

外需下滑，真实的就业压力加大 ——点评 5 月 PMI 数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/5/31

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

联系人：孙婉莹

sunwanying@evergrande.com

事件：中国 5 月官方制造业 PMI 49.4，跌破荣枯线，预期 49.9，前值 50.1。
中国 5 月官方非制造业 PMI 54.3，预期 54.3，前值 54.3。

解读：

1、制造业 PMI 跌破荣枯线，主要受全球经济下行和中美贸易摩擦导致的外需拖累，支撑因素来自库存短周期复苏和财政货币政策发力，但力度受金融周期下半场加杠杆空间有限制约，我们维持“经济前低后稳”判断

5 月制造业 PMI 的特点是：

1) PMI 跌破荣枯线，需求端下滑，尤其是新出口订单大幅回落，受中美贸易摩擦升级导致的产业链转移、全球经济回落影响，4 月中国对美、台湾出口增速大幅减少至-13.1%和 4.8%，但中国台湾对美出口却高达 21.5%。一季度，越南对美国出口增速 40.2%，较四季度上升 33.5 个百分点。一季度美国从中国进口家具减少 12.8%，而从越南和台湾的进口分别增加 37.2%和 19.3%。内需相对稳健，主要受地产和基建投资支撑，与建筑业商务活动指数保持高位一致。

2) 需求偏弱，价格有回落压力，企业盈利再次面临压力，减税降费、降低企业融资成本可能对冲部分盈利压力。

3) 大中小企业景气度和经营预期指数同时下滑，小企业受打击尤其严重，新订单跌破荣枯线。

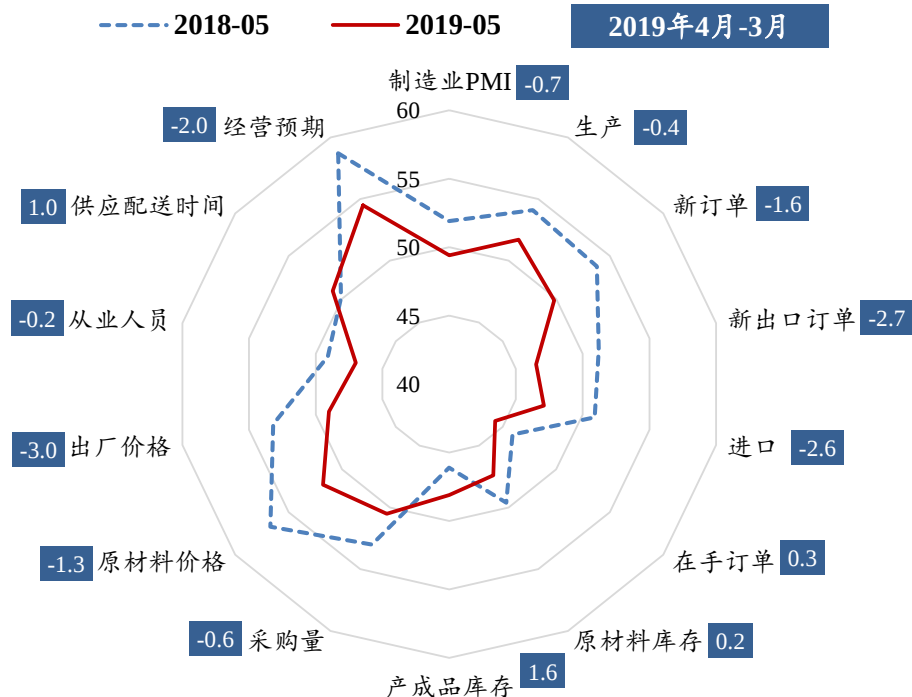
4) 外需压力将逐步传导至制造业部门投资和就业，真实的就业压力可能较大。1 季度就业市场景气指数为过去五年同期最低，其中金融业招聘职位下降幅度在所有行业中最大，达 39.7%；1-4 月城镇新增就业 459 万人，低于 2017 和 2018 年的 465 和 471 万人；5 月制造业 PMI 从业人员指数创十年新低，建筑业从业指数上升。考虑到我国长期人口特征发生变化：劳动年龄人口连续 7 年下降（7 年减少 2600 万人）、就业人口 2018 年首次下降、老龄化率提高、老一代农民工退出就业，就业压力主要是结构性而非总量性，即传统制造业、小企业、东北地区就业形势较差，但教育培训、中介服务、建筑业等行业及大型企业等就业形势相对较好，人才供需不匹配、招工难与就业难并存，需要改善营商环境支持创业、减税降费改善企业经营状况、财政提供技能培训等。

5) 从周期看，库存周期依然处于主动去库存刚转入被动去库存的复苏早期。5 月产成品和原材料库存指数上升但仍低于荣枯线，反映库存收缩在放缓，与 2012-2013 年初的情况类似，在需求偏弱时库存短期震荡。由于需求不强且价格有回落压力，主动补库存动力不足，从被动去库存转入主动补库存尚需时日。同时处于金融周期下半场，企业、居民和地方政府杠杆率偏高，继续加杠杆的能力受制约。2008 年以来有四轮库存周期反弹，分别在 2009、2012、2016、2019 前后，但是不断减弱，主要是因为过去十年在国企、地方政府、居民部门分别加杠杆后，宏观杠杆率较高，经济再度加杠杆的空间有限。

总体上，当前经济反弹的力度偏弱，主要因为较弱的库存周期受到金融周期下半场的压制，符合我们“经济年中触底、前低后稳（不是继续下滑，也不是前低后高）”的判断。

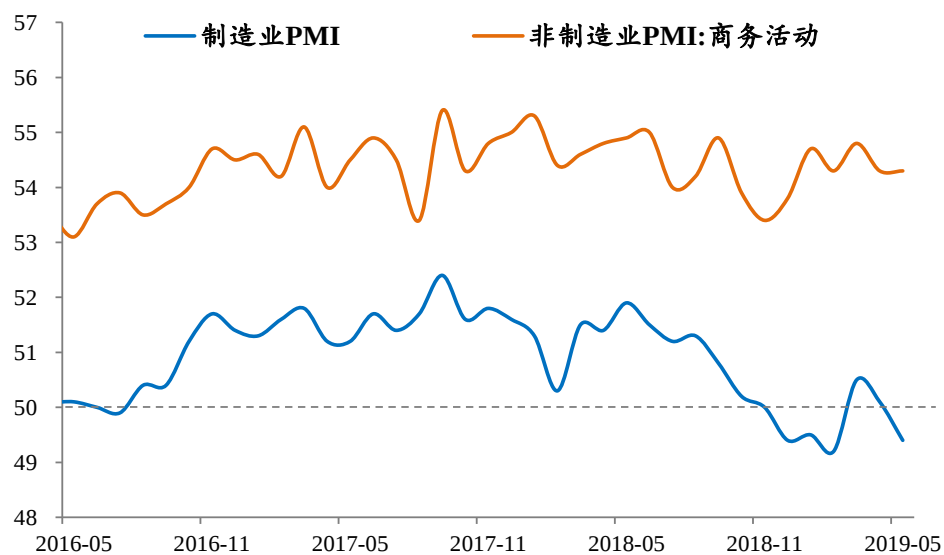
从政策看，积极的财政政策应继续推进落实减税降费，稳健的货币政策应疏通宽货币到宽信用的传导机制，加大金融供给侧结构性改革。面对中美贸易摩擦不断升级，最好的应对是加大改革开放和减税降费力度，避免80年代日本货币放水刺激的错误应对。

图表1：5月PMI指数分项一览



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：5月制造业PMI再度跌破荣枯线



资料来源：Wind，恒大研究院

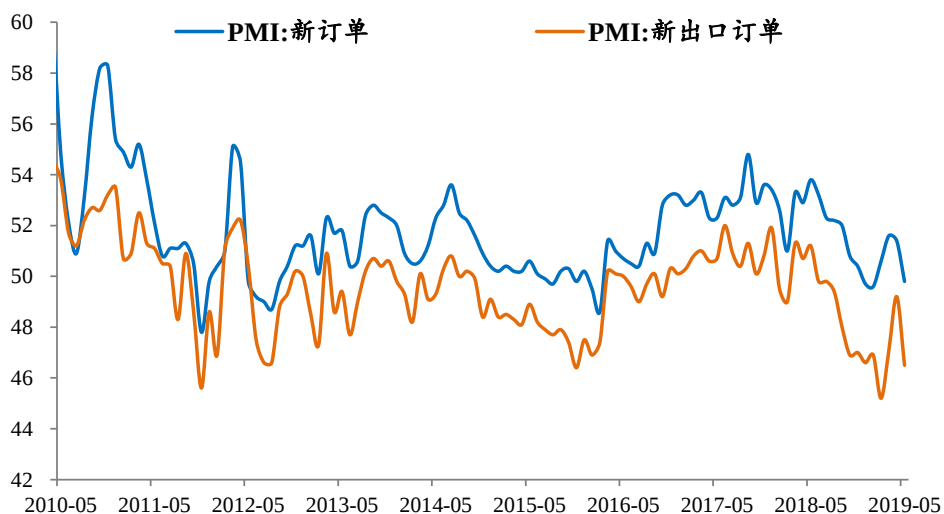
2、生产略下行但保持扩张，外需下滑较快，受中美贸易摩擦导致的产业链转移和全球经济下行影响

生产端，5月PMI生产指数为51.7%，较上月回落0.4个百分点，但仍高于荣枯线。生产端PMI下滑与微观高频数据的发电耗煤量下滑相印证，5月六大发电集团耗煤量同比为-18.3%，较上月下滑13.0个百分点。生产回落的原因有：第一，5月10日起美国加征关税落地，出口增速下滑；第二，5月工作日较去年少一天，拖累生产。

需求端，外需下滑明显，内需相对稳健，主要靠基建和地产投资支撑，与建筑业活动指数处高位一致。新订单指数为49.8%，较上月回落1.6个百分点。反映经济动能的指标（新订单-产成品库存）较上月下滑3.2个百分点，此前连续4个月上升。进口指数47.1%，较上月下滑2.6个百分点。当前内需仍主要依靠基建和地产，但4-5月增速有所放缓，主因地方专项债提前发行、后续发力空间有限。5月地方政府债券净发行额为2159亿，去年同期为3376亿；1-5月累计净融资额为1.51万亿，去年同期为8590亿。

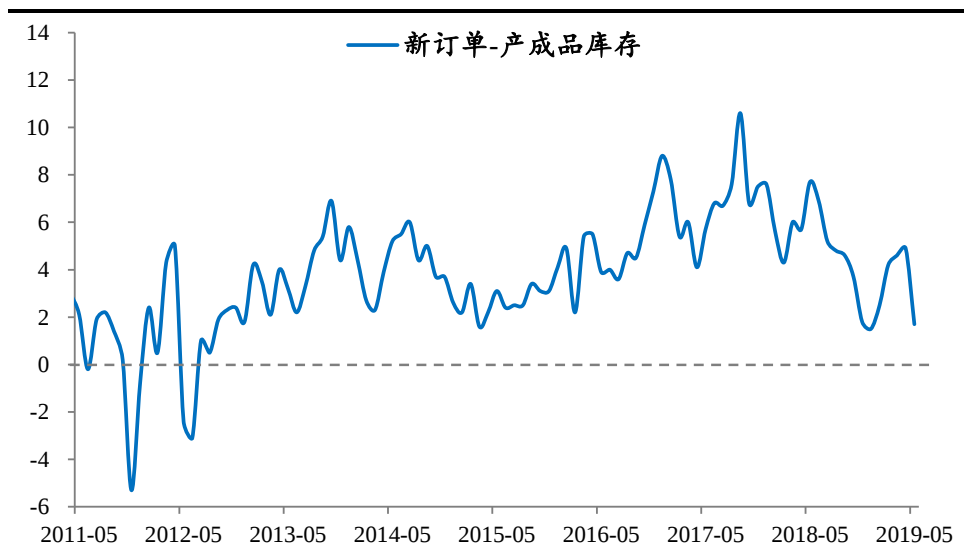
全球经济增长继续放缓，美国提高加征关税税率抑制需求，产业链转移，新出口订单大幅回落。5月新订单指数为46.5%，较上月下滑2.7个百分点。全球BDI指数年初大幅下跌50%，但近期持续回升，5月BDI指数环比回升33.1%，回升符合季节性特点，此外近期地缘政治摩擦加剧促使国际运费提升，整体上全球贸易活动仍低迷。**新订单指数下滑主要原因：一是世界经济继续回落。**5月美国制造业PMI为50.6%，较上月下滑2.0个百分点；欧元区PMI为47.7%，较上月回落0.1个百分点；其中，欧洲经济火车头德国制造业PMI为44.3%，较上月下滑0.1个百分点。**二是中美贸易摩擦升级，**5月10日开始美对华2000亿美元商品加征关税，关税税率从10%提高到25%，并提出将在短期内对另外3250亿美元商品加征关税。企业面临不确定性的情况，加速转移产业链至越南和中国台湾等地。4月中国对美、台湾出口增速大幅减少至-13.1%和4.8%，但中国台湾对美出口却高达21.5%。一季度，越南对美国出口增速40.2%，较四季度上升33.5个百分点。一季度美国从中国进口家具减少12.8%，而从越南和台湾的进口分别增加37.2%和19.3%；美国从中国进口的冰箱减少24.1%，但从韩国和墨西哥的进口分别增加32%；美国从中国进口的轮胎减少28.6%，从越南的进口猛增141.7%。

图表3：5月新出口订单较上月下滑2.7个百分点



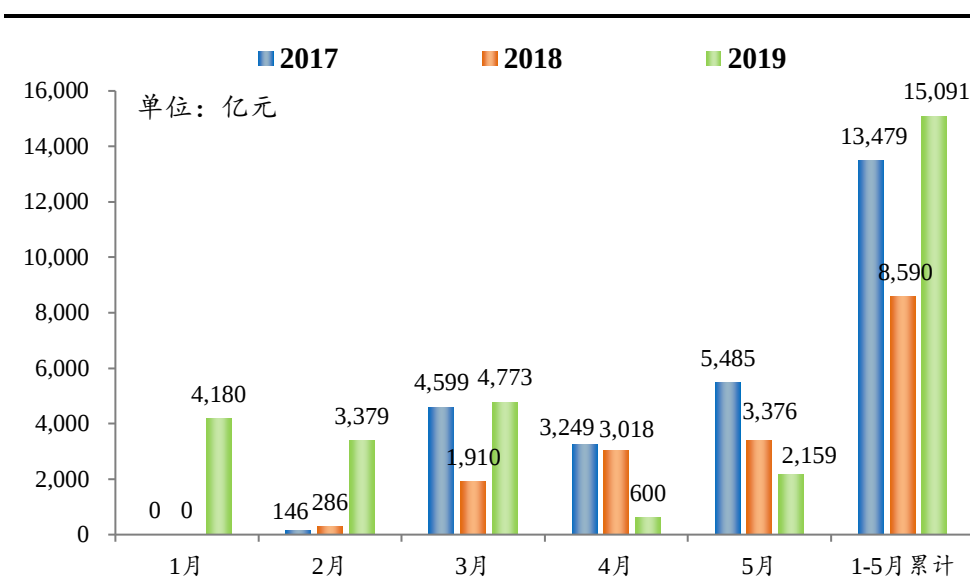
资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：经济动能指标（新订单-产成品库存）下滑



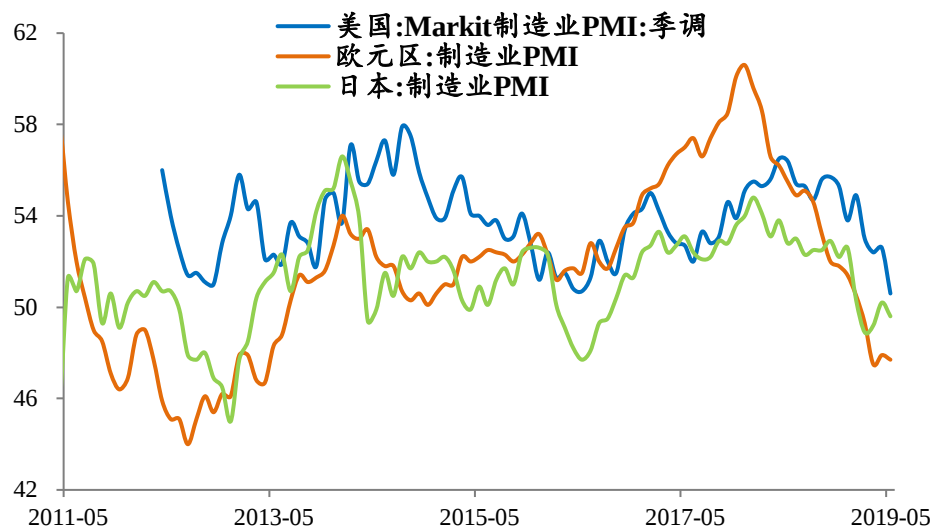
资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：地方政府债券5月净融资额同比回落



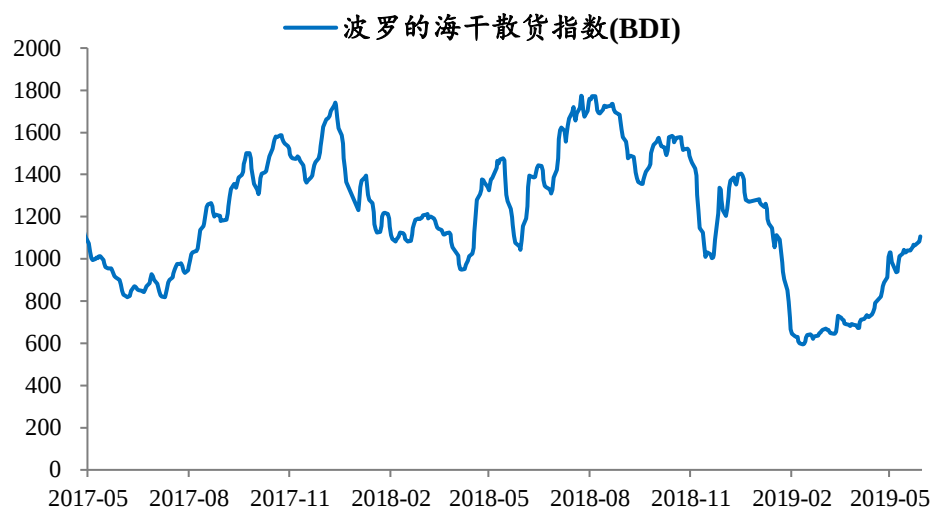
资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：美国、欧洲和日本制造业 PMI 继续下行



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表7: BDI 指数反弹符合季节性特征, 但全球贸易整体仍低迷

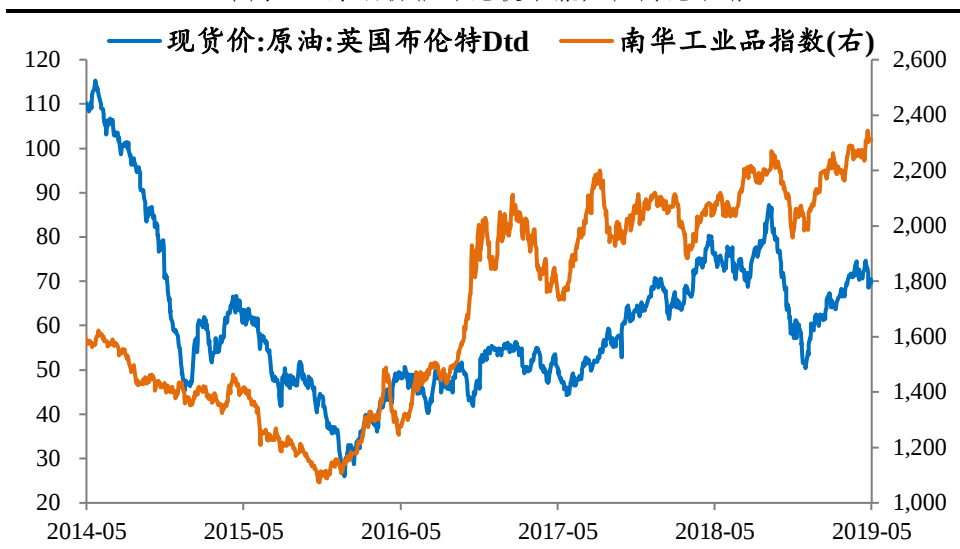


资料来源: Wind, 恒大研究院

3、出厂价格指数回落幅度大于原材料购进价格, 企业盈利承压, 需进一步推进减税降费、降低融资成本

5月主要原材料购进价格指数为51.8%，较上月回落1.3个百分点；出厂价格指数为49.0%，较上月下滑3.0个百分点，跌破荣枯线。出厂价格和原材料价格指数差值为-2.8%，较上月扩大1.7个百分点，相关行业企业利润空间再次承压。5月布伦特原油月均价格环比上涨约0.2%，同比下降7.2%；南华工业品价格指数月均环比上涨1.1%，螺纹钢价格环比持平。需求偏弱、去年高基数，PPI同比增速或回落。需进一步推进减税降费、降低企业融资成本改善盈利。央行行长易纲5月30日指出，“确保实现今年国有大型银行小微企业贷款余额同比增长30%以上，小微企业信贷综合的融资成本降低1%的目标。”

图表8：原油价格环比较略涨，但同比下滑



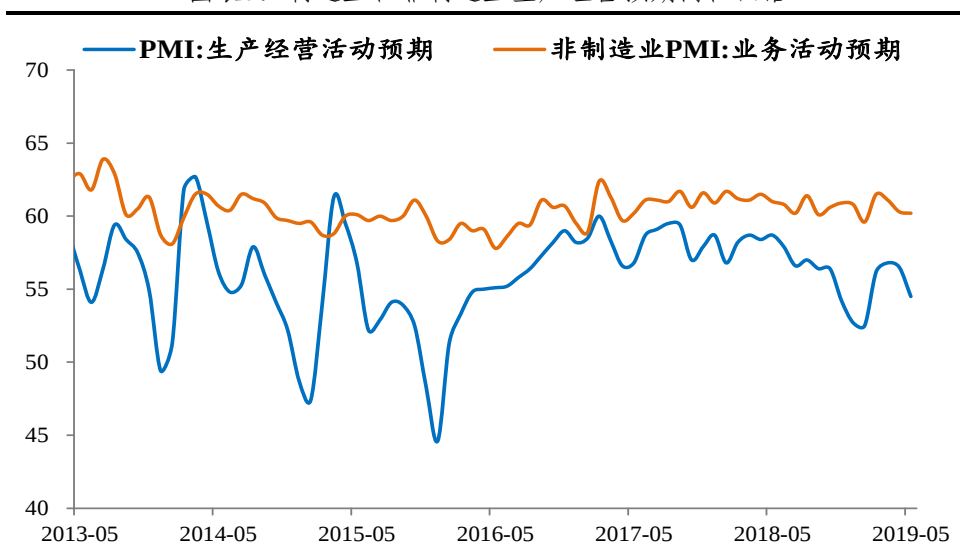
资料来源：Wind，恒大研究院

4、经营预期和采购量指数回落，原材料和产成品库存指数上升但仍低于荣枯线，库存收缩速度放缓，仍处主动去库存刚转入被动去库存的复苏早期

经营预期和采购量指数回落，主要是因为需求回落及逆周期调节边际放缓。生产经营预期指数为 54.5%，较上月回落 2.0 个百分点，连续 4 个月处于 54% 以上的高景气区间。采购量指数为 50.5%，较上月回落 0.6 个百分点。

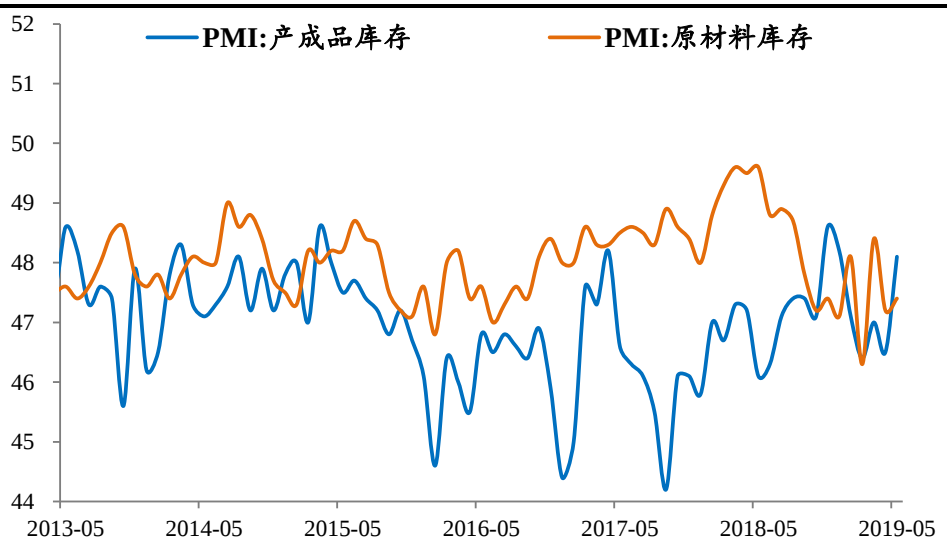
生产扩张、需求回落，原材料和产成品库存指数回升但仍低于荣枯线，意味着库存收缩速度在被动放缓，但当前仍处主动去库存刚转入被动去库存的复苏早期，与 2012-2013 年初的情况类似，在需求偏弱时库存短期震荡。原材料和产成品库存指数分别为 47.4% 和 48.1%，较上月回升 0.2 和 1.6 个百分点，但仍低于荣枯线，收缩速度放缓。由于需求不强且价格有回落压力，主动补库存动力不足，从被动去库存转入主动补库存尚需时日，库存短期震荡。

图表9：制造业和非制造业生产经营预期高位回落



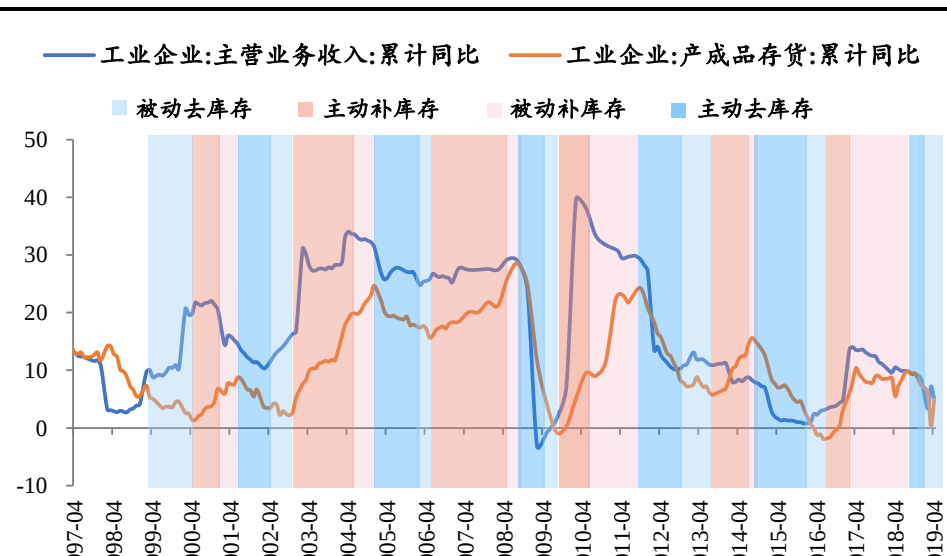
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表10: 产成品库存和原材料库存指数回升但仍低于荣枯线



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表11: 库存周期处于被动去库存阶段早期



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_12232
