

供需双弱拐点难现 商品谨防回调风险

核心观点及内容摘要

- 5 月，中采制造业 PMI 环比下滑 0.7%至 49.4%，在前两个月制造业景气短期回暖后重回荣枯分界线之下。5 月 PMI 扩散指数中，生产、新订单及就业指数均出现回落，供需双弱，其中需求端回落幅度明显，是 5 月 PMI 再度收缩的主因。
- 5 月，国内制造业供求扩张双双放缓，相比于生产，需求收缩是制造业景气环比下滑的主因。4 月制造业需求收缩受内外环境减弱影响，在国内外经济承压下，需求预期的下滑，也带来了国内生产供应的放缓，以沿海小企业生产和新订单下滑尤为明显，可见近期需求端下滑压力更多来自贸易战的扰动。
- 库存方面，在制造业供需两端承压下，产成品库存被动补库。与此同时，制造业 PMI 采购量指数 5 月下降 0.6%至 50.5%，在采购量回落调整的背景下，制造业库存的回升表明制造业下游需求增长乏力给企业带来的被动补库压力。
- 此外，5 月制造业 PMI 出厂及购进价格指数差值扩大，在贸易环境不佳、促内需拉动有限背景下，制造业下游需求受压，企业出厂价-购进价差值扩大至 -2.8%，企业成本压力增大，压缩生产利润，预计 5 月 PPI 环比增速也将面临调整压力。
- 5 月，PMI 新订单及生产缺口降至 2016 年 9 月以来低点，显示今年二季度需求端的增长压力之大，一季度受贸易谈判缓解、政策拉动下的经济反弹短期改善的态势减弱。同时受需求端下滑、企业利润压缩影响，生产经营活动预期也延续放缓。在经济需求没有明显改善驱动下，二季度制造业景气或延续弱势。
- 5 月制造业供需两端承压回落，外部环境及内部压力双重抑制需求增长，一季度经济阶段性反弹结束，5 月经济明显放缓至收缩态势，二季度市场对经济预期总体偏弱。5 月美方对我国贸易政策上突生变数，后续谈判也没有有效进展和改善，国内政策上以结构性调整为主，需求的改善还需等待经济总体企稳后自身动力来驱动，短期暂时难以看到拐点出现，商品价格上涨也就缺乏支撑，近期谨防回调风险。

肖利娜

宏观经济分析师

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

宏观战略研究中心

一德期货研究院

邮箱：xiaolina132@163.com

电话：（022）59182509

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

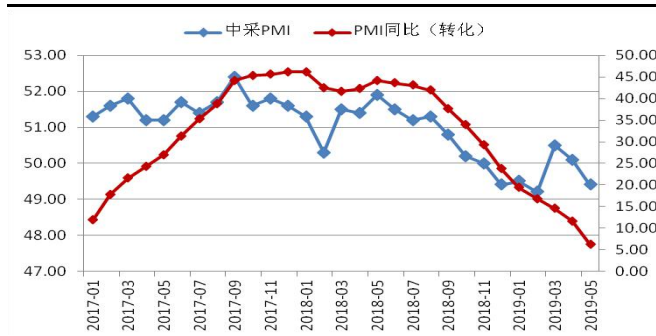
188 号信达广场 16 层

邮编：300042

1. PMI 景气重回收缩 供需双弱拖累大

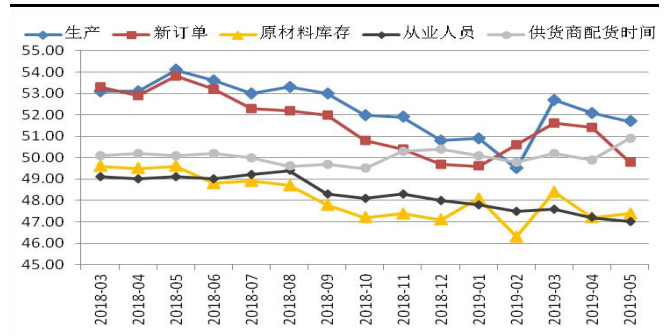
5月，中国官方制造业 PMI（中采制造业 PMI）环比下滑 0.7% 至 49.4%，在前两个月制造业景气短期回暖后重回荣枯分界线之下；从转化计算的 PMI 同比增速来看，自 2018 年下半年经济景气总体呈下滑趋势，2019 年一季度下滑幅度有所放缓，经济阶段性回暖，但回调趋势并未改变（见图 1）。5 月 PMI 扩散指数中，生产、新订单及就业指数均出现回落，供需双弱，其中需求端回落幅度明显，是 5 月 PMI 再度收缩的主因（见图 2）。

图 1：中采制造业 PMI 及同比转化走势



资料来源：wind

图 2：中采制造业 PMI 分项指数

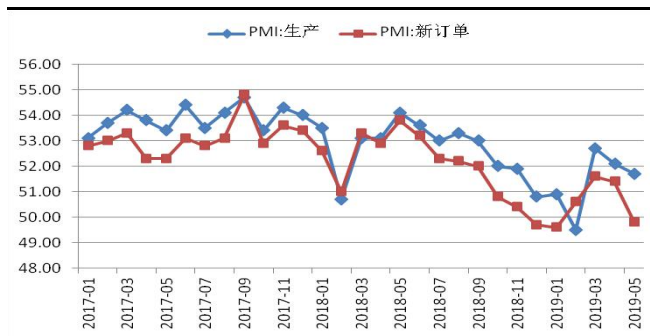


资料来源：wind

2. 需求下滑压力增大 被动累库施压价格

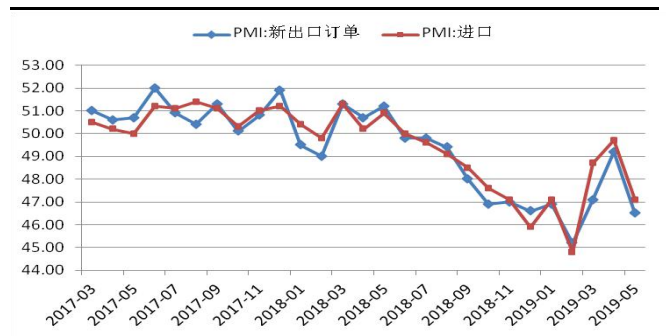
5 月，国内制造业供求扩张双双放缓，制造业生产、新订单指数环比分别下降 0.4%、1.6% 至 51.7%、49.8%（见图 3），相比于生产，需求收缩是制造业景气环比下滑的主因。4 月制造业需求收缩受内外环境减弱影响，在贸易加关税对外需拖累下，新出口订单环比回落 2.7% 至 46.5%；在经济阶段反弹放缓背景下内需承压，进口指数环比也下滑了 2.6%（见图 4）。5 月 5 日，特朗普在一则推特中称于 10 日对我国 2000 亿美元商品提高关税，将中美贸易关系再度降温，之后种种行为又增添了中美企业合作的困难，无论初衷为何，对两国的需求端造成的负面影响不言而喻。在国内外经济承压下，需求预期的下滑，也带来了国内生产供应的放缓，以沿海小企业生产和新订单下滑尤为明显，可见近期需求端下滑压力更多来自贸易战的扰动。

图 3：中采制造业 PMI 生产及新订单指数



资料来源：wind

图 4：中采制造业 PMI 进口及新出口订单指数

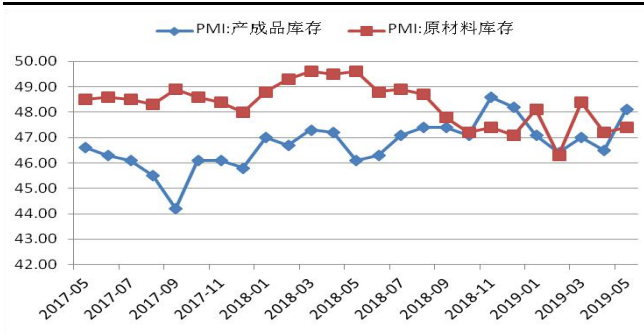


资料来源：wind

库存方面，5 月制造业原材料库存环比回升 0.2% 至 47.4%，产成品库存环比上涨 1.6% 至 48.1%（见图 5），

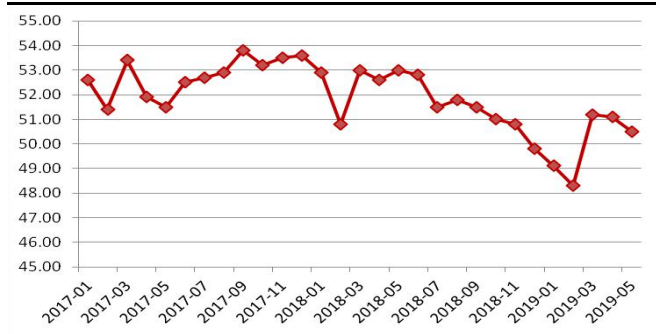
在制造业供需两端承压下，产成品库存被动补库。与此同时，制造业 PMI 采购量指数 5 月下降 0.6% 至 50.5%（见图 6），在采购量回落调整的背景下，制造业库存的回升表明制造业下游需求增长乏力给企业带来的被动补库压力。

图 5：中采制造业 PMI 库存指数（%）



资料来源：wind

图 6：中采制造业 PMI 采购量指数（%）

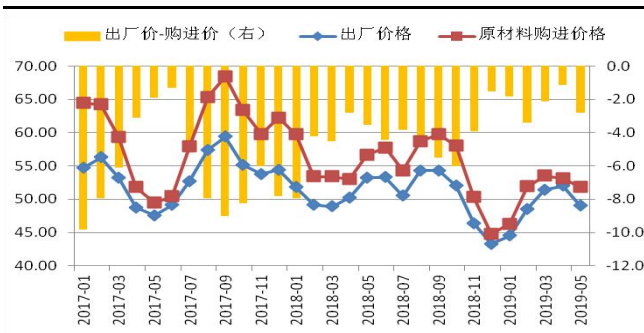


资料来源：wind

此外，5 月制造业 PMI 出厂及购进价格指数差值扩大，制造业 PMI 主要原材料购进价格指数及出厂价格指数环比分别回落 1.3、3.0 个百分点至 51.8%、49.0%（见图 7），在贸易环境不佳、促内需拉动有限背景下，制造业下游需求受压，企业出厂价-购进价差值扩大至 -2.8%，企业成本压力增大，压缩生产利润，预计 5 月 PPI 环比增速也将面临调整压力。

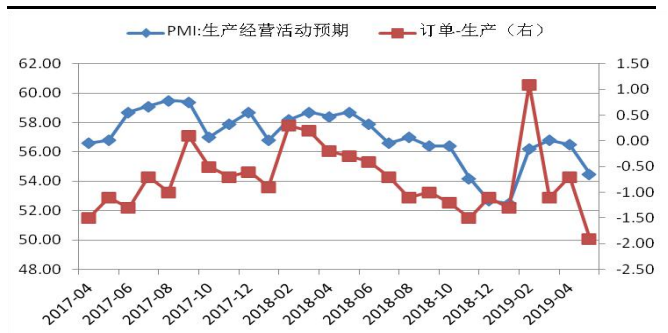
5 月，PMI 新订单及生产缺口降至 2016 年 9 月以来低点 -1.9%，显示今年二季度需求端的增长压力之大，一季度受贸易谈判缓解、政策拉动下的经济反弹短期改善的态势减弱。同时受需求端下滑、企业利润压缩影响，生产经营活动预期也延续放缓（见图 8）。在经济需求没有明显改善驱动下，二季度制造业景气或延续弱势。

图 7：中采制造业 PMI 价格指数（%）



资料来源：wind

图 8：中采制造业 PMI 生产经营预期及供需缺口指数（%）



资料来源：wind

3. 供需双弱拐点难现 商品谨防回调风险

5 月制造业供需两端承压回落，外部环境及内部压力双重抑制需求增长，一季度经济阶段性反弹结束，5 月经济明显放缓至收缩态势，二季度市场对经济预期总体偏弱。5 月美方对我国贸易政策上突生变数，后续谈判也没有有效进展和改善，国内政策上以结构性调整为主，需求的改善还需等待经济总体企稳后自身动力来驱动，短期暂时难以看到拐点出现，商品价格上涨也就缺乏支撑，近期谨防回调风险。

免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号物资中心大厦1604-1608 室
Tel：021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、
807房间
Tel：0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-5785 511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel：0535-2163353/2169678