

证券研究报告 — 策略深度报告

宏观总量组

分析师: 李奇霖 (分析师)

联系方式: 021-61634272

邮箱地址: liql@hongtastock.com

资格证书: S1200520110002

分析师: 杨欣 (分析师)

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

分析师: 卢婉琪 (研究助理)

邮箱地址: luwanqi@hongtastock.com

资格证书: S1200121070009

5月PMI缘何下行?

报告摘要

5月历年来都是制造业淡季,2017-2021年制造业PMI指数环比降幅均值为0.1%,而今年环比却下滑了0.4个百分点,降幅高于季节性,且已连续三个月放缓。从同比来看,本次数据既低于去年同期0.8个百分点,也低于历史同期均值2个百分点。外需回落、内需复苏乏力使得制造业行业景气度继续呈现收缩之势。

建筑业PMI指数也高位回调,从上月的63.9%回落至58.2%,环比下滑了5.7个百分点,映射出基建和房地产施工的景气度回落。

服务业PMI指数回调1.3个百分点至53.8%,在假日经济热度减退后,服务业增长也略显疲态。

PMI的继续回落显示出我国经济修复速度进一步放缓,背后主要还是体现了市场需求不足的问题。

从当前的经济结构来看,前期的各个支撑项已开始逐步减弱:新订单指数继续回落、新出口订单连续两月落入收缩区间指向外需疲软、积压的服务业消费需求也逐步释放完毕、基建和房建的投资和施工速度也放缓。需求放缓、预期转弱下多个行业开始去库,商品价格也大幅下滑,进一步影响企业盈利能力。往后来看,还是要着力恢复和扩大内需,多举措帮助居民稳定就业,提高收入,构建良好内循环,促进经济增速企稳回升。

相关研究

4月经济数据的六个特点

2023.05.16

4月信贷缘何低迷?

2023.05.11

4月PMI缘何低于预期

2023.05.04

政治局会议值得关注的四大信号

2023.04.28

经济企稳了吗?

2023.04.18

独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

风险提示

国内疫情反复、国内政策稳增长力度不及预期、海外经济放缓超预期。

正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com

(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-05-31

未经红塔证券许可

任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

图目录

图 1. 制造业 PMI 分项指标概览	4
图 2. 非制造业 PMI 分项指标概览	4
图 3. 5 月建筑业相关产品开工率下滑	5
图 4. 30 大中城市商品房日均成交面积继续回落	5
图 5. 5 月主要城市地铁客运量环比下滑	6
图 6. 玻璃价格下滑	7
图 7. 纯碱库存增加，价格下滑	7

表目录

未找到目录项。

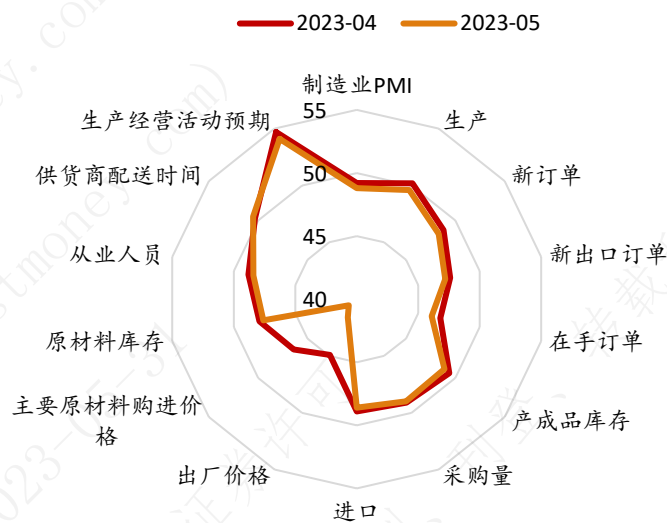
ybjieshou@eastmoney.com
(ybjieshou@eastmoney.com)
2023-05-31
未经红塔证券许可
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

5月历年来都是制造业淡季，2017-2021年制造业PMI指数环比降幅均值为0.1%，而今年环比却下滑了0.4个百分点，降幅高于季节性，且已连续三个月放缓。从同比来看，本次数据既低于去年同期0.8个百分点，也低于历史同期均值2个百分点。外需回落、内需复苏乏力使得制造业行业景气度继续呈现收缩之势。

建筑业PMI指数也高位回调，从上月的63.9%回落至58.2%，环比下滑了5.7个百分点，映射出基建和房地产施工的景气度回落。

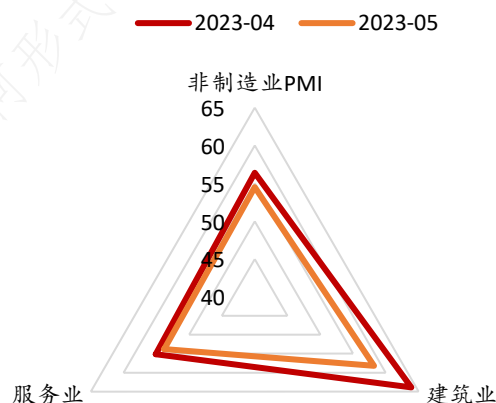
服务业PMI指数回调1.3个百分点至53.8%，在假日经济热度减退后，服务业增长也略显疲态。

图 1. 制造业 PMI 分项指标概览



资料来源：wind，红塔证券

图 2. 非制造业 PMI 分项指标概览



资料来源：wind，红塔证券

从分项指标来看，数据主要有4个特征：

(1) 需求弱于生产，外需弱于内需。

建筑业 PMI 回调 5.7 个百分点，其中新订单指数为 49.5%，比上月下降 4 个百分点，基建和房建需求回落。高频数据显示施工进度也进一步放缓，5 月石油沥青装置、主要钢厂螺纹钢、以及纯碱的开工率明显环比下滑。

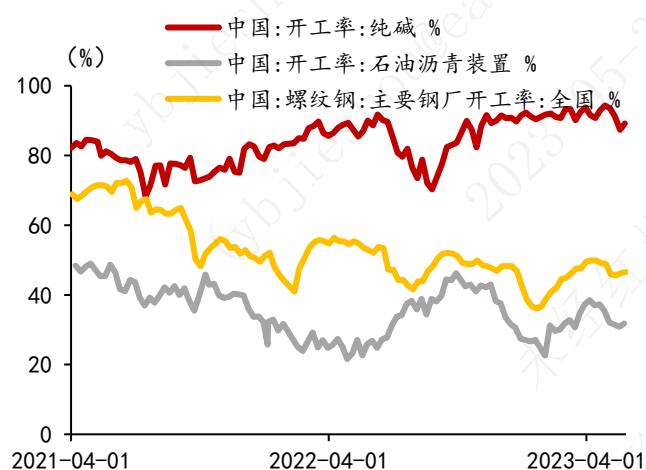
建筑业景气度回落一是与天气相关。进入五月气温逐步升高，加上雨水天气增多，尤其是南方开始进入梅雨季节，基建和房建的施工进度被拖累。

二是与地产行业相关。房屋交易的低景气度使得房企拿地意愿降低，土地出让收入下滑，影响了地方的财政收入，对基建投资也构成一定抑制。今年 1-4 月国有土地使用权出让金收入同比下滑了 21.7%。

二季度以来居民购房热度继续下降，5 月 30 大中城市商品房日均成交面积较 4 月减少了 12.5%，全国的二手房挂牌价指数也较 4 月末下滑了 0.4%，居民购房的低景气度继续抑制了房企对未来预期的改善。

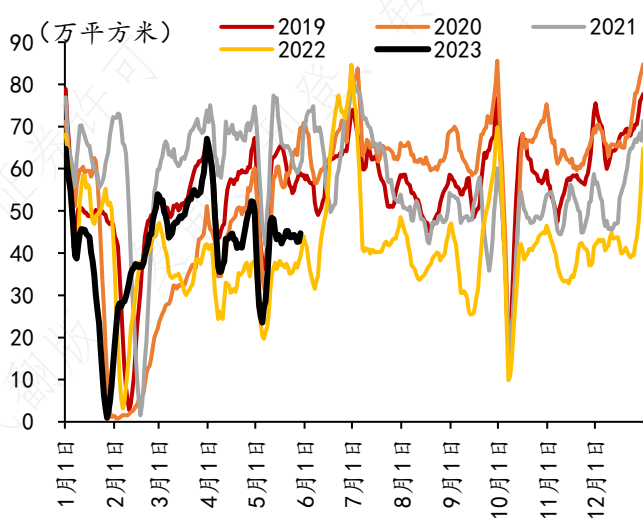
三是与重大项目前置相关。一季度在各地“拼经济”的意愿下，新项目多，过去几年积压的项目也陆续复工。但随着经济政策开始求稳，项目发力前置完毕后，二季度开始重大项目增量下行，基建后劲不足。

图 3. 5 月建筑业相关产品开工率下滑



资料来源：wind，红塔证券

图 4. 30 大中城市商品房日均成交面积继续回落



资料来源：wind，红塔证券（数据为 7 日移动平均）

制造业生产指数、新订单指数、新出口订单指数分别为 49.6%、48.3%、47.2%，比上月下降 0.6、0.5、0.4 个百分点，制造业市场需求仍显不足，企业产能释放受到抑制。中采也指出反映市场需求不足的企业比重已经达到了 58.8%，是有记录以来的最高值¹。

服务业修复速度放缓。新订单指数为 49.5%，环比下滑 6.9 个百分点。4 月时统计局曾指出与居民出行和消费密切相关的交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于 60.0%，但 5 月时统计局的表述转变为“铁

¹ 此处数据来源于中国物流与采购联合会 2023 年 5 月 31 日发布的文章，网址为 <http://www.chinawuliu.com.cn/lhzhq/202305/31/607616.shtml>

路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间”，可见假日经济的带动作用减退后，服务业景气度小幅回落。

图 5.5 月主要城市地铁客运量环比下滑



资料来源：wind，红塔证券（数据为 7 日移动平均）

(2) 对未来预期开始变谨慎。

制造业的生产经营活动预期指数和从业人员指数分别录得 54.1% 和 48.4%，环比下降 0.6 和 0.4 个百分点；建筑业的业务活动预期指数录得 62.1%，环比下降 2 个百分点；服务业的业务活动预期指数录得 60.1%，环比下降 2.2 个百分点。

从数据来看，制造业、建筑业和服务业对未来的预期均出现下滑。从环比降幅看，服务业的回落幅度大于建筑业大于制造业，这与假日经济热度褪去有关。从绝对值来看，制造业企业对未来生产经营活动的预期较低，招工进度也明显放缓。

(3) 企业去库，价格回落。

今年以来在高基数以及市场需求恢复不足的影响下，PPI 降幅一直在扩大，既缺乏量的支撑又没有价的保障，企业的盈利能力遭遇挑战。再加上部分企业年初时提前补了库，而当前市场需求不足又导致去库压力很大。制造业原材料库存指数和产成品库存指数分别为 47.6% 和 48.9%，环比下降 0.3 和 0.5 个百分点。

企业持续去库的行为又会导致工业品价格进一步下滑。制造业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 40.8% 和 41.6%，比上月下降 5.6 和 3.3 个百分点，落至近期低点；建筑业的投入品价格指数和销售价格指数为 44.7% 和 46.9%，环比分别下降 3.4 和 4.6 个百分点。

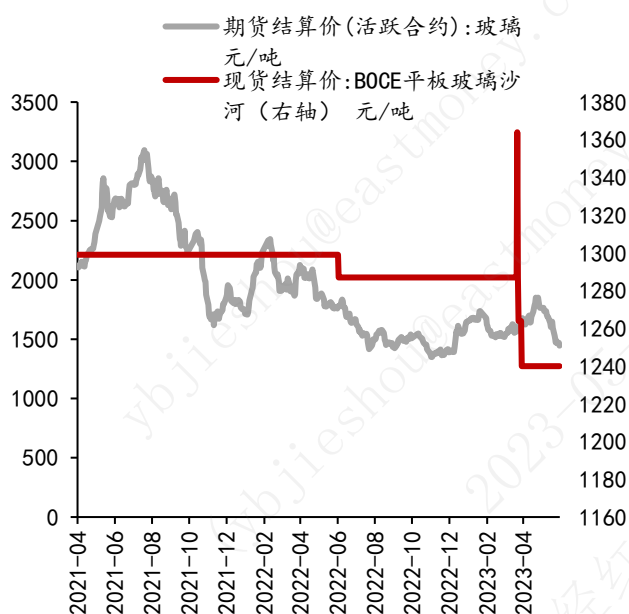
房建和基建的上游商品价格下滑更为明显，尤其是玻璃及其上游纯碱等典型商品。今年以来，随着房地产竣工加速，玻璃需求增加，一季度时玻璃

的现货期货价格都大幅提高。但是，4月末玻璃期货价格开始大幅下滑，近期现货价格也出现回落，这反映出在当下需求回落的同时未来预期也偏谨慎。当中下游观望情绪浓厚的时候，上游的生产速度也放缓了，相应地我们可以看到作为制作玻璃原材料之一的纯碱的库存明显增加。

再比如房建和基建中都会用到的水泥。水泥库容比从4月初的65.3%提升至5月末的70.6%，价格指数却从141.3%下滑至126.6%，当前水泥的需求明显弱于供给。

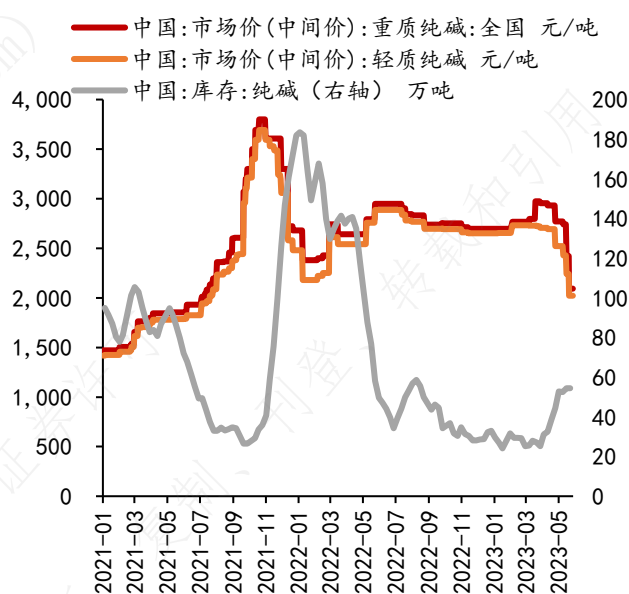
再从4月的工业企业利润数据来看，PPI同比负增长是企业利润持续低迷的重要原因之一，5月价格的持续下滑意味着PPI会维持在负区间，继续拖累企业盈利。

图 6. 玻璃价格下滑



资料来源: wind, 红塔证券

图 7. 纯碱库存增加, 价格下滑



资料来源: wind, 红塔证券

服务业的投入品和销售价格指数分别为 47.9%和 47.8%，环比下降 3.8 和 2.3 个百分点。

服务业价格的下滑一方面与节日过后景气度降低相关，受五一假日的带动 4 月服务业投入品价格和销售价格已经提升了 2.1 和 2.8 个百分点，相似情况比如 2021 年国庆假日带动 10 月的服务业投入品价格和销售价格分别提高 3.7 和 2.4 个百分点。另一方面则是因为居民消费与收入高度相关，目前居民就业和收入都暂未完全稳定，当补偿性消费需求释放完后，后续没有长期收入的支持需求自然会回落，从而对服务价格形成压制。

(4) 必需品行业和优势行业继续保持高景气度。

食品及酒饮料精制茶和医药的生产指数和新订单指数继续位于扩张区间，必需品行业保持高景气度。

专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材的生产指数和新订单指数也连续三个月位于扩张区间，优势产业的产需保持增长。

最后做个总结。

PMI 的继续回落显示出我国经济修复速度进一步放缓，背后主要还是体现了市场需求不足的问题。

从当前的经济结构来看，前期的各个支撑项已开始逐步减弱：新订单指数继续回落、新出口订单连续两月落入收缩区间指向外需疲软、积压的服务业消费需求也逐步释放完毕、基建和房建的投资和施工速度也放缓。需求放缓、预期转弱下多个行业开始去库，商品价格也大幅下滑，进一步影响企业盈利能力。往后来看，还是要着力恢复和扩大内需，多举措帮助居民稳定就业，提高收入，构建良好内循环，促进经济增速企稳回升。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。