

分化保持，内需趋弱，政策处于观察期

5月PMI点评

核心内容：

- **PMI数据情况** 2023年5月份中采制造业PMI指数48.8，比4月份下行0.4，低于近年均值1.6，低于49.5%的市场预期并连续两个月处于萎缩区间。非制造业PMI录得54.5，比4月份下行1.9，高于近年均值2.3；建筑业PMI录得58.2，比上月下行5.7，高于近年均值0.5。中采先进制造业EPMI录得50.7，比上月回落2.4，低于近年均值3.1。
- **淡季叠加需求弱，产需与价格均下行，库存有所去化** 5月份制造业PMI下行的幅度继续高于预期，这主要是由于（1）前期积压的报复性需求消耗；（2）工业生产在5、6月份处于淡季；（3）短期政策支持“见顶”的情况下，居民收入缓慢改善，地产链相关内需疲弱带动投资不振，预期的恶化也率先由大宗商品价格下行反映出来。产成品库存整体回落但水平仍不低，原材料库存继续下行显示库存仍有降低空间，弱需求导致去库存短期继续。仅从制造业PMI的环比表现看，本月下行幅度在生产淡季并不突出，弱恢复趋势也还没有被打破，但信心的下行值得政策层关注。我们认为市场目前处于“盈利底、政策顶”的组合下，一方面内需不强导致企业盈利处于底部但回升斜率不确定性较高，另一方面政策层仍在观察货币和财政政策前置的效果，且海外金融与经济形势在二季度后会更加明朗，因此政策短期发力空间受到限制，但三季度更有希望打开。
- **非制造业保持扩张，但环比下行，服务业减轻就业压力** 5月非制造业环比回落但较为平稳，建筑业下行幅度大于服务业，就业小幅改善；考虑到一季度修复期形成的高基数，非制造业依然不弱。非制造业全国经营活动状况下降1.9至54.5，高于近年均值2.3。服务业方面，经营活动状况下行1.3至53.8，新订单下降6.9至49.5显示需求同样承压，收费价格下行。建筑业由于房建和土木工程环比回落而走低，建筑安装表现较好；房地产环比继续回落。内生修复依然倚重于服务业，但其也显示出需求放缓的迹象，这在报复性反弹后与居民收入的缓慢修复是匹配的。服务业的修复是失业率从去年5.7%的高峰回落至5.2%的重要因素，全年新增就业目标易达成，但24岁以下群体面临压力。
- **需求不足下的“盈利底与政策顶”** 4月PMI确认了内生修复在制造和服务业间的分化以及经济面临的需求不足，而总需求疲弱在5月份更加明显。短期“政策顶”是由于二季度是对此前财政与货币政策效果的观察期，如果7月公布的二季度数据显示总需求仍需政策发力稳固，那么货币政策方面的降息降准、政策开发性金融工具、包括汽车消费支持等有针对性的刺激值得期待。尽管PPI同比增速的底部位置所对应的盈利底大概率在二季度出现，但改善斜率仍不确定，同时也存在类比2012-15年工业品通缩周期的担忧。我们认为本轮下行和此前的PPI通缩存在区别，但随着地产需求中枢的下移，产能过剩的风险仍然存在。因此政策方面除了新产业的投资，也不排除调整更新传统产能的方案出台，政策方向在观察期过后才会进一步明朗。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

核心风险：地产超预期恶化的风险、海外经济意外出现深度衰退的风险

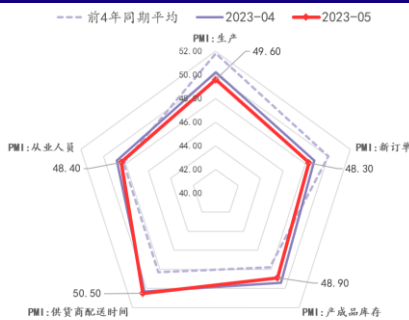
2023年5月份中采制造业PMI指数48.8，比4月份下行0.4，低于近年均值1.6，低于49.5%的市场预期并连续两个月处于萎缩区间。非制造业PMI录得54.5，比4月份下行1.9，高于近年均值2.3；建筑业PMI录得58.2，比上个月下行5.7，高于近年均值0.5。中采先进制造业EPMI录得50.7，比上月回落2.4，低于近年均值3.1。尽管上月基数不高，但制造业PMI进一步回落，积压订单的消耗、生产淡季和内需偏弱为产需造成压力；制造业和非制造业的分化保持。

一、淡季叠加需求弱，产需与价格均下行，库存有所去化

5月份制造业PMI下行的幅度继续高于预期，这主要是由于（1）前期积压的报复性需求消耗；（2）工业生产在5、6月份处于淡季；（3）短期政策支持“见顶”的情况下，居民收入缓慢改善，地产链相关内需疲弱带动投资不振，预期的恶化也率先由大宗商品价格下行反映出来。仅从制造业PMI的环比表现看，本月下行幅度在生产淡季并不突出，弱恢复趋势也没有被打破，但信心的下行值得政策层关注。我们认为市场目前处于“盈利底、政策顶”的组合下，一方面内需不强导致企业盈利处于底部但回升斜率不确定性较高，另一方面政策层仍在观察货币和财政政策前置的效果，且海外金融与经济形势在二季度后会更加明朗，因此政策短期发力空间受到限制，但三季度更有希望打开。

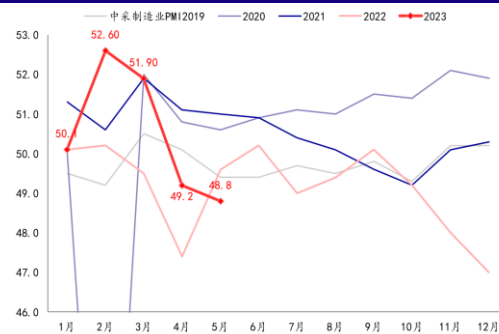
5月份生产回落0.6至49.6，进入萎缩区间，15个主要行业中有11个的产量低于往年同期均值，下行的幅度略高于需求。尽管库存有所去化，但内需的缓慢修复和较弱的预期依然压制生产在淡季改善的空间。一季度需求的报复性反弹形成的积压订单消耗完毕，二季度是工业生产的相对平淡期，同时国内总需求以及不算低的库存水平限制供给的扩张，但也阻止更大幅度的下行，更清楚的趋势变化可能需要等到三季度。行业间生产分化明显，5月表现较好的有医药（环比+8.5%）和化学原料及制品（+10.2%）。大宗商品价格下跌的同时产量迅速降低，黑色系下行至疫情以来最低位，有色金属、非金属矿物制品、金属制品和化纤及橡胶塑料产量均下降。汽车处于自身的淡季导致产量下降，而设备类表现尚可。海外重要经济体同样处于制造业弱于服务业的状态：美国制造业PMI仅从底部边际改善，欧元区制造业在消化完积压订单后进一步下行。在缺乏政策刺激的情况下，经济结构转型与内生修复意味着制造业短期继续面临内外压力，二季度仍是观察期。

图 1：中采制造业 PMI 分项变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单和出口订单回落，内需降幅依然更大，政策对需求处于观察期。全国订单指数下行0.5至48.3，低于近年均值1.8，出口订单下降0.4至47.2，高于近年均值3.9。本月内需下行幅度更强，商品类、纺织服装和汽车制造回落明显，设备和消费类需求尚可，但内需整体不足导致经济环比继续弱化。外需虽然同样走弱，但与往年比较并不弱，出口中需求显著走弱的主要是农副食品和纺织服装业，黑色、

有色金属和汽车也降低较多。不过，外需中设备类需求展现出韧性，体现设备类在贸易中有一定竞争力。政策层对国内和海外的需求似乎仍处于观察期：国内方面，财政前置以及一季度超量的信贷和社融仍可能转化为实物工作量、居民需求缓慢改善的趋势暂未改变、经济转型期的压力也并非意料之外，尽管内需不足的矛盾愈发突出，二季度可能需要观察并确认总需求下行的幅度。海外方面，二季度也是观察美联储货币紧缩是否暂停以及欧元区弱复苏预期实现情况的时点。因此，政策短期依旧处于观察期，进一步的精准支持需要三季度国内外情况明确后才更有望释放。5月订单绝对值表现较强的有医药、专用设备、电器机械及器材、有色金属和计算机通信电子设备；环比回落较多的有纺织服装、有色金属、黑色金属、汽车制造等。出口订单较好的有专用设备、化学原料及制品、医药、电器机械及器材和计算机通信电子设备。

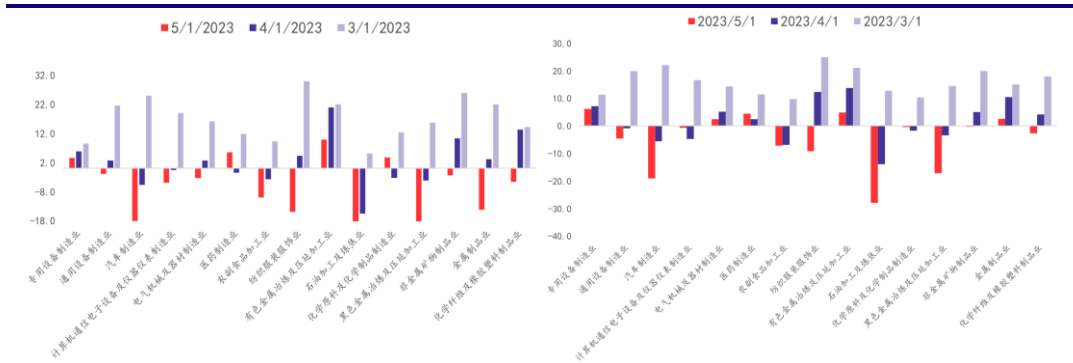
配送小幅加快，影响不大。5月配送时间指标回升0.2至50.5，高于近年均值3.1，对PMI影响微弱。前期的积压的配送需求释放，不形成显著干扰，需求才是主要制约。

产成品库存整体回落但水平仍不低，原材料库存继续下行显示库存仍有降低空间，弱需求导致去库存短期继续。5月产成品库存下行0.5至48.9，高于近年均值1.2；原材料库存指数下行0.3至47.6。因对需求的预期不振，制造业仍处于主动去库存状态，产成品高于均值的状态表明未来库存还有小幅下行的空间，短期压制生产。同时，大宗商品库存的去化也防止更大幅度的价格下行，但PPI恢复的斜率将较为疲弱。行业方面，库存去化较多的包括农副食品加工、石油加工及炼焦、纺织服装、通用设备、电器机械和黑色金属；计算机通信电子设备和化学原料及制品库存从低位略有恢复。

价格反映总需求不足的预期较强，PPI依然显示盈利底，但回升斜率平缓。5月份购进价格40.8(-5.6)，大幅低于均值，黑色价格处于历史最低位，出厂价格41.6(-3.3)。购进价格下行幅度大于出厂价格对PPI短期回升斜率并不是好消息，部分产品材料成本下行后利润空间的上升可能使生产扩张并增加供给，存在进一步压低价格的风险。我们此前预期PPI在5月份可能处于底部，但弱需求且政策力度平缓之下PPI回升的斜率和政策是否加力支持都要等到二季度“观察期”结束后才能更好判断。

图 3：各行业生产与往年同期均值差 (%)

图 4：各行业新订单与往年同期均值差 (%)



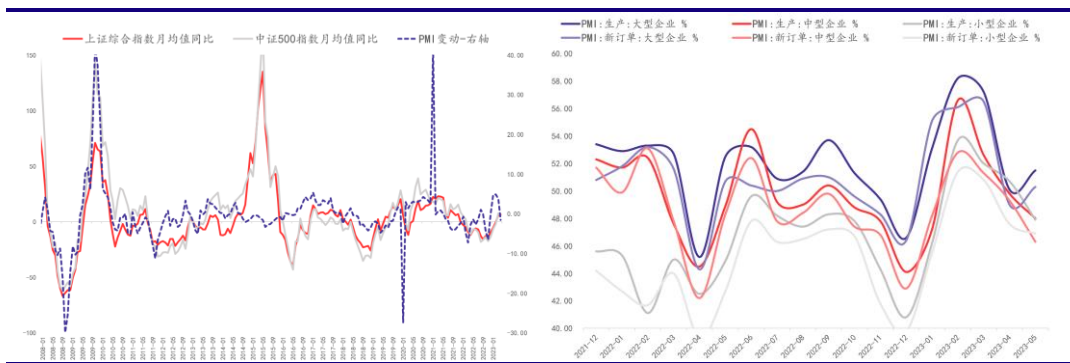
资料来源：中采咨询，中国银河证券研究院整理

资料来源：中采咨询，中国银河证券研究院整理

大企业景气度回升，中小企业继续下降，就业相对稳定。5月大型企业PMI回升0.7至50.0，中型企业下行1.6至47.6，小型企业下行1.1至47.9。大企业的回升主要由于上月的低基数以及其与政策支持项目关联度较高带来的稳定性，产需均有恢复。中小企业在内外需求不振、政策支持项目实物工作量扩散需要时间的情况下继续保持弱势，小企业主动去库存趋势明显。尽管如此，各类企业就业方面相对平稳，较缓的内生修复对就业方面施加压力并不大。

图 5：PMI 的向下阻碍股指修复

图 6：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、非制造业保持扩张，但环比下行

5月非制造业环比回落但较为平稳，建筑业下行幅度大于服务业，就业小幅改善；考虑到一季度修复期形成的高基数，非制造业依然不弱。非制造业全国经营活动状况下降1.9至54.5，高于近年均值2.3。服务业方面，经营活动状况下行1.3至53.8，新订单下降6.9至49.5显示需求同样承压，收费价格下行。建筑业由于房建和土木工程环比回落而走低，建筑安装表现较好；房地产环比继续回落。

生产性服务业下行但运输类仍有韧性，道路运输和航空虽然回落，但在高基数下分别保持57.9和67的高位，水上运输上行至60.7，但邮政业大幅回落至52.8；居民活动半径扩大和商旅修复仍在支撑服务业，道路和航空运输新订单依旧较强，但水运、批发和邮政业需求回落。消费性服务中电信、互联网和餐饮环比上行，住宿和商务服务回落，其中住宿下行幅度较大；需求方面，消费服务由于高基数和积压需求释放完成也有下降，住宿类环比降低至43.8。内生修复依然倚重于服务业，但其也显示出需求放缓的迹象，这在报复性反弹后与居民收入的缓慢修复是匹配的。服务业的修复是失业率从去年5.7%的高峰回落至5.2%的重要因素，全年新增就业目标易达成，但24岁以下群体面临压力。

建筑业回落幅度更大，5月份建筑业经营活动状况下行5.7至58.2，高于近年均值0.5，虽然基建开工和保交楼提供一定支持，但政策难以继续加码。其中，土木工程建筑业下行8.7至61.7，房屋建筑回落8.5至55.6，建筑安装环比回升10.3至58.3，地产弱势对投资和开工的影响显现。房地产环比下行2.0至46.7，新订单回落2.7至41.8，低于近年同期均值。尽管有政策拖地，私人部门资产负债表受损后需要时间恢复，内生修复的性质又决定了修复的斜率平缓，这限制了地产链的表现。在政策观察期过后，三季度政策出台值得期待。

图 7: 服务业 PMI 继续回升 (%)

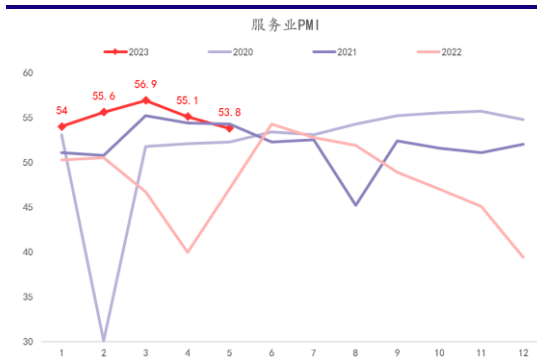
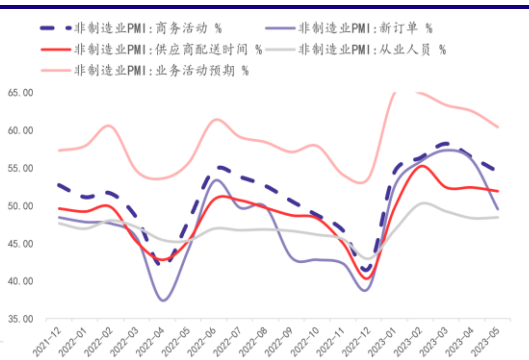


图 8: 非制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、需求不足下的“盈利底与政策顶”

1、2 月份 PMI 经历了需求环比快速反弹以及供给的追赶，3 月份则展现出斜率更缓的增长，4 月则确认内生增长在制造和服务业间的分化以及经济面临的需求不足，这种总需求疲弱在 5 月份更加明显。虽然政治局会议做出了内生复苏动力不强的判断，对政策加力的期望是合理的，但二季度作为观察期的政策空间不大。

从政治局的重点任务排序看，“加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系”排在“恢复与扩大需求”之前，因此政策的长期目标仍然围绕现代产业体系和国家安全等主线展开，对消费等方面的刺激政策可能比较有限，更多依赖内生增长。当然，短期“政策顶”是由于二季度是对此前财政与货币政策效果的观察期，如果 7 月公布的二季度数据显示总需求仍需政策发力稳固，那么货币政策方面的降息降准、政策开发性金融工具、包括汽车消费支持等有针对性的刺激值得期待。

尽管 PPI 同比增速的底部位置所对应的盈利底大概率在二季度出现，但改善斜率仍不确定，同时也存在类比 2012-15 年工业品通缩周期的担忧。虽然我们认为本轮下行和此前的 PPI 通缩存在区别（详见《工业品通缩周期的投资-2012 至 2015 年复盘》），但随着地产需求中枢的下移，产能过剩的风险仍然存在。因此政策方面除了新产业的投资，也不排除调整更新传统产能的方案出台，政策方向在观察期过后才会进一步明朗。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券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，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn