

宏观利率

2023年5月PMI点评兼论利率影响

复苏动力弱，收益率短期偏震荡

2023年5月31日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

核心观点：

➤ **5月PMI的五大特征。**第一，制造业需求不足抑制工业产能的释放并使得产成品库存去化偏慢；第二，库存高位、需求回落以及近期部分大宗商品价格持续下行，工业品价格持续回落，影响企业生产和投资链条的恢复。第三，服务业和建筑业对经济的支撑有所放缓。第四，需警惕就业收缩对经济的负反馈。第五，经济环比收缩还未传导至企业经营信心。我国经济景气水平有所回落，恢复发展基础仍需巩固。

➤ **制造业PMI收缩，非制造业依然景气。**5月制造业PMI为48.8%（前值49.2%），连续两个月收缩。5月非制造业商务活动PMI为54.5%（前值56.4%），延续恢复性增长，其中服务业PMI为53.8%（前值55.1%），建筑业PMI为58.2%（前值63.9%），服务业稳步恢复，建筑业高位回调。

➤ **需求边际收缩，生产受到抑制。**5月制造业新订单指数为48.3%（前值48.8%），新出口订单指数边际回落至47.2%（前值47.6%）。非商务活动中，服务业和建筑业新订单指数分别为49.5%（前值56.4%）、49.5%（前值53.5%），均跌落荣枯线以下，业务活动预期指数分别为60.1%、62.1%，显示企业对市场恢复持续看好。5月制造业生产、在手订单指数分别为49.6%、46.1%，均边际回落，生产和在手订单之差为3.5%（前值3.4%），显示制造业市场需求仍显不足，企业产能释放受到抑制。

➤ **工业企业库存仍处高位，工业品价格继续回落。**在需求不足，生产放缓的情况下，制造业产成品库存继续高位回落，但回落速度并不快，产成品库存指数当月值和MA12仍处于2016年以来高位。新订单指数与产成品库存指数之差继续回落，显示新增需求偏弱，不足以带动库存快速回落。库存高位、需求回落以及近期部分大宗商品价格持续下行，工业品价格持续回落。5月制造业出厂价格指数41.6%（前值44.9%），主要原材料购进价格指数40.8%（前值46.4%）。5月出厂价格及购进价格指数价差为0.8%（前值-1.5%），中下游企业价差修复速度继续加快。

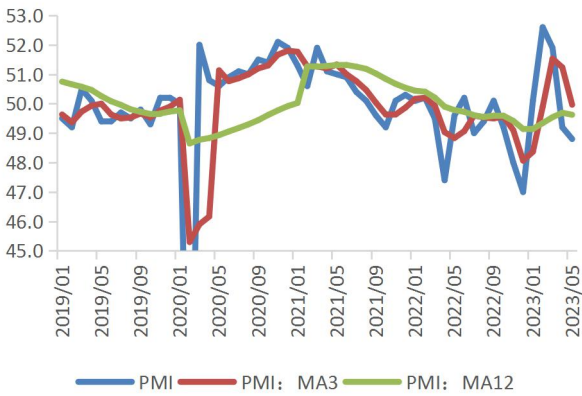
➤ **工业企业信心稳定，采购相对于生产有所加快。**5月制造业生产经营活动预期指数为54.1%，企业信心总体稳定。企业采购意愿边际回落至49.0%（前值49.1%），采购量相对于生产有所加快，两者之差-0.6%（前值-1.1%）。

➤ **三大领域从业人员指数均继续收缩。**5月制造业、建筑业、服务业从业人员指数分别为48.4%（前值48.8%）、48.5%（前值48.3%）、48.3%（前值48.2%）。

➤ **市场启示：经济复苏动力弱，收益率短期偏震荡。**居民信心不足等多因素制约经济内生动能构建。当前处于新一轮政策博弈期，预计中期内精准有力的货币政策有望和经济基本面相配合，市场风险偏好难以快速回升，长端收益率上行风险不大，需关注政策搭配情况和推出次序对经济和利率的阶段影响，短期受制于估值空间和市场情绪，收益率突破阻力位需要催化剂。

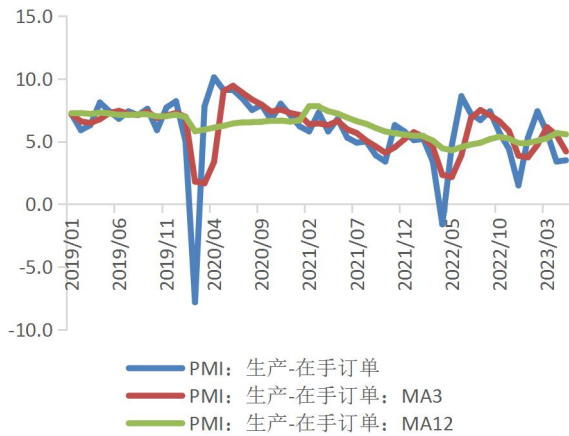
➤ **风险提示：**稳增长政策超预期；居民信心恢复超预期

图 1：制造业 PMI (%)



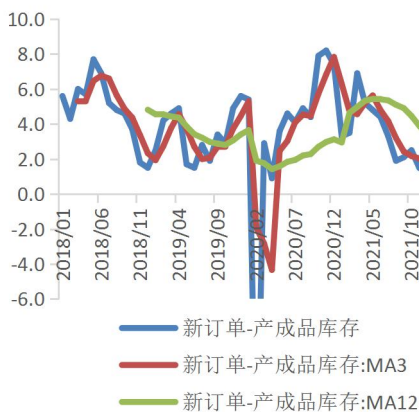
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-在手订单 (%)



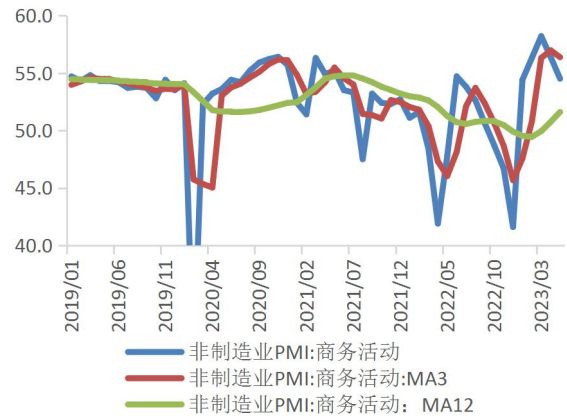
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：新订单-产成品库存 (%)



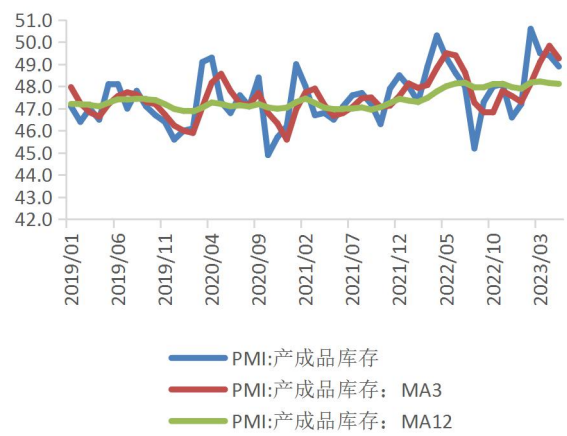
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



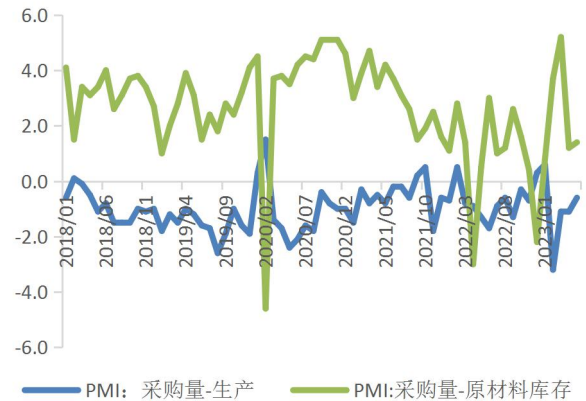
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：产成品库存 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：采购量-生产、采购量-原材料库存 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话: 010-83496336

