原材料涨价压力加大，需求放缓

数据：5 月官方制造业 PMI 为 51.0（前值 51.1），非制造业 PMI 为 55.2（前值 54.9），综合 PMI 指数为 54.2（前值 53.8）。

一、5 月制造业 PMI 小幅回落

（1）从企业规模来看，表现分化显著。中大型企业 PMI 扩张加速但小型企业 PMI 进入收缩区间内。主要由于小型企业的议价能力较弱，在原材料价格较快上升时抵御外部风险能力较弱，导致小型企业的生产和新订单指数均出现较大程度的回调。

（2）从供需来看，供给好转但需求走弱。需求端走弱一方面表明我国需求复苏最快的时间点已过，另一方面意味着原材料价格持续上涨加速带动出厂价格上行，并通过产业链传导至中下游，对需求形成了一定的抑制。但是行业供给不足已经有所缓解，限产对于中上游制造业的影响边际走弱。

（3）从进出口来看，新出口订单进入到收缩区间内。5 月新出口订单大幅回落，主要由于 2 个因素：1）新出口订单的回落主要集中在基础原材料行业，表明美国成屋销售见顶回落对我国耐用品的进口需求减弱有所显现；2）最近疫情的反复导致供应链中断，使得新订单出口节奏有所放缓。

（4）从库存来看，新订单与产成品库存差回落。供需格局进一步恶化，订单缺口扩张，新订单代表的需求回落，意味着企业补库存的意愿并不强，另一方面由于原材料的供应商交货时间进一步延长，企业面临的库存压力加剧。

（5）从原材来价格指数来看，行业成本压力加剧。出厂价格与原材料购进价格之差继续收窄，处在-12.2 个百分点的价差低位，原材料价格上涨对中下游企业利润的侵蚀显现有所放大。

二、非制造业：建筑业继续景气，服务业复苏放缓。从建筑业 PMI 来看，预计随着投入品价格的回落以及天气问题可能带动建筑业 PMI 季节性回落，但是随着二季度以来专项债发行的速度明显加快，对建筑业 PMI 的景气依然形成一定的支撑。**从服务业 PMI 来看，**4 月社零数据放缓和服务业的回落得到了互相印证，叠加疫情近期的反复，对服务业的预期活动形成拖累，该指数扩张减缓。往后看，消费整体复苏的方向依然不变，对服务业 PMI 依然起到了一定的支撑，但是需警惕疫情后贫富差距分化使得长期中枢需求回落。

三、在大宗商品价格回落的背景下，后续制造业 PMI 结构逐渐回归平衡。从 5 月制造业回落的核心来看，主要是原材料价格上涨带动的需求走弱，往后看，供需逐渐平衡，货币政策仍然维稳。具体来看：1）大宗商品对制造业 PMI 暂时性的影响未来将有所减弱。2）制造业 PMI 内部行业结构性分化短期仍存，高技术制造业对新出口订单形成支撑。3）本月非制造业表现优于制造业，往后看，建筑业继续高度景气，服务业修复方向不变，但动力减弱。4）从货币政策来看，考虑到当前小企业短期仍然面临原材料的成本压力，央行不会急于收紧流动性，6 月整体的资金面维持宽松的概率较高。

风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩等。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡 联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此

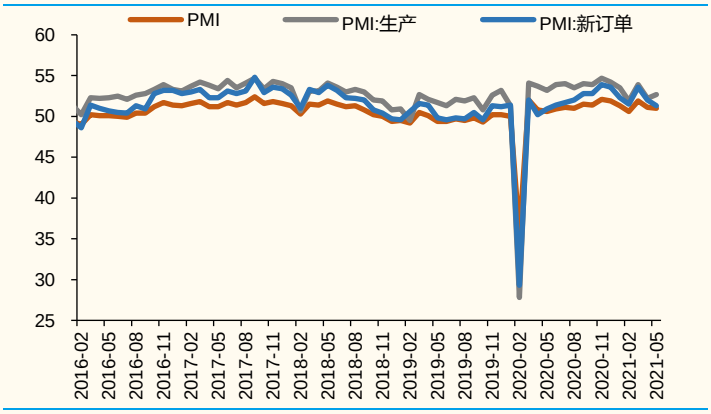
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

数据：5 月官方制造业 PMI 为 51.0（前值 51.1），非制造业 PMI 为 55.2（前值 54.9），综合 PMI 指数为 54.2（前值 53.8）。

一、5 月制造业 PMI 小幅回落

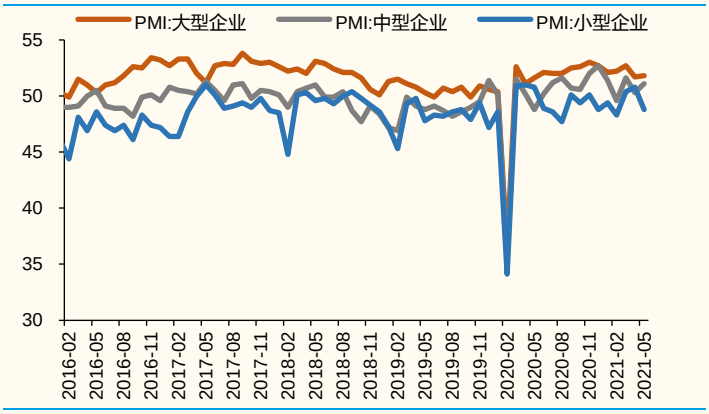
5 制造业 PMI 录得 51.0%，较前值回落 0.1 个百分点，虽然仍位于荣枯线以上，但制造业扩张力度减弱。从企业规模来看，中大型企业 PMI 扩张加速但小型企业 PMI 进入收缩区间内。数据显示，大、中型企业 PMI 分别为 51.8%和 51.1%，分别比上个月上升 0.1 和 0.8 个百分点；相较之下，小型企业 PMI 为 48.8%，比上月下降 2.0 个百分点，低于临界点，主要由于小型企业的议价能力较弱，在原材料价格较快上升时抵御外部风险能力较弱，导致小型企业的生产和新订单指数均出现较大程度的回调。

图表 1：5 月 PMI 小幅回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：小型企业 PMI 回落到收缩区间内



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

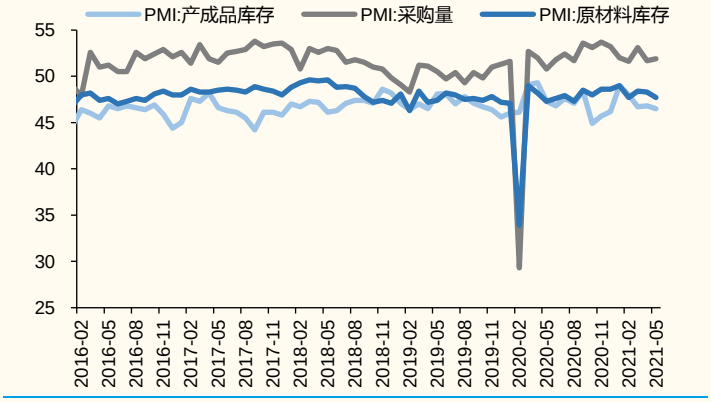
5 月供给端回升，但是需求端回落。从供给端来看，5 月生产指数 52.7%，较前值上升 0.5 个百分点。从同期高频数据看，5 月高炉开工率持续回升，数据显示高炉开工率从 4 月底的 61.9%回升至目前的 62.4%；5 月唐山钢厂高炉开工率也从同期的 50.0%回升到 50.8%，其中产能利用率从 61.8%回升至 63.1%，表明供给端有所恢复，高频数据与生产指数表现一致。**从需求端来看，**新订单指数为 51.3%，回落 0.7 个百分点，需求走弱一方面表明我国需求复苏最快的时间点已过，另一方面意味着原材料价格持续上涨加速带动出厂价格上行，并通过产业链传导至中下游，对需求形成了一定的抑制。但是行业供给不足已经有所缓解，之前限产对于中上游制造业的影响边际走弱。

新出口订单回落，进口持续回升。5 月新出口订单指数 48.3%，回落 2.1 个百分点，进入到收缩区间内；进口回升 0.3 个百分点至 50.9%，继续处于景气区间。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 61.5%，且服务业 PMI 初值为 70.1%，创下历史新高，欧元区 5 月制造业 PMI 初值为 62.8，表现相对良好，但是在外部需求景气较高的背景下，我国新出口订单主要由于 2 个因素：1）新出口订单的回落主要集中在基础原材料行业，表明美国成屋销售见顶回落对我国耐用品的进口需求减弱有所显现；2）最近疫情的反复导致供应链中断，使得新订单出口节奏有所放缓。从高频数据来看，受海岬型和巴拿马型船运费下降影响，波罗的海干散货指数从 5 月初高点的 3254 回落到月底的 2596，意味着货主对远

洋运输的需求放缓，带动我国新出口订单走弱。往后看，由于新出口订单领先于出口，在新出口订单大幅回落的背景下，我国出口订单有可能从高位回落。

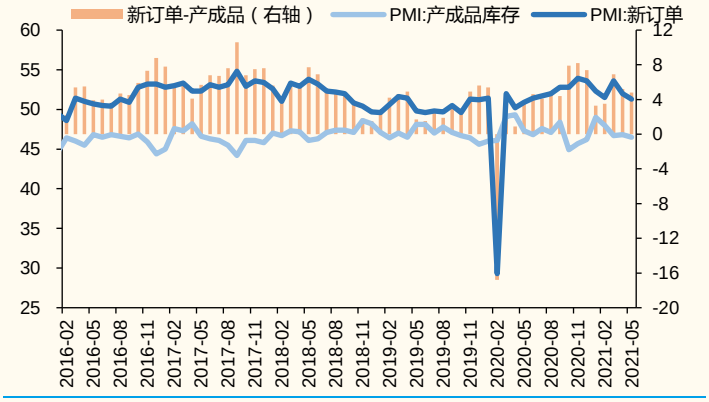
库存方面持续回落，企业补库存意愿不强。原材料库存指数回落 0.6 个百分点至 47.7%，产成品库存回落 0.3 个百分点至 46.5%，库存指数整体回落。采购量指数回升 0.2 个百分点至 51.9%，企业补库进程小幅加快。但是整体来看，新订单与产成品库存差回落，说明供需格局进一步恶化，订单缺口扩张，新订单代表的需求回落，意味着企业补库存的意愿并不强，另一方面由于原材料的供应商交货时间进一步延长，企业面临的库存压力加剧。

图表 3：原材料和产成品库存回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

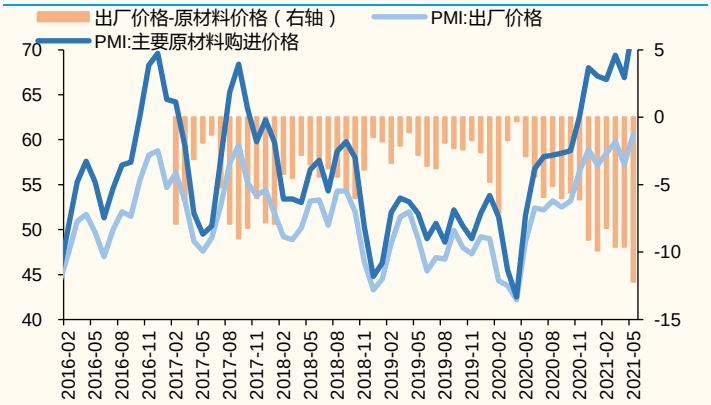
图表 4：新订单-产成品进一步回落



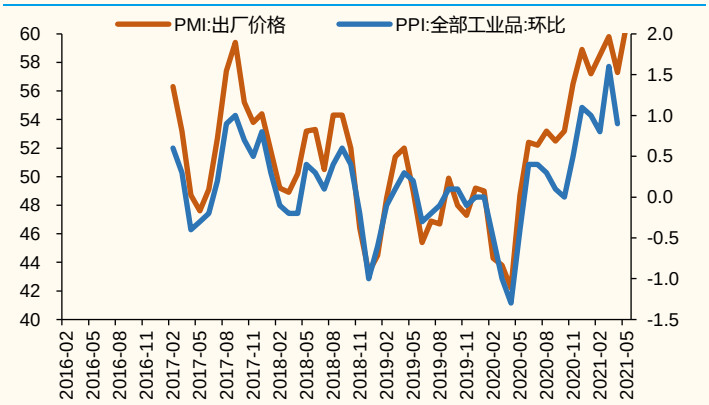
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

原材料价格上涨加速，负面影响进一步体现。5 月原材料购进价格指数 72.8%，较前值回升 5.9 个百分点；原材料价格的上涨带动出厂价格指数同样回升 3.3 个百分点，至 60.6%。分行业情况看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业两个价格指数均高于 73.0%，其中黑色金属冶炼及压延加工业出厂价格指数连续三个月高于 80.0%。出厂价格与原材料购进价格之差继续收窄，处在-12.2 个百分点的价差低位，原材料价格上涨对中下游企业利润的侵蚀显现有所放大，主要集中在：1）行业运行成本加大，对小型企业负面影响集中显现；2）需求出现放缓。考虑到出厂价格 PMI 与 PPI 环比具有高度一致性，预计 5 月 PPI 环比涨幅有所回升。

图表 5：出厂价格进一步回升



图表 6：预计 PP 涨幅进一步回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

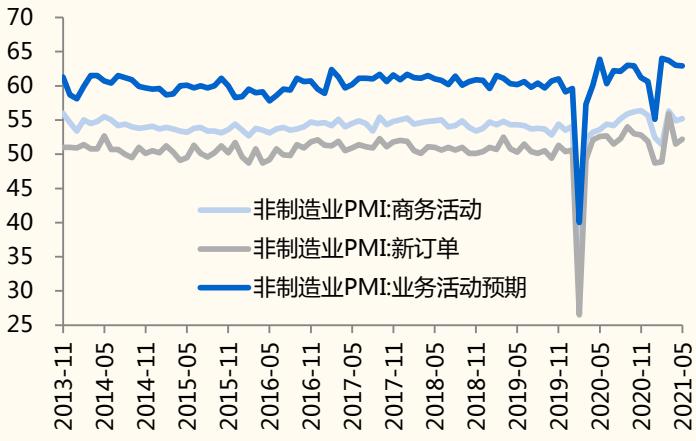
二、非制造业：建筑业继续景气，服务业复苏放缓

从非制造业来看，建筑业 PMI 回升但是服务业 PMI 小幅回落。5 月非制造业商务活动指数 55.2%，较前值回升 0.3 个百分点。建筑业 PMI 大幅回升 2.7 个百分点至 60.1%，处于较高景气区间，虽然主要子分项均出现不同程度地回升，但主要由投入品价格所推动。服务业 PMI 较上月回落 0.1 个百分点至 54.3%，主要是由业务活动预期回落 0.3 个百分点所拖累。

从建筑业 PMI 来看，今年财政后置特征对建筑业 PMI 整体形成提振。细分数据显示，建筑业新订单指数为 53.8%，较上月上升 1.4 个百分点；建筑业投入品价格指数为 73.6%，较上月上升 8.9 个百分点。往后看，投入品价格的回落以及天气问题可能带动建筑业 PMI 出现季节性回落，但是由于去年的资金沉淀等问题，今年以来新增债券发行节奏明显偏慢，随着二季度以来专项债发行的速度明显加快，对建筑业 PMI 的景气依然形成一定的支撑。

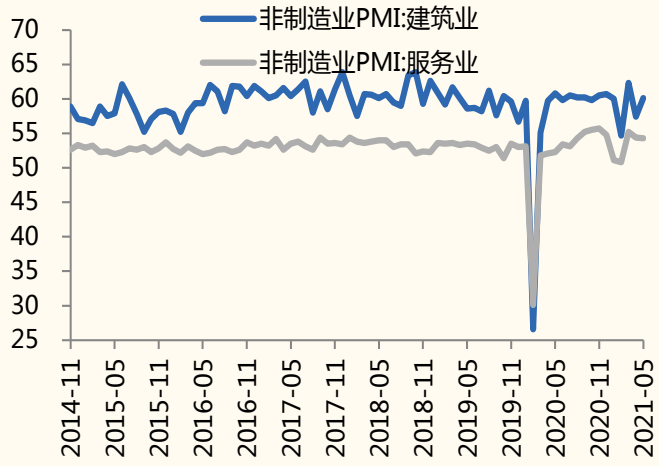
从服务业 PMI 来看，4 月社零数据放缓和服务业的回落得到了互相印证。细分数据显示，服务业新订单指数为 52.0%，较上月上升 0.7 个百分点；服务业投入品价格指数为 54.9%，较上月上升 1.8 个百分点。4 月社零数据放缓叠加疫情近期的反复，对服务业的预期活动形成拖累，该指数扩张减缓。往后看，消费整体复苏的方向依然不变，对服务业 PMI 依然起到了一定的支撑，但是需警惕疫情后贫富差距加剧使得长期服务业需求中枢回落。

图表 7：非制造业商务活动指数回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业继续改善，服务业指数有所回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

三、在大宗商品价格回落的背景下，后续制造业 PMI 结构逐渐回归平衡

从 5 月制造业回落的核心来看，主要是原材料价格上涨带动的需求走弱，往后看，供需逐渐平衡，货币政策仍然维稳。具体来看：1）大宗商品对制造业 PMI 暂时性的影响未来将有所减弱。近期监管层已表态将加强市场调节，严厉打击操纵大宗商品价格的行为，使得黑色系市场的情绪降温，黑色系市场运行的逻辑逐渐回归至基本面，当前地产新屋开工和销售已经逐渐转弱，表明当前

黑色顶部出现的概率已经较高，预计后续对制造业需求抑制将有所减缓。2）制造业 PMI 内部行业结构性分化短期仍存，高技术制造业对新出口订单形成支撑。本月高技术制造业景气度持续上升，数据显示 5 月高科技制造业 PMI 为 55.2%，连续三个月回升，预计后续在出口替代效应回落以及美国地产周期走弱的背景下，新订单出口提振有限但支撑仍存。3）本月非制造业表现优于制造业，往后看，建筑业继续高度景气，服务业修复方向不变，但是动力减弱。当前我国经济内生性动能依然较弱，4 月经济数据中显示消费走弱，其中商品房和汽车销售累计同比持续走弱，另外紧信用对金融服务行业也存在一定的抑制，后续服务业的上行空间取决于道路运输、航空运输、餐饮、居民出行等商务活动。4）从货币政策来看，考虑到当前小型企业短期仍然面临原材料的成本压力，央行不会急于收紧流动性，6 月整体的资金面维持宽松的概率较高。

风险提示：1. 财政宽松力度不足; 2. 货币政策转向; 3. 信用进一步收缩。

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_19883