

2023年05月31日

消费 K 型修复，经济动能暂弱，政策窗口将近——

宏观研究团队

兼评 5 月 PMI 数据

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2023年5月官方制造业 PMI 48.8%，前值 49.2%，预期 49.5%；5月官方非制造业 PMI 54.5%，前值 56.4%，预期 56.4%。中国企业经营状况指数(BCI)为 55.0%，前值 58.8%。

● 制造业：PMI 延续走弱，分项全面下滑

(1)经济内生动能仍弱，5月 PMI 分项全面下滑。结构上，供给和需求均下行，内外需双弱但内需下滑幅度更大。

(2)制造业延续去库，价格水平大幅下行，预计 5 月 PPI 同比降至-4.4%。内需偏弱拖累工业品价格，5 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格大幅下滑，中下游成本压力进一步缓解。根据高频指标，我们预计 5 月 PPI 环比可能在-0.8%左右，同比为-4.4%左右。

(3)中小型企业经营生产承压。此前中央释放支持民营经济信号对应 4 月中小企业 PMI 改善，但目前仍处于等待政策出台落实的观望阶段，民企信心和预期再度转弱。

● 服务业：PMI 连续 5 个月改善，结构上呈现 K 型分化

(1)服务业：PMI 连续 5 个月改善但业务预期下滑。百度地图消费指数显示，五一期间居民出行和消费意愿高涨，但五一假期过后居民消费活动可能存在一定挤出。

(2)疫情期间的居民资产 K 型映射至疫后消费的 K 型修复。五一出境游和国内游的人均消费支出分别为 2019 年的 139%、85%，高端消费和低端消费明显分化，高端量价齐升、低端量增价跌；此外，2023 年春节三亚酒店五星级和三星级以下涨幅较高，即两端高、中间低。消费结构分化或为疫情期间不同收入群体资产 K 型增长的映射。招商银行财报显示，疫情期间私行客户、零售客户资产扩张，而中产的金葵花客户资产受损，2023 年全年来看可能呈现为高端和低端消费改善较快，并伴随一定程度的消费降级。

● 建筑业：景气度大幅下滑拖累非制造业 PMI，预计 5 月基建增速为 9.0%

5 月建筑业 PMI 大幅下行 5.7 个百分点至 58.2%，新订单指数为年内首次低于荣枯线。资金端，4 月、5 月地方新增专项债发行规模回落，对基建增速造成一定拖累。预计新一批额度最快于 6 月中下旬发出。此外，需关注后续国常会加码政策性金融工具的可能性。综合高频开工来看，5 月基建增速将延续下滑态势，或落在 9.0%。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《美国两党就债务上限达成协议——宏观周报》-2023.5.28

《“战略相持”待破，政策窗口将近——4 月企业利润点评——宏观经济点评》-2023.5.28

《人民币汇率并不存在中长期持续贬值基础——宏观经济点评》-2023.5.19

目 录

1、 制造业：PMI 延续走弱，分项全面下滑	3
2、 非制造业：服务业延续改善但 K 型分化趋显，建筑业预期显著回落	4
3、 风险提示	7

图表目录

图 1： 5 月制造业 PMI 分项全面回落，价格水平下行较快	3
图 2： 高炉开工率低于 4 月	4
图 3： 汽车轮胎开工率低于 4 月	4
图 4： 服务业景气度连续 5 个月改善	5
图 5： 五一节假日对消费存在挤出	5
图 6： 疫情期间，不同收入群体资产 K 型增长	5
图 7： 2023 年春节三亚酒店价格曲线为 K 型	5
图 8： 五一期间，国内旅游量增价跌，出境旅游人均消费远超 2019 年	6
图 9： 建筑业景气下行	6
图 10： 水泥开工率平稳、发运率向上	6
图 11： 石油沥青开工见底	7
图 12： 挖机开工小时数同比转负	7

2023年5月官方制造业PMI 48.8%，前值49.2%，预期49.5%；5月官方非制造业PMI 54.5%，前值56.4%，预期56.4%。中国企业经营状况指数(BCI)为55.0%，前值58.8%。

1、制造业：PMI 延续走弱，分项全面下滑

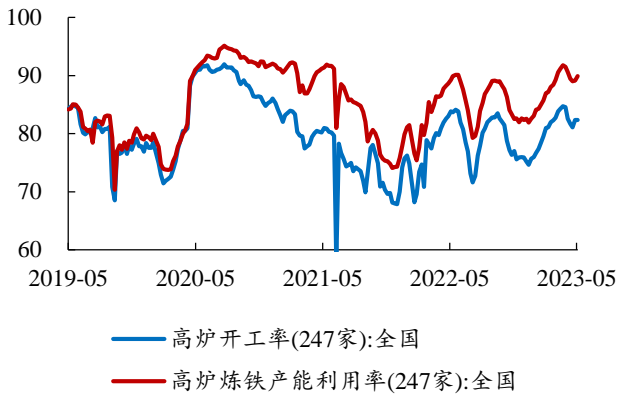
(1)经济内生动能仍弱，5月PMI分项全面下滑，供需回落、内需收缩幅度大于外需。5月制造业PMI为48.8%、较前值下滑了0.4个百分点，连续2个月位于荣枯线下。供给端看，PMI生产为49.6%、较前值下滑了0.6个百分点；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下滑了0.5、0.4、0.3个百分点至48.3%、47.2%、49.0%，结构上，供给和需求均下行，内外需双弱但内需下滑幅度更大。

图1：5月制造业PMI分项全面回落，价格水平下行较快

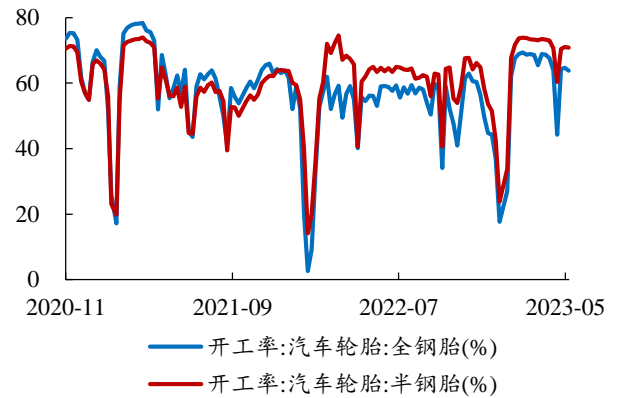


数据来源：Wind、开源证券研究所

生产方面。具体来看，5月高炉开工率为82.4%，小幅低于4月水平；螺纹钢周均产量大幅下行至269.5万吨；化工链开工PX向下、PTA向上；汽车全钢胎和半钢胎开工率为63.8%、70.9%，同样小幅低于4月；秦皇岛港煤炭库存接近前值；水泥价格指数下滑至124.0，连续3个月下行。

图2：高炉开工率低于4月


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：汽车轮胎开工率低于4月


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)制造业延续去库，价格水平大幅下行，预计PPI同比降幅继续扩大。5月PMI原材料库存、产成品库存分别为47.6%、48.9%，表明制造业整体仍在去库。内需偏弱拖累工业品价格，5月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为40.8%、41.6%，较前值分别大幅下滑了5.6、3.3个百分点，连续3个月下行。高频指标显示，截至5月19日的生产资料价格指数环比回落2.9%，5月南华工业品指数与CRB工业原料现货指数环比分别回落7%和1.3%，我们预计5月PPI环比可能在-0.8%左右，同比为-4.4%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为0.8%（前值-1.5%），中下游成本压力进一步缓解。

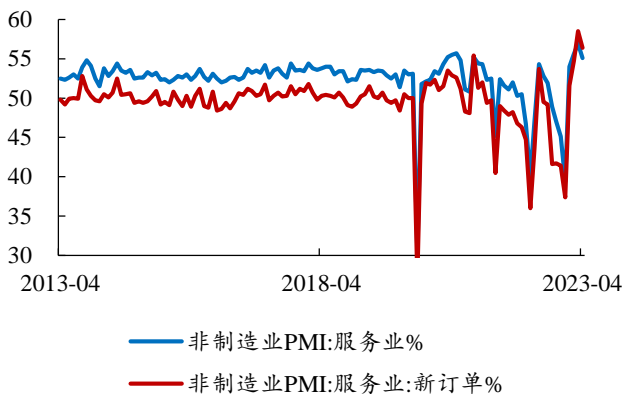
(3)中小企业景气承压。5月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别为50.0%、47.6%、47.9%。此前中央释放支持民营经济信号对应4月中小企业PMI改善，但目前仍处于等待政策出台落实的观望阶段，基本面和政策面均未有积极信号，民企信心和预期再度转弱。5月中国企业经营状况指数（BCI）为55.0%、较前值下行了3.8个百分点。与PMI不同，BCI指数主要向民营中小企业询问其对“未来6个月”的预期，即民企小幅下调了2023下半年的经营改善幅度。

2、非制造业：服务业延续改善但K型分化趋显，建筑业预期显著回落

(1)服务业：连续5个月改善但预期下滑。5月服务业PMI为55.1%，表征需求的PMI服务业新订单指数为49.5%，表征预期的服务业业务活动预期指数为60.1%，仅持平该指标60%的“实际荣枯线”¹。分行业来看，交通运输、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等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间。我们跟踪的百度地图消费指数显示，五一期间居民出行和消费意愿高涨，但五一假期过后居民消费活动可能存在一定挤出。

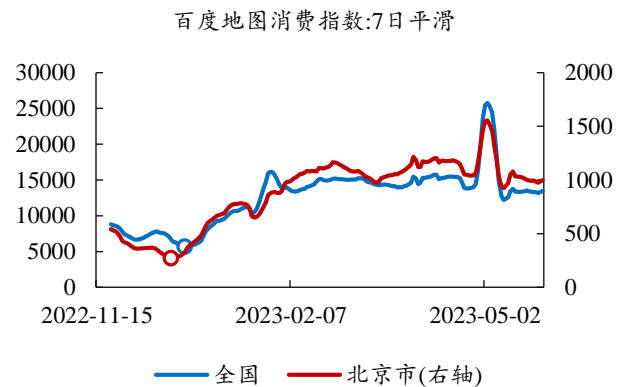
¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》。服务业业务活动预期指数自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2022年疫情期间最低为53.0%，历年均值为59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此服务业业务活动预期指数的“实际荣枯线”为60%。同理，建筑业PMI的“实际荣枯线”亦为60%。

图4：服务业景气度连续5个月改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

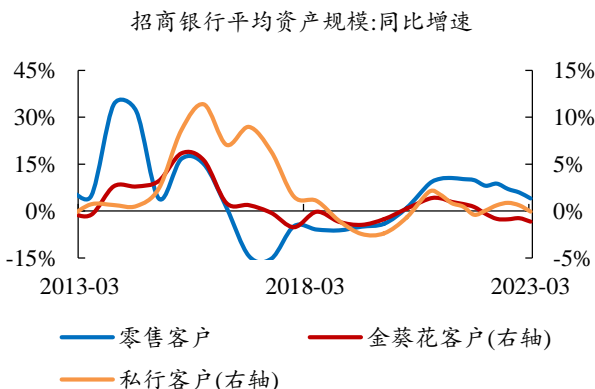
图5：五一节假日对消费存在挤出



数据来源：百度地图、开源证券研究所

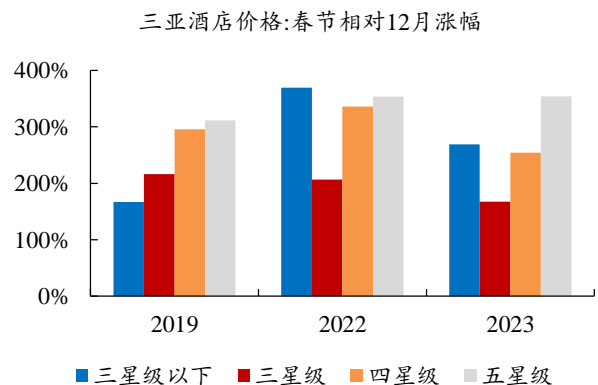
疫情期间的居民资产K型映射至疫后消费的K型修复。五一出境游和国内游的人均消费支出分别为2019年的139%、85%，机票头等舱、商务舱订单涨幅超过经济舱水平，高端消费和低端消费明显分化，高端量价齐升、低端量增价跌；此外，2023年春节期间三亚酒店五星级和三星以下涨幅较高，即两端高、中间低，而疫情前酒店星级和价格涨幅为线性增长关系。消费结构分化或为疫情期间不同收入群体资产K型增长的映射。招商银行财报显示，疫情期间私行客户（1000万元以上）、零售客户（50万元以下）资产扩张，而中间的金葵花客户（50-1000万元）资产受损，2022年私行、零售、金葵花的人均资产规模增速分别为0.6%、6.0%、-0.8%，因此2023年全年来看可能呈现为高端和低端消费改善较快，并伴随一定程度的消费降级。

图6：疫情期间，不同收入群体资产K型增长



数据来源：招商银行财报、开源证券研究所

图7：2023年春节三亚酒店价格曲线为K型



数据来源：海南省发改委、开源证券研究所

图8：五一期间，国内旅游量增价跌，出境旅游人均消费远超2019年

场景	细项	口径	2023	2019五一为100%	2022五一为100%
旅游	收入(亿元)	文化旅游部	1480.56	101%	229%
	人次(亿人)	文化旅游部	2.74	119%	171%
	人均支出(元)	文化旅游部	540.35	85%	159%
酒店	入住率(%)	STR	91%	97%	
	均价(元)	STR	865	133%	
出境游	人次(万人)	国家移民管理局	314.5	59%	320%
	人均消费	支付宝		139%	
零售	收入(亿元)	商务部			113%
餐饮	收入(亿元)	商务部			158%
观影	收入(亿元)	猫眼电影	13.1	86%	497%
	人次(亿人)	猫眼电影	0.32	93%	422%
出行	发送旅客(亿人)		2.7	81%	263%
	铁路(亿人)		0.91	122%	564%
	公路(亿人)		1.63	70%	199%
	水路(亿人)	交运部	0.07	34%	214%
	民航(亿人)		0.09	104%	607%
	机票价格(元)		1211	139%	
	高速公路客流量(亿辆)		3.1	121%	202%

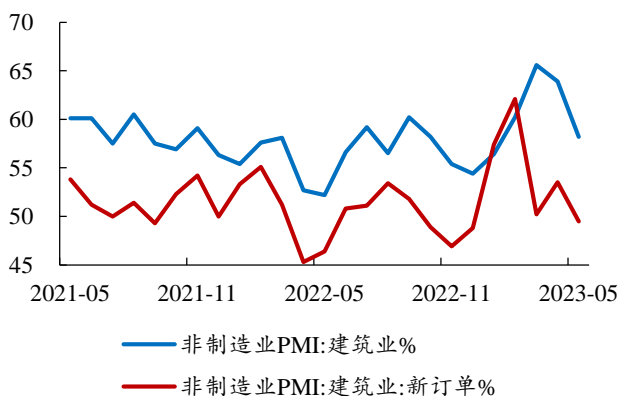
数据来源：文旅部、国家移民管理局、商务部、猫眼电影、交运部、开源证券研究所

(2)建筑业：5月基建增速或下滑至9.0%。5月建筑业PMI大幅下行5.7个百分点至58.2%，若按60%的“实际荣枯线”来看5月建筑业已呈现边际收缩。其中，新订单指数为49.5%、年内首次低于荣枯线。

资金端，2023年地方新增专项债发力靠前，一季度完成提前批额度的56%，但4月、5月发行规模明显回落，对基建增速造成一定的拖累。根据21世纪经济报道，新一批地方债额度已下达省级财政部门，考虑到额度分配市县、匹配项目、调整预算方案等流程仍需时间，新一批专项债的实际发行或待6月中下旬。此外，需关注后续国常会加码政策性金融工具的可能性。

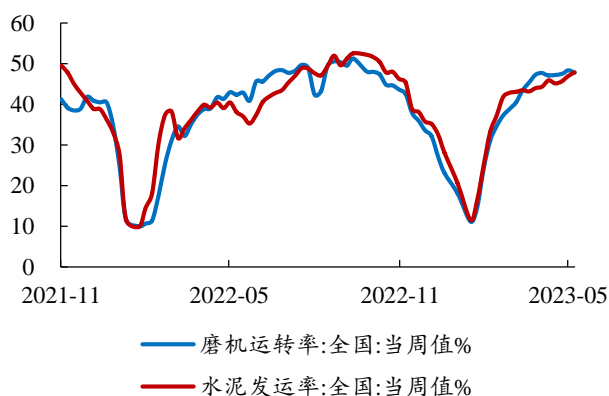
开工端，5月水泥开工率为47.8%、几乎持平4月，水泥发运率改善了2.0个百分点至47.9%；5月石油沥青开工见底回升至31.8%；4月挖机开工小时数同比为-0.7%、年内首次负增长，挖掘机销量延续承压。综合高频开工来看，5月基建增速可能延续下滑态势、或将落在9.0%。

图9：建筑业景气下行



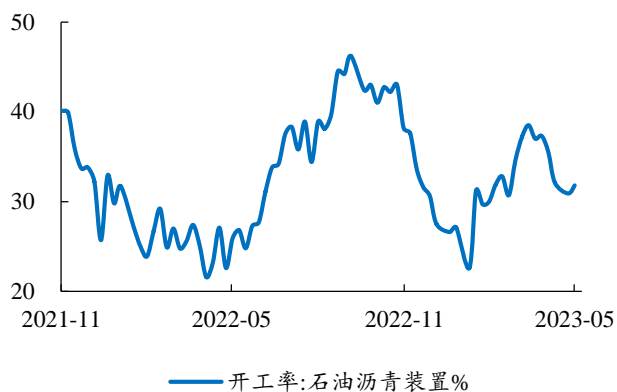
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：水泥开工率平稳、发运率向上



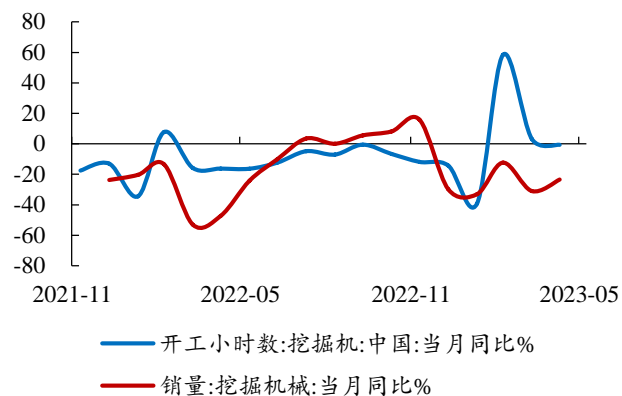
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11: 石油沥青开工见底



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 挖机开工小时数同比转负



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn