

后期经济修复将主要倚重服务业反弹，基建投资也会保持较高增速

—— 2023年5月PMI数据点评

王青 闫骏 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023年5月，中国制造业采购经理指数（PMI）为48.8%，低于上月的49.2%；5月，非制造业商务活动指数为54.5%，低于上月的56.4%。

5月PMI数据要点解读如下：

5月制造业PMI指数较上月回落0.4个百分点，连续两个月处于收缩区间，不及市场普遍预期。我们分析主要有两个原因：一是后疫情时期制造业PMI较快进入低位运行阶段，是全球经济运行中的一个普遍规律；二是当前国内需求普遍不足，海外需求也在下降，下一步政策面在稳投资的同时，需要进一步加大促消费的政策支持力度。

首先，近期制造业PMI指数持续低位运行，符合后疫情阶段经济修复动力切换的普遍规律。一般来说，疫情冲击结束后，商品消费通常会出现一个强劲修复阶段，但持续时间相对较短，而服务业修复的持续时间会更长——这部分源于疫情期间服务业受到的冲击更大。事实上，这是过去一段时间全球经济运行的一个普遍规律。可以看到，年初以来无论是美、欧、日等发达经济体，还是印度、巴西等新兴经济体，都出现了服务业PMI指数远高于制造业PMI指数的情况；其中除印度之外，其他主要经济体制造业PMI指数都持续处于收缩区间。另外，今年1-4月，摩根大通全球制造业PMI指数也一直处于收缩状态，而全球服务业PMI指数则始终位于荣枯平衡线上方。

其次，具体从5月制造业PMI指数构成来看，新订单指数和生产指数同步下行，分别比上月低0.5和0.4个百分点。其中新订单指数为48.3%，连续两个月处于收缩区间。高频数据显示，5月主要城市地铁出行数据走弱，表明居民线下消费环比大幅回升势头接近尾声。5月生产指数为49.6%，在连续3个月运行在扩张区间后落至荣枯线以下，与当月钢铁、汽车、化工等行业开工率较4月降多升少、整体走弱相印证。另外，5月新订单指数依然明显低于生产指数，显示当前制造业“供强需弱”特征依然较为突出。这进一步印证了4月28日中央政治局会议所做的判断，“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。

我们分析认为，当前需求不足主要来自两个方面：一是居民消费有待进一步提振。1-4月社会消费

品零售总额累计同比增长 8.5%，其中 4 月当月同比增速高达 18.4%，与去年四季度疫情冲击下的同比下降 2.7% 相比，出现明显好转。但这主要源于上年同期疫情高峰带来的低基数影响，扣除低基数效应，4 月社会消费品零售总额的 4 年平均增速为 3.9%，其中 4 月社会消费品零售总额的 4 年平均增速为 3.4%，较上月回落 1.1 个百分点。这不仅距疫情前 8.0%–9.0% 的常态增长水平还有一段距离，而且商品消费修复动能短期内出现了边际弱化势头。二是民间投资偏弱，1–4 月民间投资累计同比增长 0.4%，低于整体投资增速 4.3 个百分点。其中据我们测算，4 月当月民间投资同比为 -0.2%，较上月回落 0.6 个百分点。这一方面是爱近期房地产投资下滑速度加快拖累，另一方面也与 PPI 持续同比负增导致企业效益下滑，以及经济处于修复初期，市场预期还有待进一步改善等因素有关。

5 月制造业 PMI 指数中的两项价格分指数——购进价格指数和出厂价格指数分别为 40.8% 和 41.6%，较上月大幅下降 5.6 和 3.3 个百分点，都连续 3 个月下降。这一方面源于全球经济下行压力加大前景下，国际原油价格波动走低，3 月末 OPEC+ 宣布减产难以从根本上扭转这一势头；另外，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，以及煤炭进口量大幅增长，5 月这些国内主导的大宗商品价格也在边际下行。当前消费需求整体偏缓，房地产投资（特别是房地产投资中建筑安装分项）持续处于两位数同比下跌状态，则是出厂价格指数连续 3 个月处于收缩区间的主要原因。我们估计，5 月 PPI 会环比下行，同比降幅有可能进一步扩大至 4.0% 左右（上月为 -3.6%）。

5 月新出口订单指数为 47.2%，较上月大幅回落 0.4 个百分点，连续两个月处于收缩区间。我们认为，3 月我国出口同比大增，主要受年初以来积压订单集中出运带动；而上年 4 月处于上海等地疫情高峰期，低基数效应是今年 4 月出口依然保持正增长的主要原因。不过，在海外需求整体走弱背景下，伴随 5 月之后低基数效应消退，我国出口有可能持续处于同比负增长状态。近期新出口订单指数明显回落，也在一定程度上预示了这一点。这表明接下来推动经济修复，将主要依靠内需发力。

值得注意的是，5 月制造业 PMI 指数中，大型企业 PMI 指数改善至荣枯平衡线，而中、小企业 PMI 指数在收缩区间继续回落。这也是当前市场需求不足、就业压力不容低估的体现。一般而言，中小企业更接近市场终端，而且也是吸纳城镇就业的主力军。我们判断，后期政策面对小微企业的支持力度有望进一步加大。

5 月服务业 PMI 指数为 53.8%，低于上月 1.3 个百分点，主要原因是环比基数较高，但该指标仍连续 4 个月位于较高景气区间。当前服务业景气水平偏高，表明疫情冲击消退后，各类服务行业景气度低位反弹过程仍在延续。其中，5 月与商务服务相关行业 PMI 指数偏高，铁路运输、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；另外，当前服务业新动能行业发展向好，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等行业商务活动指数均位于 60.0% 以上高位景气区间。这意味着接下来服务业反弹将是推动经济延续回升过程的主导力量。

5 月建筑业 PMI 为 58.2%，尽管较上月大幅回落 5.7 个百分点，但仍位于高景气区间，预示短期内基建投资还将保持较快增长水平。这会很大程度上抵消房地产投资下滑影响，稳定整体投资增速。

整体上看，尽管 5 月制造业 PMI 指数持续处于收缩区间，但在服务业、建筑业 PMI 持续处于高景气水平带动下，当月综合 PMI 产出指数继续保持在 52.9% 的较快扩张状态。这意味着整体经济回升过程仍在延续。另外，5 月制造业 PMI 指数中的生产经营活动预期指数为 54.1%，继续处于较高水平，显示企业对未来市场发展总体保持乐观。

展望未来，短期内制造业 PMI 强劲回升的可能性不大，接下来还会低位运行一段时间。不过，6 月服务业 PMI 指数仍会高位运行，综合 PMI 产出指数也将持续处于扩张区间。后者是当前观察经济修复强度的重要指标。也就是说，当前可适当淡化制造业 PMI 指数对经济修复强度的指示意义。

我们也判断，尽管近期 PMI 指数持续下行，特别是制造业 PMI 指数连续两个月处于收缩区间，但二季度经济有望延续回升过程，其中在上年同期低基数效应下，多数宏观数据同比将较快上行；另外，一季度政策面已安排新一批减税降费，并引导信贷集中靠前发力，这些政策显效需要一段时间。由此，二季度宏观政策整体上将处于观察期，重点是加快落实已有政策措施，同时密切观察经济修复态势、特别是房地产市场走势。这意味着短期内宏观政策将保持定力，其中货币政策将更加倚重结构性政策工具发力，针对小微企业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展等重点领域提供定向支持，对房地产行业的支持力度也会增加，而短期内推出总量型的降准降息措施的可能性不大。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。