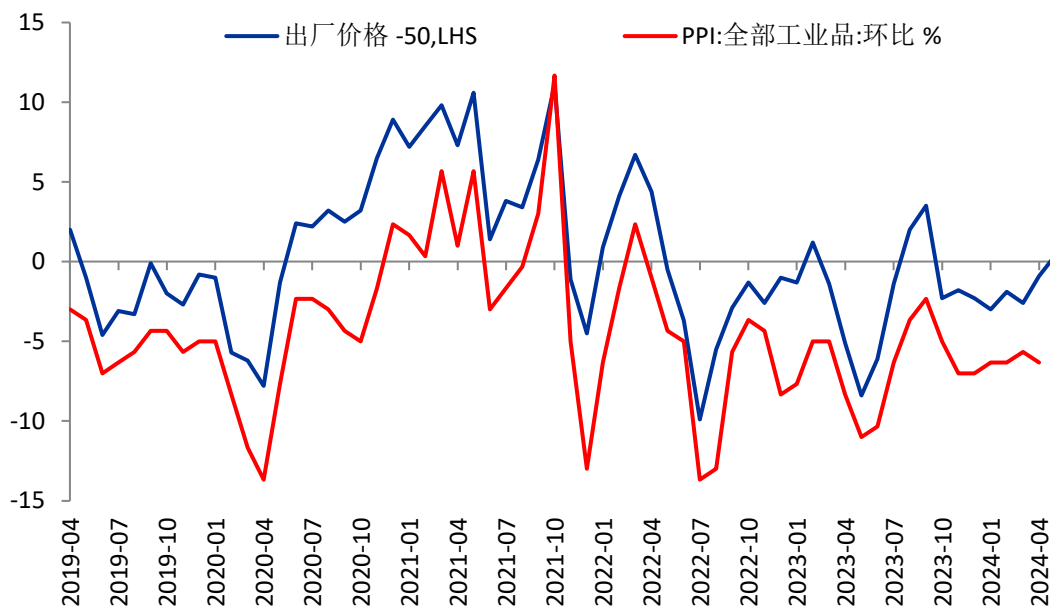


制造业PMI其他扩散指数方面：

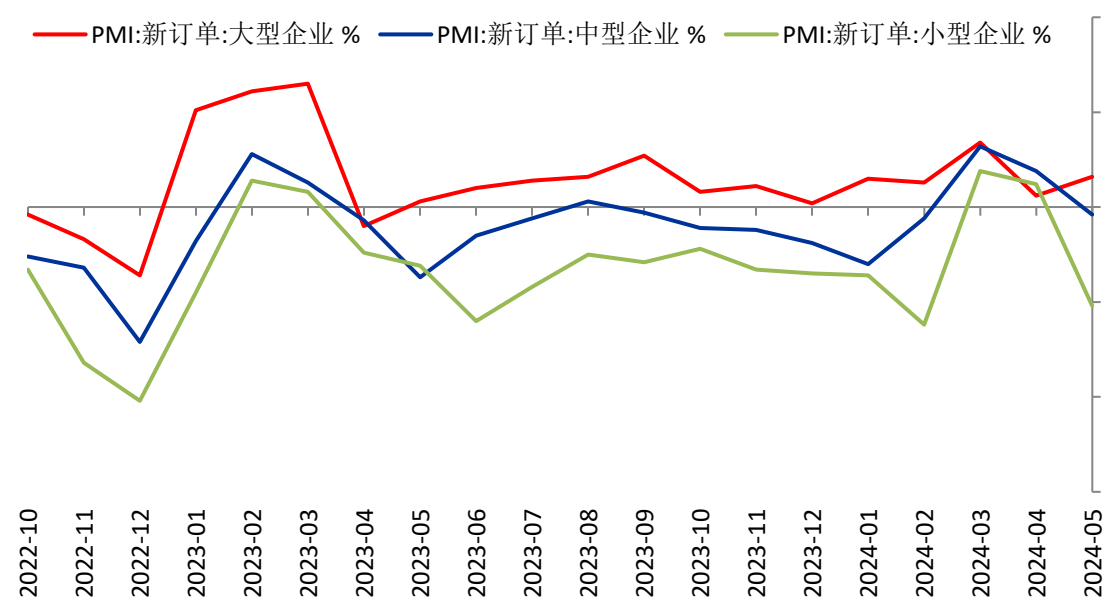
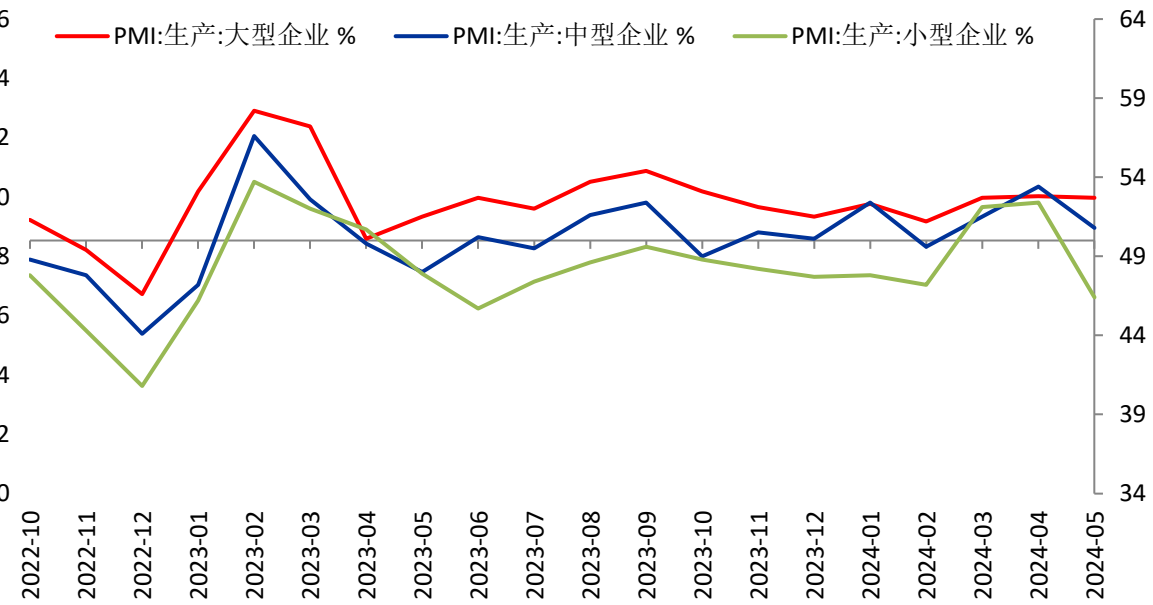
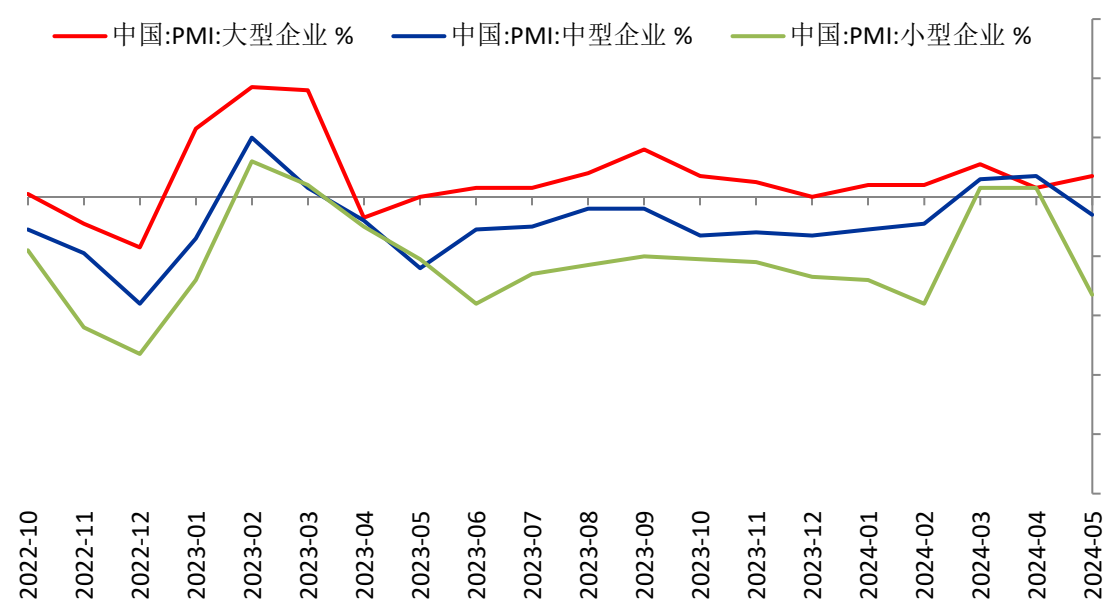
- 就业指标小幅上升0.1至48.1，总体维持平稳趋势，且预计未来仍有改善空间。
- 在手订单下降0.3至45.3，变动幅度相对较小且符合季节性。
- 企业经营预期明显下降0.9至54.2，绝对水平维持高位。



- 供应商配送分项下降0.3至50.1，但维持荣枯线以上。
- 进口和采购量均明显下降，产出和需求改善节奏放缓，补库存节奏放慢。



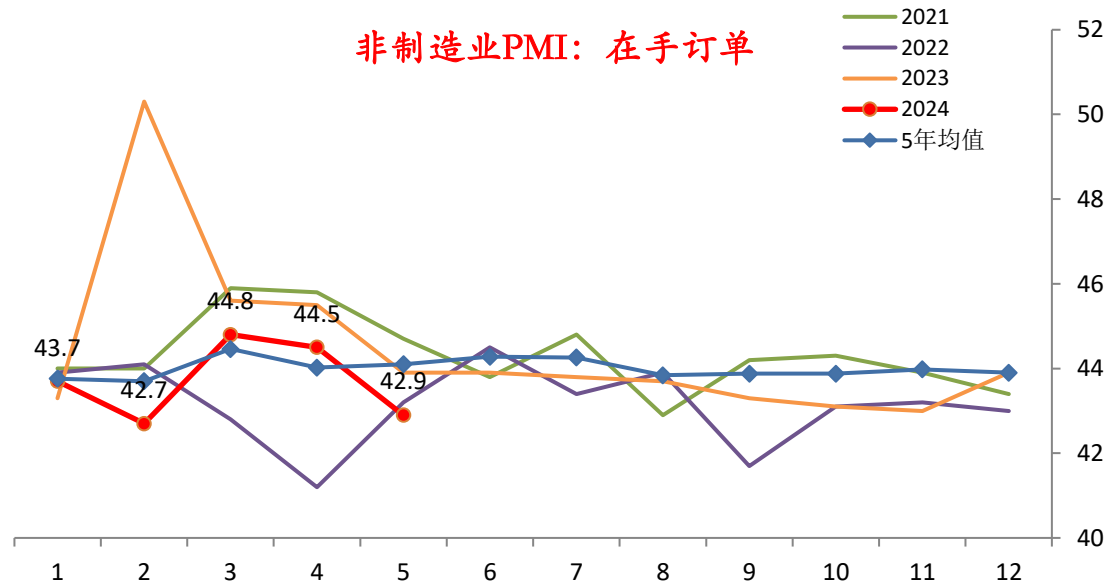
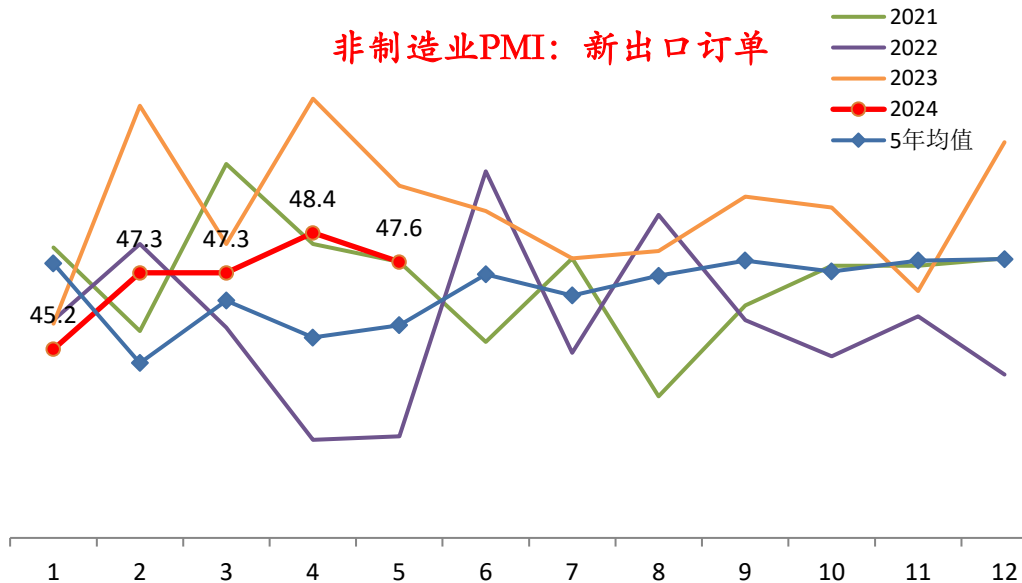
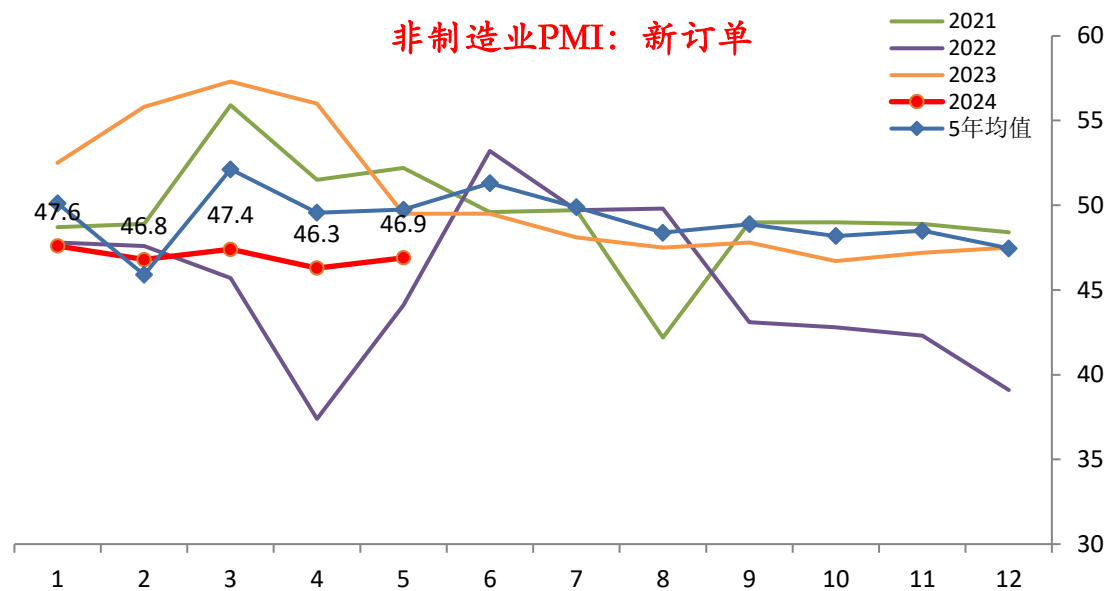
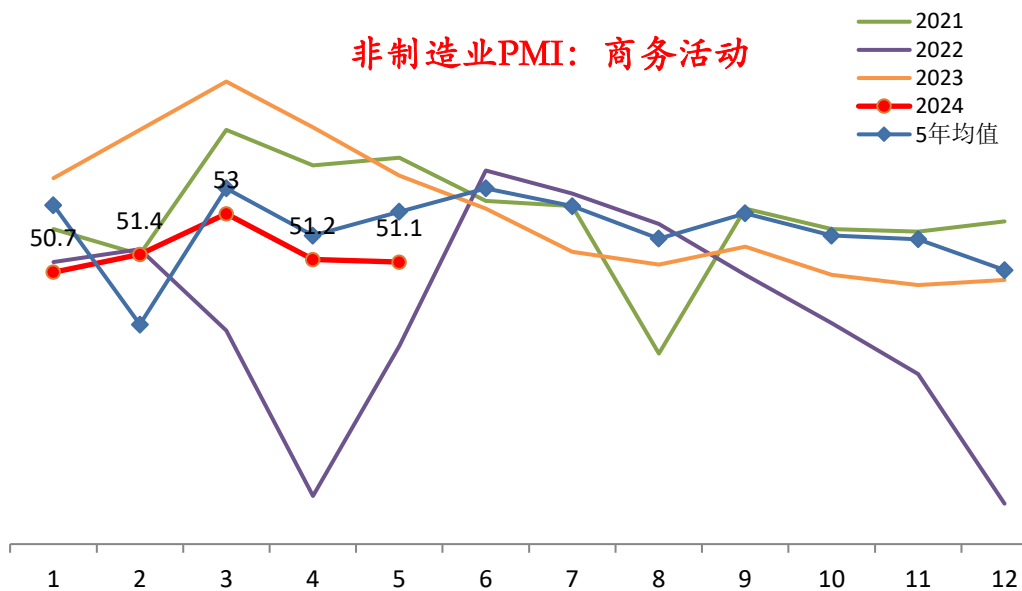
- 5月价格水平延续明显改善的步伐，原材料价格增速上涨2.9至56.9，出厂价格上升1.3至50.4。
- 工业品价格继续上涨，尤其受到此前上游大宗商品涨价带来的原料价格上涨国内的传导作用。但需要注意5月后商品价格调整后的负面影响。
- 预计5月PPI和PPIRM环比出现明显上行，尤其是后者。



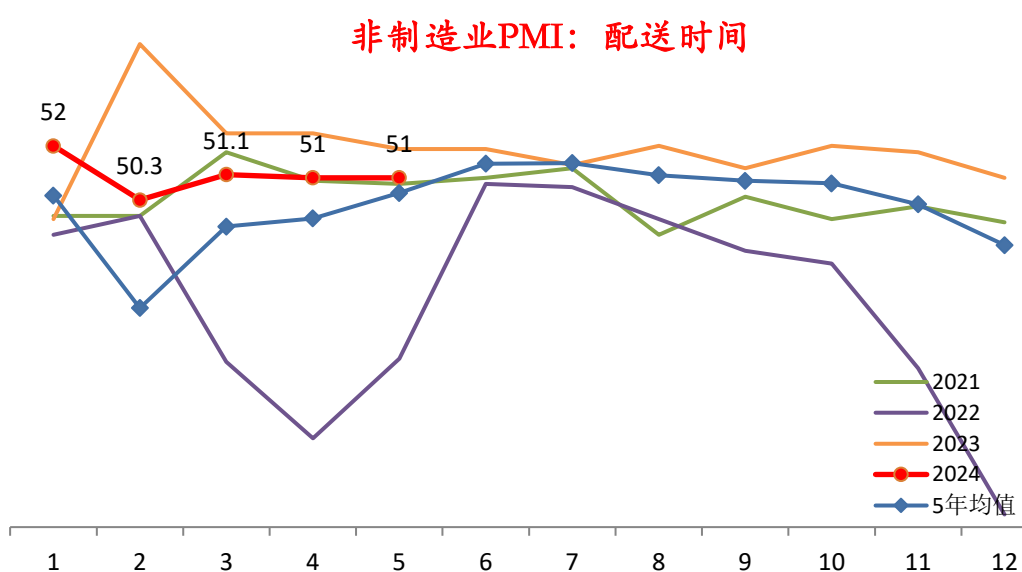
- 不同规模企业方面。中、小型企业PMI均有明显下降，大型企业表现相对较好。
- 主要分项多数走弱，尤其是中、小企业产出、新订单指标均走低。大中小企业进口全面下滑。
- 制造业PMI总体走弱情况下，中小企业承受更大压力。相对大型企业所在的上游行业，下游中小企业对外需更为敏感，未来趋势仍需关注外需表现。

- 非制造业PMI方面。商务活动指数微降0.1至51.1，10年分位数水平位于13%左右不变。新订单上升0.6至46.9，新出口订单下降0.8至47.6，二者10年分位数水平分别位于11%和33%。
- 其他分项方面，业务预期小幅下降0.3至56.9；投入品价格下降1.4至49.7，销售价格下降1.6至47.8；从业人员指标下降1.6至46.2；在手订单下降1.6至42.9；存货下降0.8至45.2；供应商配送维持51不变。
- 原油价格回落对非制造业尤其是服务业有更多的结构性影响。

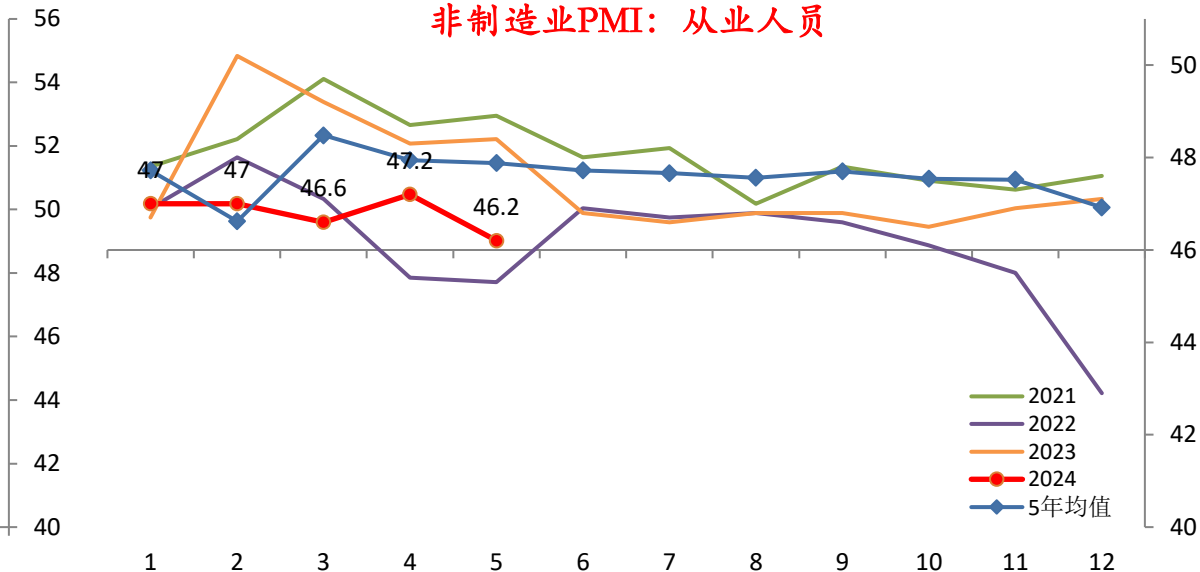
非制造业	商务活动	新订单	新出口订单	业务预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供应商配送
2024年5月	51.1	46.9	47.6	56.9	49.7	47.8	46.2	42.9	45.2	51.0
最近10年分位数水平	13%	11%	33%	7%	14%	13%	6%	6%	3%	23%
5年均值	53.1	49.7	45.9	60.6	52.4	49.7	47.9	44.1	46.8	50.5
5年历史波动率	3.0	3.4	3.6	3.2	3.7	2.0	1.5	0.6	1.0	3.0
上月数值	51.2	46.3	48.4	57.2	51.1	49.4	47.2	44.5	46.0	51.0
本月与上月差值	-0.1	0.6	-0.8	-0.3	-1.4	-1.6	-1.0	-1.6	-0.8	0.0
5年差值平均	0.9	0.2	0.3	0.7	0.0	0.4	-0.1	0.1	0.5	0.8
5年差值历史波动率	2.9	4.7	3.2	2.3	2.9	2.2	0.2	1.5	0.6	1.3



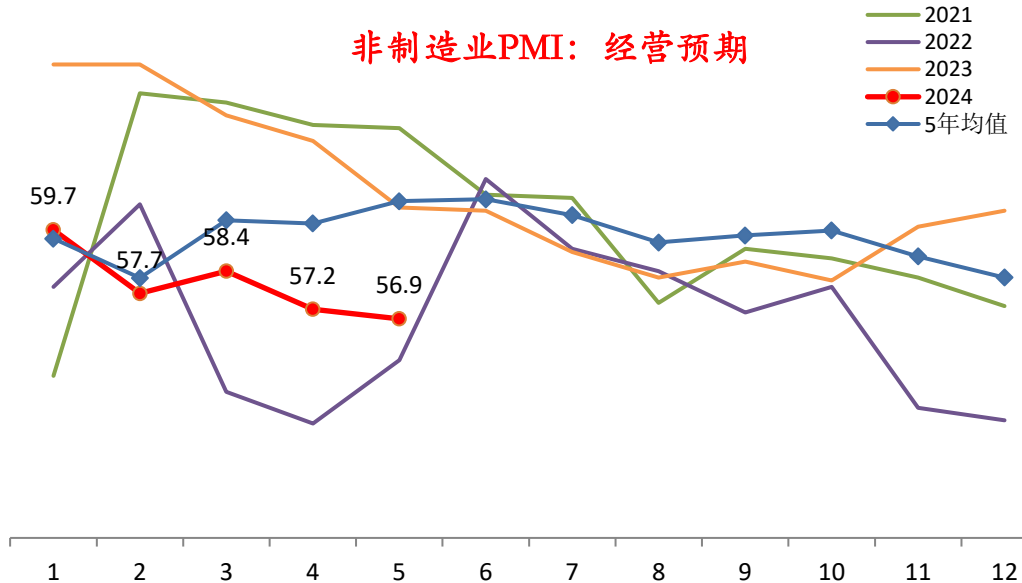
非制造业PMI: 配送时间



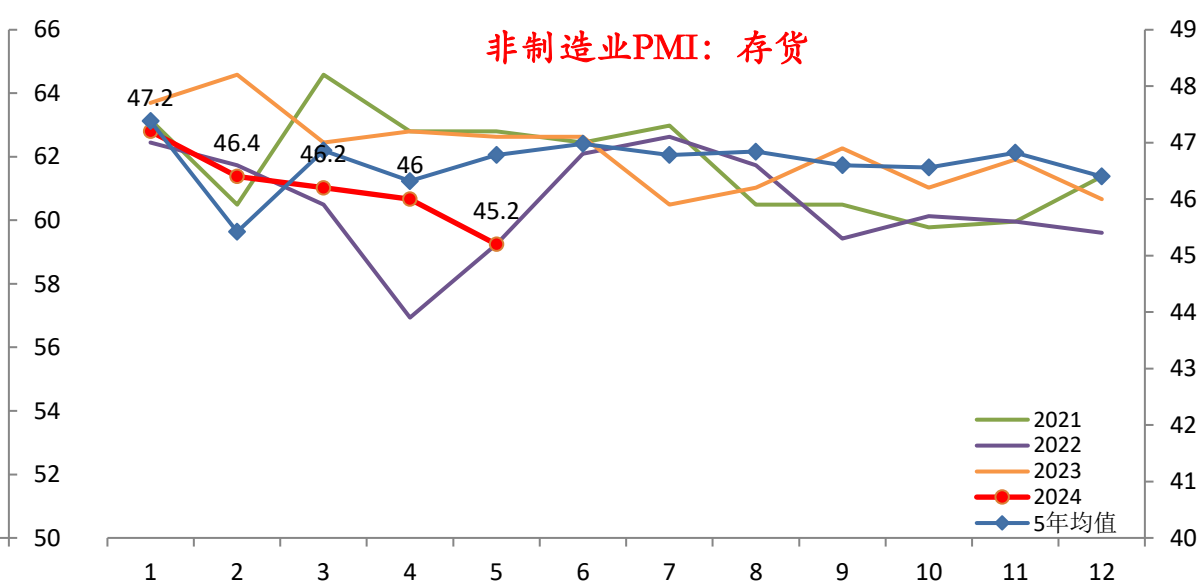
非制造业PMI: 从业人员



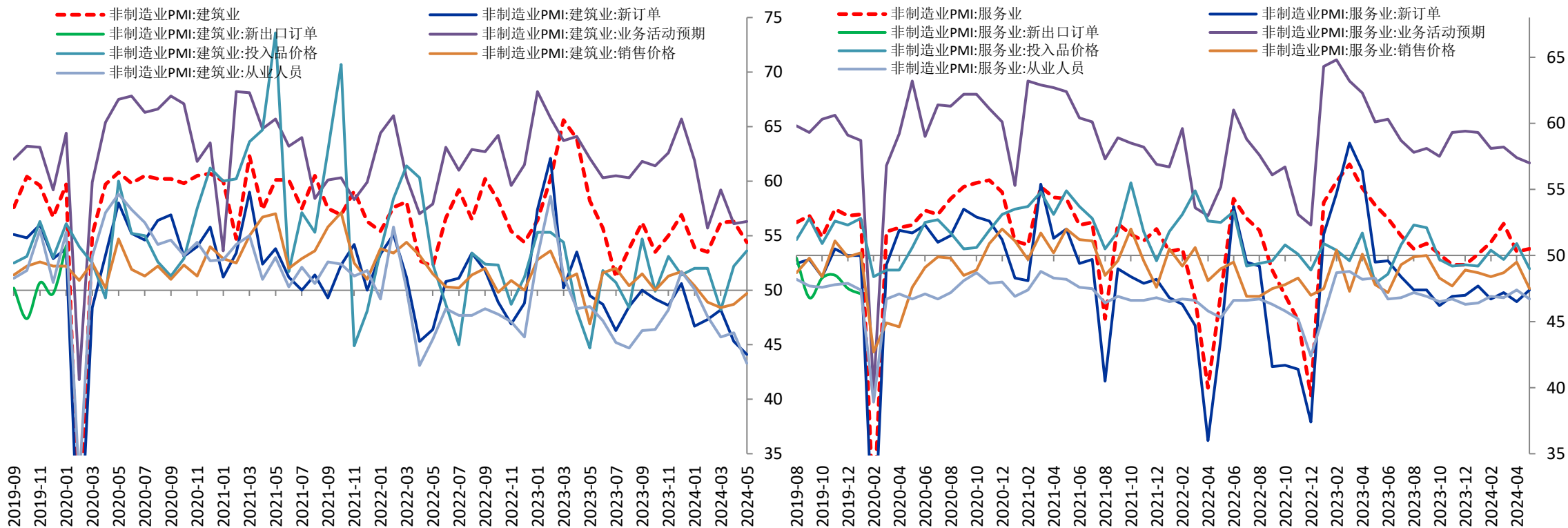
非制造业PMI: 经营预期



非制造业PMI: 存货



- 建筑业PMI下降1.9至54.4，10年分位数水平将至15%。服务业PMI微升0.2至50.5，10年分位数水平小幅反弹至12%。建筑业和服务业新订单一升一降，但均在荣枯线以下。建筑业和服务业从业人员分别下降2.8和0.7。
- 服务业显然受到五一假期影响而上行。建筑业PMI明显下降但仍明显高于荣枯线，且5月开始财政增量资金将逐步落地，对基建支持增强有助于建筑业维持涨势。



谢谢!



方正中期期货有限公司

北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 100026

22/F Taikang Financial Tower, Building 1, 38# East 3rd Ring North Road, Chaoyang District, Beijing, P.R.China 100026