



2023年05月31日

需求恢复偏弱，经济景气水平继续回落

——国内观察：2023年5月PMI

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

证券分析师：

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

联系人：

高旗胜
gqs@longone.com.cn

相关研究

1. PMI有所回落，经济仍有下行压力——2022年10月PMI
2. PMI延续下滑，经济下行压力较大——2022年11月PMI
3. PMI再度回落，稳增长政策有望加码——2022年12月PMI
4. PMI大幅回升，经济回暖势头明显——2023年1月PMI
5. PMI超预期回升，经济恢复动力较强——2023年2月PMI
6. PMI保持扩张，经济复苏速度可能放缓——2023年3月PMI
7. 景气度重回荣枯线以下，制造业与服务业有所分化——2023年4月PMI

投资要点

- **事件：**5月31日，国家统计局公布5月官方PMI数据。5月制造业PMI为48.8%，前值49.2%；非制造业PMI为54.5%，前值56.4%。
- **核心观点：**5月，PMI及各分项几乎全线回落，其中非制造业仍处荣枯线以上，表现整体好于制造业，高技术、装备制造业等回升到荣枯线以上。非制造业PMI虽环比回落但指数水平仍位于相对高位，服务业和建筑业延续恢复性增长。制造业PMI在收缩区间内进一步回落，显示制造业恢复动能有所不足，供需两端均有放缓。当前经济恢复面临的主要问题是新增需求偏弱，制造业、服务业、建筑业新订单指数环比均有不同程度下降。企业景气水平分化明显，中小企业生存发展压力较大。往后看，经济恢复近期可能会继续低于预期，需要国家进一步出台提振、扩大内需的政策措施，以使经济稳定在理想的增速范围内。考虑到去年同期低基数效应，二季度经济增长有望延续回升态势，但增速可能会低于预期。
- **供需两端有所放缓。**5月制造业生产和新订单指数分别为49.6%、48.3%，环比分别下降0.6个、0.5个百分点，二者均低于近5年同期均值51.4%、49.7%，制造业市场需求仍显不足，制约企业生产活动扩张。外需方面，新出口订单指数环比下降0.4个百分点至47.2%，5月下旬BDI指数与CCFI指数均有所回落，海外需求依然承压。
- **价格指数环比降幅较大。**5月，原材料购进价格指数环比下降5.6个百分点至40.8%，出厂价格指数环比下降3.3个百分点至41.6%，二者均降至2022年8月以来的低点。5月部分大宗商品价格下行，市场需求偏弱，带动价格指数回落。上游原材料价格降幅较大，基础原材料行业购进和出厂价格指数均降至35%以下较低水平。企业成本压力有所缓解，除原材料成本降幅较大外，物流成本也有所下降，反映物流成本高的企业占比连续6个月下降。
- **企业景气指数分化明显。**5月，大、中、小型企业PMI分别为50%、47.6%、47.9%，大型企业PMI环比上升0.7个百分点，但中、小型企业PMI环比分别下降1.6个、1.1个百分点。其中，大型企业新订单指数位于荣枯线之上，中、小型企业新订单指数则分别为46.3%、46.9%。当前市场新增需求不足，中小企业生存发展压力较大。未来需要更大力度推进惠企政策，减轻中小企业经营负担，提升市场活力，支持中小企业平稳恢复。
- **企业预期相对乐观，部分重点行业景气水平有所回升。**5月，生产经营活动预期指数环比下降0.6个百分点至54.1%，高于去年同期0.2个百分点，连续5个月保持在54%以上的较高景气区间，反映企业对行业发展相对乐观。从重点行业来看，装备制造业、高技术制造业、消费品行业PMI分别为50.4%、50.5%、50.8%，环比分别上升0.3个、1.2个、1个百分点。
- **服务业延续恢复性增长，但新增需求接续力度有所不足。**5月，服务业商务活动指数环比下降1.3个百分点至53.8%，仍高于2022年同期6.7个百分点。从需求来看，5月服务业新订单指数降幅较大，环比下降6.9个百分点，主要原因有二：一是前期市场需求集中释放导致环比基数较高，二是新增市场需求接续力度有所不足，服务业消费需求释放力度仍待加强。
- **建筑业高位回调，需求偏弱制约价格上涨。**5月，建筑业商务活动指数环比下降5.7个百分点至58.2%，仍位于较高景气区间。与服务业类似，建筑业市场需求也偏弱，5月建筑业新订单指数环比下降4个百分点至49.5%，今年以来首次降至收缩区间。需求端表现偏弱导致价格上涨动力不足，建筑业销售价格指数环比下降4.6个百分点至46.9%。
- **风险提示：**海外局势变化超预期；疫情超预期影响；政策落地不及预期。

正文目录

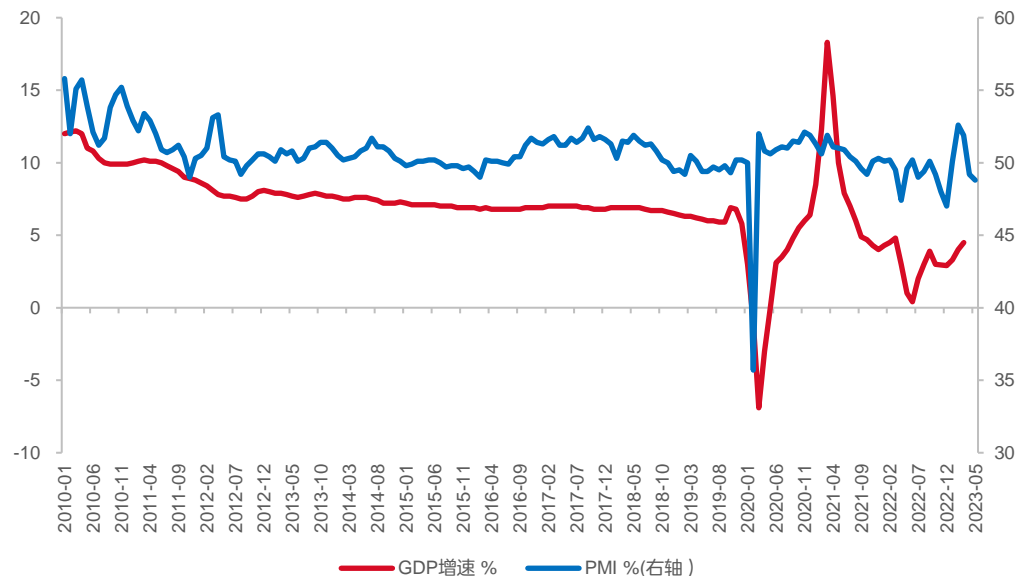
1. 制造业 PMI：景气水平继续回落.....	4
2. 非制造业 PMI：延续恢复性增长，但需求偏弱	6
3. 核心观点	8
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 GDP 增速与 PMI, %	4
图 2 制造业 PMI, %	5
图 3 制造业 PMI 各分项, %.....	5
图 4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %.....	5
图 5 BDI 指数, 点.....	5
图 6 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %.....	6
图 7 大、中、小企业 PMI, %.....	6
图 8 供应商配送时间指数, %.....	6
图 9 生产经营活动预期指数, %	6
图 10 非制造业 PMI, %.....	7
图 11 非制造业 PMI 各分项, %.....	7
图 12 建筑业 PMI, %	7
图 13 30 个大中城市商品房成交面积, 万平米	7

事件: 5月31日, 国家统计局公布5月官方PMI数据。5月制造业PMI为48.8%, 前值49.2%; 非制造业PMI为54.5%, 前值56.4%。

图1 GDP增速与PMI, %



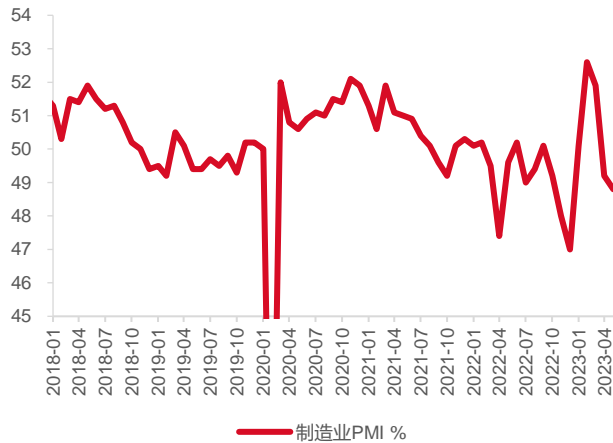
资料来源: Wind, 东海证券研究所

1.制造业 PMI: 景气水平继续回落

制造业 PMI 连续 3 个月回落。今年前 5 个月, 制造业 PMI 分别为 50.1%、52.6%、51.9%、49.2%、48.8%。5 月制造业 PMI 环比回落 0.4 个百分点, 低于去年同期的 49.6%。分项上看, 在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中, 生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数均低于临界点, 仅供应商配送时间指数高于临界点。在调查的 21 个行业中, 有 11 个行业 PMI 位于扩张区间, 行业景气度呈现一定分化。

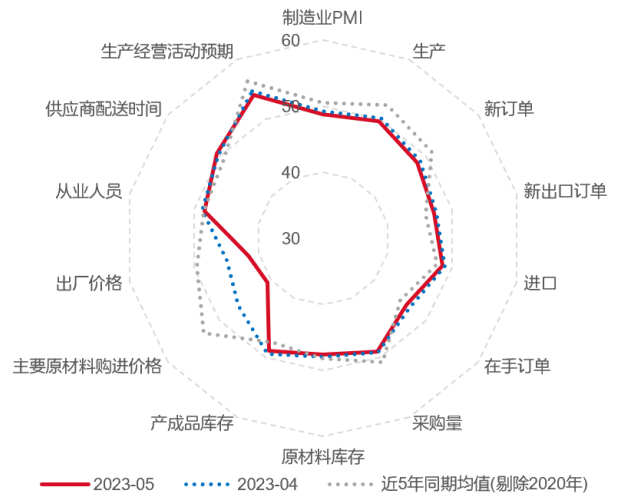
供需两端有所放缓。5 月生产和新订单指数分别为 49.6%、48.3%, 环比分别下降 0.6 个、0.5 个百分点, 二者均低于近 5 年同期均值 51.4%、49.7%, 制造业市场需求仍显不足, 制约企业生产活动扩张。外需方面, 新出口订单指数环比下降 0.4 个百分点至 47.2%, 5 月下旬 BDI 指数与 CCFI 指数均有所回落, 海外需求依然承压。从行业看, 化学原料及化学制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产和新订单指数均位于 45% 以下低景气区间; 医药、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业两个指数均连续三个月位于扩张区间, 产需保持增长。

图2 制造业 PMI, %



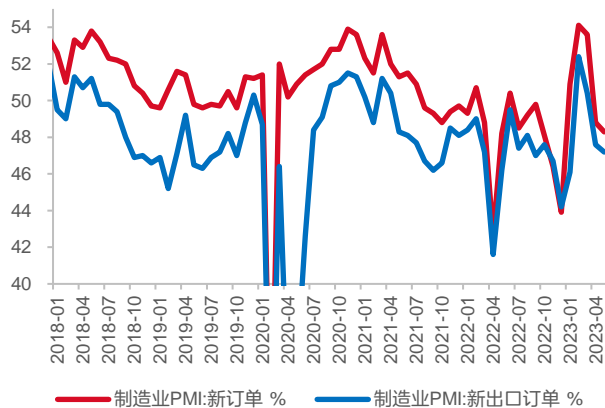
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 制造业 PMI 各分项, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 BDI 指数, 点



资料来源: Wind, 东海证券研究所

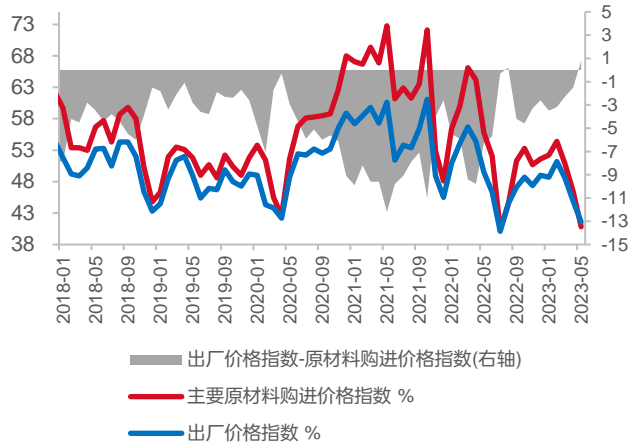
价格指数环比降幅较大。5月,两个价格指数环比均降幅较大,其中原材料购进价格指数环比下降5.6个百分点至40.8%,出厂价格指数环比下降3.3个百分点至41.6%,二者均降至2022年8月以来的低点。5月部分大宗商品价格下行,市场需求偏弱,带动价格指数回落。分行业看,上游原材料价格降幅较大,基础原材料行业购进价格指数和出厂价格指数均降至35%以下较低水平。此外,化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工行业两个价格指数均低于31%,行业市场活跃度偏低。企业成本压力有所缓解,除原材料成本降幅较大之外,物流成本也有所下降,反映物流成本高的企业占比连续6个月下降,供应商配送时间指数环比上升0.2个百分点至50.5%,供应商交货时间有所提速。

企业景气指数分化明显。5月,大、中、小型企业PMI分别为50%、47.6%、47.9%,大型企业PMI环比上升0.7个百分点,但中、小型企业PMI环比分别下降1.6个、1.1个百分点。其中,大型企业新订单指数位于荣枯线之上(50.3%),中、小型企业新订单指数分别为46.3%、46.9%。当前市场新增需求不足,中小企业生存发展压力较大。未来需要更大力度推进惠企政策,减轻中小企业经营负担,提升市场活力,支持中小企业平稳恢复。

企业预期相对乐观,部分重点行业景气水平有所回升。5月,生产经营活动预期指数环比下降0.6个百分点至54.1%,高于去年同期0.2个百分点,且连续5个月保持在54%以

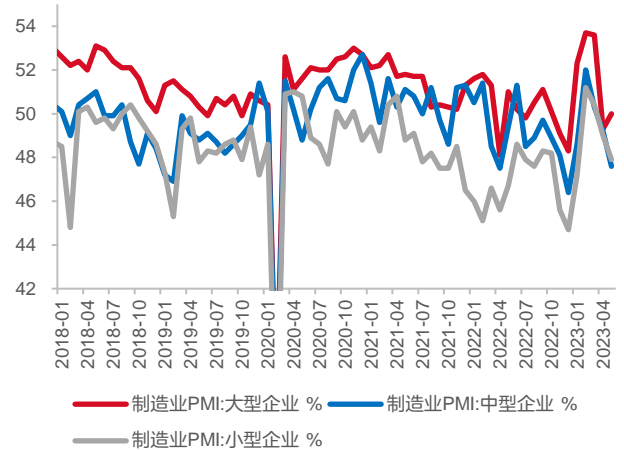
上的较高景气区间，反映企业对行业发展保持相对乐观。分行业看，在调查的 21 个行业中，有 16 个行业生产经营活动预期指数位于扩张区间，其中铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业连续 5 个月位于 60% 以上高位景气区间。从重点行业 PMI 来看，装备制造业、高技术制造业、消费品行业 PMI 分别为 50.4%、50.5% 和 50.8%，环比分别上升 0.3 个、1.2 个、1 个百分点。

图6 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 大、中、小企业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 供应商配送时间指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 生产经营活动预期指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.非制造业 PMI：延续恢复性增长，但需求偏弱

5 月，非制造业商务活动指数为 54.5%，较上月下降 1.9 个百分点，仍位于扩张区间。

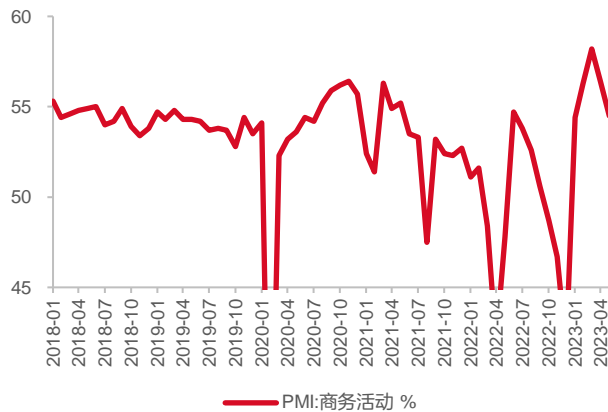
服务业延续恢复性增长，但新增需求接续力度有所不足。5 月，服务业商务活动指数环比下降 1.3 个百分点至 53.8%，仍高于 2022 年同期 6.7 个百分点，服务业延续恢复性增长。从需求来看，5 月服务业新订单指数降幅较大，环比下降 6.9 个百分点，主要原因有二：一是前期市场需求集中释放导致环比基数较高，二是新增市场需求接续力度有所不足，服务业

消费需求释放力度仍待加强。中国物流与采购联合会称“反映市场需求不足的非制造业企业比重为 52.6%，结束连续 4 个月环比下降走势，创出年内新高。”

分行业来看，在“五一”节日效应带动下，与旅游出行、线下消费和数字经济相关的服务业保持较好运行态势，其中铁路运输、航空运输、住宿、餐饮行业商务活动指数均位于 55% 以上较高景气区间，居民出行和线下消费恢复较好；电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务行业商务活动指数位于 60% 以上高位景气区间，在数字经济推动下信息服务业发展动能不断增强。此外，服务业业务活动预期指数仍位于高位（60.1%），表明企业对服务业市场恢复发展较为乐观。

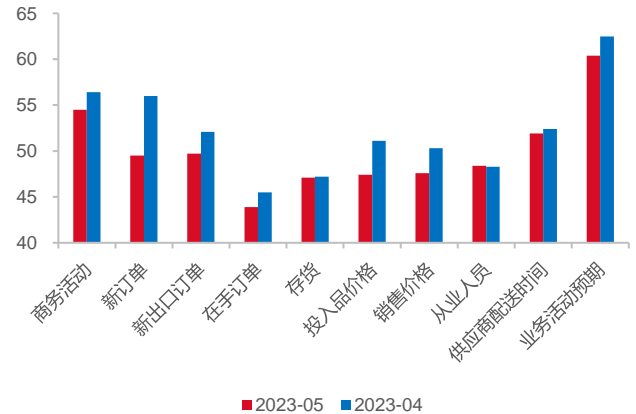
建筑业高位回调，需求偏弱制约价格上涨。5 月，建筑业商务活动指数环比下降 5.7 个百分点至 58.2%，仍位于较高景气区间，其中房屋建筑业、土木工程建筑业和建筑装饰业商务活动指数均在 55% 以上。与服务业类似，建筑业市场需求也偏弱，5 月建筑业新订单指数环比下降 4 个百分点至 49.5%，今年以来首次降至收缩区间。需求端表现偏弱导致价格上涨动力不足，建筑业销售价格指数环比下降 4.6 个百分点至 46.9%，明显低于近 5 年均值（52.5%）。截至 5 月 30 日，5 月 30 个大中城市商品房成交面积 1222 万平方米，环比下降 4.3%，楼市成交活跃度有所回落。

图10 非制造业 PMI，%



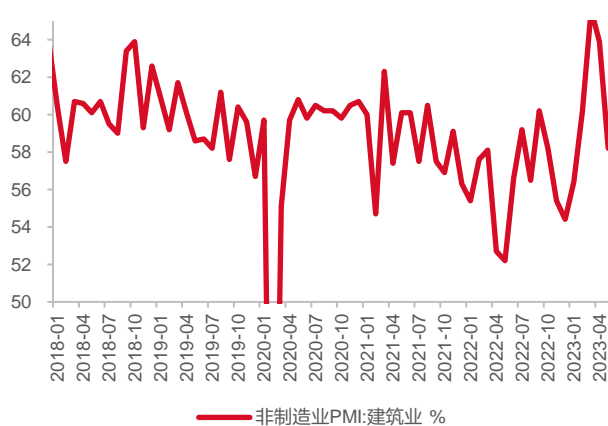
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 非制造业 PMI 各分项，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 建筑业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 30 个大中城市商品房成交面积，万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.核心观点

5月，PMI及各分项几乎全线回落，其中非制造业仍处于荣枯线以上，表现整体好于制造业，高技术、装备制造业等回升到荣枯线以上。非制造业PMI虽环比回落但指数水平仍位于相对高位，服务业和建筑业延续恢复性增长。制造业PMI在收缩区间内进一步回落，显示制造业恢复动能有所不足，供需两端均有放缓。当前经济恢复面临的主要问题是市场新增需求偏弱，制造业、服务业、建筑业新订单指数环比均有不同程度下降。同时，企业景气水平分化明显，中小企业生存发展压力较大。往后看，经济恢复近期可能会继续低于预期，需要国家进一步出台提振、扩大内需的政策措施，以使经济稳定在理想的增速范围内。考虑到去年同期低基数效应，二季度经济增长有望延续回升态势，但增速可能会低于预期。

4.风险提示

- 1) 海外局势变化超预期：国际地缘政治存在不稳定因素，中美关系具有不确定性；
- 2) 疫情超预期影响：新冠病毒若出现新变种，可能引发疫情反复；
- 3) 政策落地不及预期：政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

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, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦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负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8621) 20333619
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 电话: (8610) 59707105
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089