

宏观点评 20230531

PMI: 最“冷”的5月, 谁会先按耐不住?

2023年05月31日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 48.8的PMI确实不好看,刷新了5月的历史新低,但是从市场的角度看,这一数据的解读显得非常微妙。往坏了说,制造业的动能相较4月进一步下滑,复苏的逻辑“岌岌可危”;不过从另一个角度看,毕竟自4月底以来市场对于经济的信心已经陷入悲观的“泥潭”,在股、汇、商等资产价格均已有的体现,而经济连续放缓无疑也提高了政策出台的概率——从历史上PMI连续两个月或以上处于50以下,政策尤其是货币政策不会袖手旁观(图1)。因此,对于5月PMI的解读也许不必过于悲观。从数据上看:

■ 5月制造业PMI再次全面降温。5月制造业PMI继续处于荣枯线以下,录得48.8%(环比-0.4pct)。细看分项数据,需求、生产、库存各方面都在降温。我们认为需求疲软是最大痛点:需求萎靡导致生产商生产动能不足,且厂商去库存过程艰难,这些都使制造业复苏“寸步难行”。

■ 内外需不足仍是掣肘。5月代表内需的新订单指数和代表外需的新出口订单指数皆跌落荣枯线:内需方面,5月PMI新订单指数录得48.3%(环比-0.5pct);外需方面,PMI新出口订单指数录得47.2%(环比-0.4pct)。企业调查显示,反映市场需求不足的企业比重为58.8%,不仅创下历史最高值,且已连续11个月超过50%,市场需求持续不足使经济回升动力偏弱。

■ 需求疲软拖累生产仍是制造业动能不足的主因。与需求端表现相似,5月PMI生产指数同样跌落荣枯线,录得49.6%(环比-0.6pct)。此外,PMI采购量为49.0%(环比-0.1pct)、PMI从业人员为48.4%(环比-0.4pct),均表明制造业生产意愿仍然不强。结合5月生产端的各项高频数据来看,高炉开工率、沥青开工率等多项指标均表明5月生产端节奏放缓。

■ 去库之路仍旧漫长。一季度PMI新订单和新出口订单指数曾“昙花一现”,库存周期表面上出现了被动去库的态势。但实际上随着前期积压的需求基本释放结束,企业再次回归主动去库,内需不足仍是痛点。整体来看,去库之路仍然漫长,我们预计去库存的阶段至少要持续到第三季度。

■ 需求不足下价格信号偏弱。受国内外市场需求连续弱势运行、大宗商品价格持续下行等因素影响,我国制造业产品市场价格连续下降。5月购进价格指数和出厂价格指数分别为40.8%(环比-5.6pct)和41.6%(环比-3.3pct),两大指数均连续3个月下降。

■ 中小企业发展压力仍存。与大型企业PMI的上升不同,5月中型企业PMI和小型企业PMI分别为47.6%(环比-1.6pct)和47.9%(环比-1.1pct)。市场经济活力依旧不足,不过随着各种优化营商环境的举措逐步落地,中小企业有望平稳恢复。

■ 非制造业仍是总量政策保持定力的原因,但景气度正在减弱。5月建筑业PMI和服务业PMI仍处于荣枯线之上,分别取得58.2%(环比-5.7pct)和53.8%(环比-1.3pct)的成绩。两大非制造业PMI的下滑也为经济复苏亮起“警示灯”,后续如何让建筑业和服务业持续发力仍是政策的重中之重。

■ 对于当前的市场而言,最怕的不是差的经济数据,而是“稳健”的数据表现。我们在之前的报告中提及过,当前存量博弈的市场破局的宏观场景主要有三种:经济表现超预期的好,市场情绪系统性转向;经济全面转弱,政策再次出手;外资成规模流入。因此,经济差反而有“柳暗花明”的机会,市场最担心的是“稳健”——在整体经济和情绪转弱的情情况下,总有那么一两个重要的经济数据表现“亮眼”,导致政策端犹豫不决。

5月PMI的数据至少验证了经济放缓的势头仍在持续,而这一状态持

相关研究

《城投的冷风,吹向哪儿?》

2023-05-29

《美国债务上限破局:攘外先安内?》

2023-05-29

续的时间越长，数据层面的一致性越高，则政策出台的可能性也就越大。

- **风险提示：**东盟、俄罗斯及其他新兴经济体经济增长不及预期，对外需拉动不足。疫情二次冲击风险对出口造成拖累。欧美经济韧性超预期，对于中国出口的拖累不足。

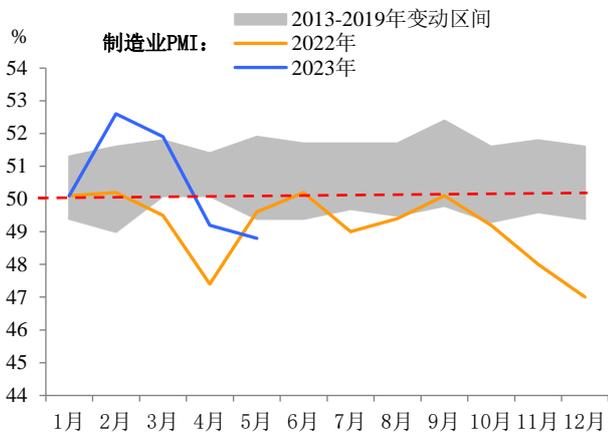
图1: 连续两个月 PMI 低于 50 后, 货币政策会怎么做?

连续第二个月制造业 PMI 低于 50 的时点	PMI 连续位于 50 以下持续的时间	货币政策操作	人民币汇率 (相对美元)
2023年5月	2个月	?	贬值
2022年11月	3个月	次月降准	贬值
2022年8月	2个月	当月降息	贬值
2022年4月	3个月	当月降准	贬值
2021年10月	2个月	两个月后降准+降息	升值
2019年6月	6个月	当月降准+三个月后降息	贬值
2019年1月	3个月	当月降准	升值
2015年9月	7个月	当月降准+前一月降息	贬值
2015年2月	2个月	当月降准+次月降息	平稳
2012年9月	2个月	\	平稳
2008年11月	5个月	当月降准+当月降息	平稳

注: 首列是 PMI 连续第二个月低于 50 所处的时点; 第三列货币政策操作当月和次月均是相较第一列而言。

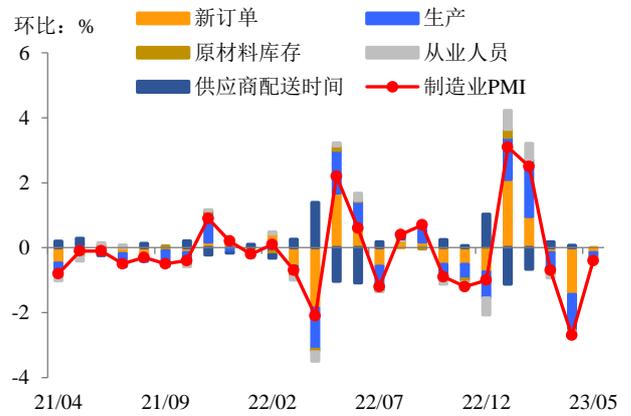
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 制造业 PMI 录得史上 5 月最低值



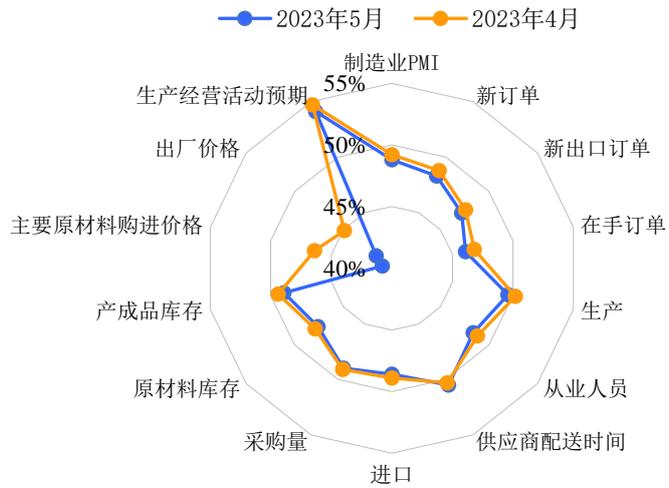
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 5月制造业 PMI 是受需求和生产的拖累



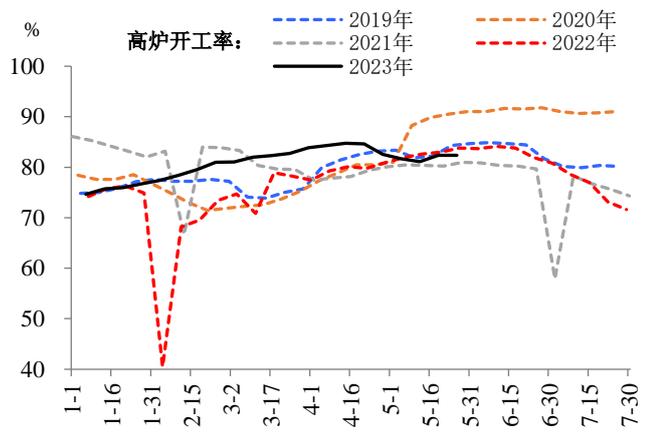
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：5月制造业 PMI 再次全面降温



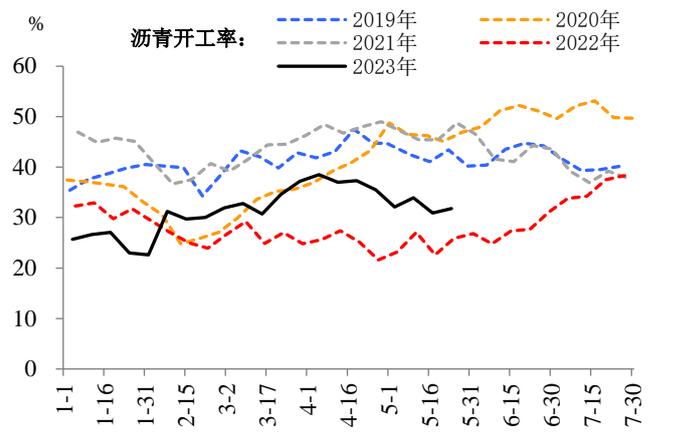
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：5月高炉开工率处于历史较低位



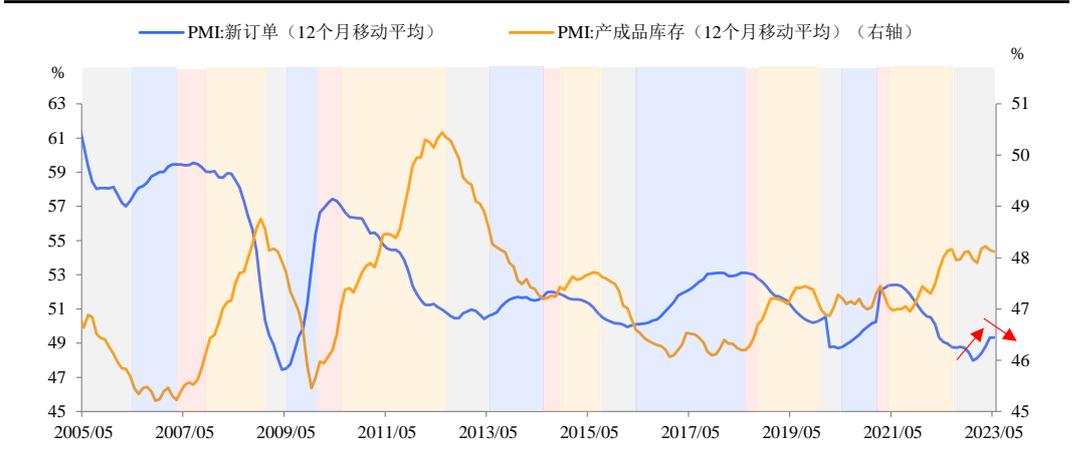
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：5月沥青开工率同样表现不佳



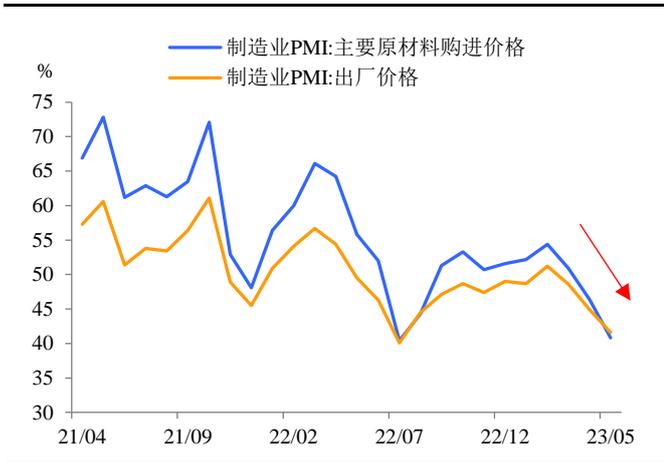
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：需求端的“昙花一现”也难以扭转主动去库发展态势



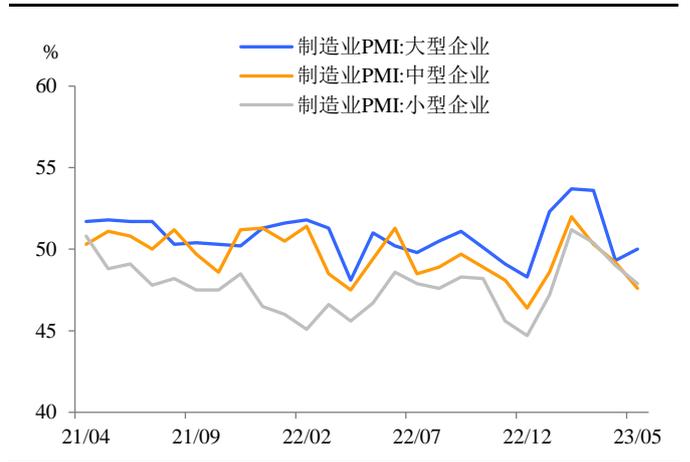
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：制造业产品市场价格连续3个月下降



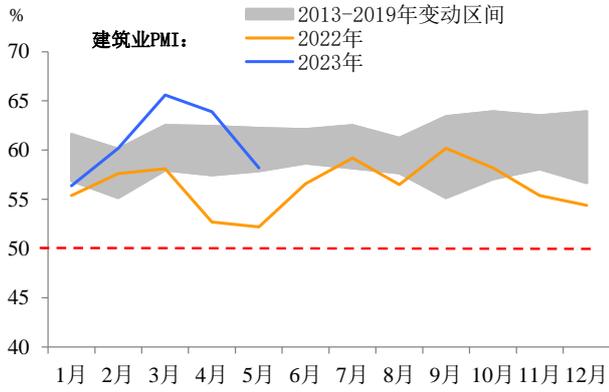
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：大型企业与中小企业的发展出现分化



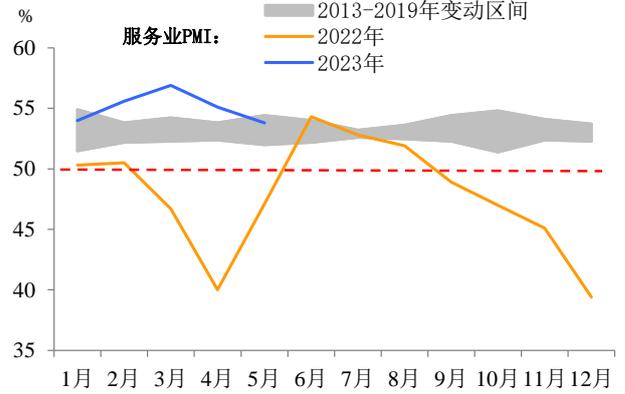
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 5月建筑业PMI出现大幅下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 5月服务业PMI景气度下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

