

# 去库存刚刚开始，基建稳增长是合理选项

## 事件点评

### PMI 点评 (2023.5)

#### 投资要点

- ◆ **制造业 PMI 再度小幅走弱，消费需求低位企稳，地产投资或再度下探。**5月制造业 PMI 下行 0.4 至 48.8，一季度供需明显恢复之后连续第二个月下滑，但下跌斜率趋缓。总体上供需两侧均有下滑，新订单、生产指数分别下行 0.5 和 0.6 个百分点至 48.3、49.6，后者时隔三个月再度跌至荣枯线以下。从需求侧来看，新出口订单下行 0.4 至 47.2，内外需环比回落幅度相似；消费品行业 PMI 回升 1.0 至 50.8 重回荣枯线以上，消费品生产行业同步出现企稳迹象，纺服、计算机通信设备生产指数升至扩张区间，食品饮料、医药等必需品连续三个月扩张；出口相关的专用设备、电气机械等行业亦维持较强表现；而与地产投资关系密切的非金属矿物、黑色金属行业、以及受油价连续下跌拖累的化学原料和制品行业产需明显回落。
- ◆ **服务业 PMI 稳步恢复映射大众服务消费复苏，建筑业 PMI 高位回调与地产相关产业趋冷相呼应。**5月非制造业商务活动指数 54.5，尽管较上月再度下降 1.9，但仍保持较高景气水平。其中服务业 PMI 回落 1.3 至 53.8，保持较快恢复态势，特别是接触性服务行业均处于 55 以上高景气区间，五一假期旅游数据也显示大众旅游消费稳健复苏。建筑业 PMI 回落 5.7 至 58.2，仍处于明显较高区间，考虑到基建投资具有连续性，建筑业的单月回落可能反映房地产开发投资在一季度阶段性供需集中释放之后再度降温，与制造业相关行业 PMI 走弱相呼应，而建筑业绝对水平仍维持明显高区间则指向年初以来基建投资稳增长力度进一步加大。
- ◆ **去库存刚刚开始，未来数月工业生产复苏强度或持续受限，促进投资需求必要性较高。**PMI 产成品库存指数 5 月小幅下行 0.5 至 48.9，下行幅度与供需两侧相似，而合成同比趋势较此前连续 3 个月的近 10 年高位水平小幅回落，显示实际库存刚刚见顶开始回落，与工业企业经营中的产成品库存扣除工业品价格影响后的实际增速趋势相当接近，指向去年生产端稳增长力度明显大于需求端，导致库存被动陡峭增加，近期才刚刚开始启动的去库存过程可能令未来数月工业生产的复苏强度都明显受限而弱于需求侧，反言之，当前阶段只有通过更大力度地促进投资需求维持相对高位增长才能在被动去库存阶段尽快稳定生产端信心，避免连续下滑。
- ◆ **房地产周期再度下探可能对商品消费带来新的压力，货币信用扩张支持基建领域的国家投资对于稳就业稳增长具有重要的阶段性基础性作用，建议一方面跟踪房地产周期再度见底和中高收入群体财富效应预期改善的信号，另一方面对货币中性偏松信用进一步扩张导向基建投资的稳增长路径持续保持期待和关注。**房地产周期对宏观经济的重要性不仅在其对上游产业链的直接需求拉动，更重要的体现是对中高收入居民财富效应的直接驱动力。疫后复苏至年中，我们总结来看中高收入人群的消费意愿恢复应在财富效应预期改善之后，地产周期仍在探底的阶段我们仍需保持相对的耐心。基建投资稳增长、促进中低收入群体就业改善可以说是今年内需恢复性增长非常重要的另一蹊径。今年预计仍将坚持中性偏松的货币政策立场，全年降准、下半年降息可能是阶段性加码刺激而又兼顾长期结构优化的合理政策选项。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

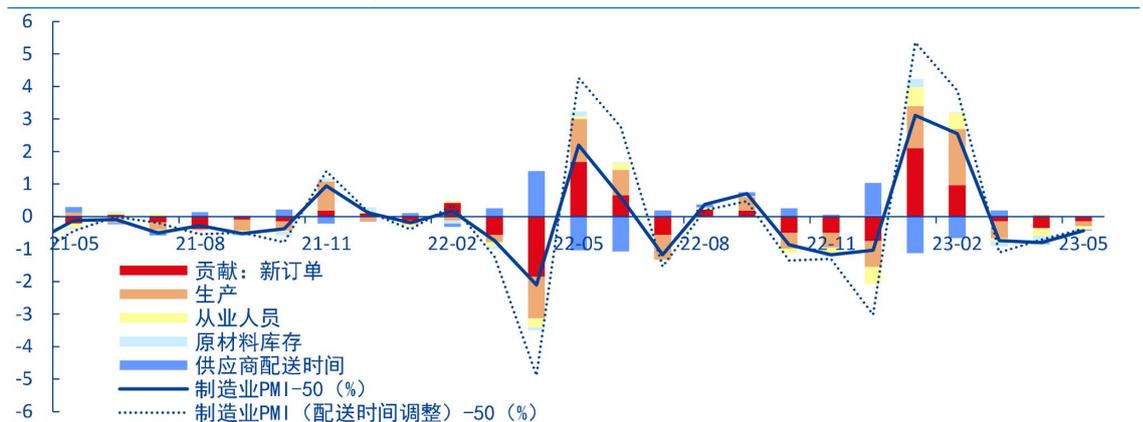
- 华金宏观·双循环周报（第 11 期）-美高通胀我高库存，政策刺激何去何从？  
2023.5.28
- 华金宏观·双循环周报（第 10 期）-中美财政时空交错的汇率演绎 2023.5.21
- 经济数据点评（2023.4）-内需普遍走弱，亟待以货币促基建补消费 2023.5.16
- 23Q1《货币政策执行报告》解读-节奏平稳，提升支持实体的可持续性 2023.5.15
- 消费内需深度报告·暨双循环周报（第 9 期）-再论“超额存款”：消费、买房还是投资？  
2023.5.14



## 一、制造业 PMI 再度小幅走弱，消费需求低位企稳，地产投资或再度下探。

5月制造业 PMI 下行 0.4 至 48.8，一季度供需明显恢复之后连续第二个月下滑，但下跌斜率趋缓。总体上供需两侧均有下滑，新订单、生产指数分别下行 0.5 和 0.6 个百分点至 48.3、49.6，后者时隔三个月再度跌至荣枯线以下。从需求侧来看，新出口订单下行 0.4 至 47.2，内外需环比回落幅度相似；消费品行业 PMI 回升 1.0 至 50.8 重回荣枯线以上，消费品生产行业同步出现企稳迹象，纺服、计算机通信设备生产指数升至扩张区间，食品饮料、医药等必需品连续三个月扩张；出口相关的专用设备、电气机械等行业亦维持较强表现；而与地产投资关系密切的非金属矿物、黑色金属行业、以及受油价连续下跌拖累的化学原料和制品行业产需明显回落。

图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、服务业 PMI 稳步恢复映射大众服务消费复苏，建筑业 PMI 高位回调与地产相关产业趋冷相呼应。

图 2：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



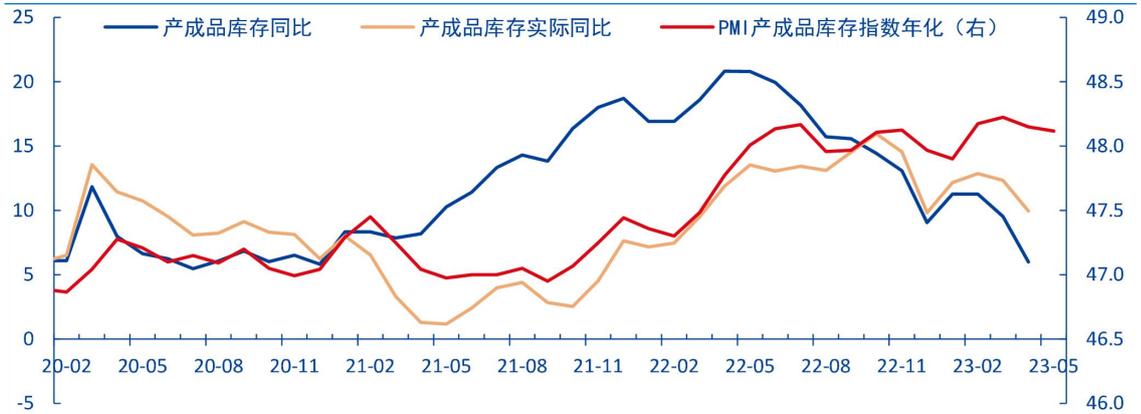
资料来源：Wind，华金证券研究所

5月非制造业商务活动指数 54.5，尽管较上月再度下降 1.9，但仍保持较高景气水平，显示服务业连续复苏、基建投资稳增长维持较大力度。其中服务业 PMI 回落 1.3 至 53.8，保持较快恢复态势，特别是接触性大众服务消费行业，如铁路航空运输、住宿餐饮等行业均处于 55 以上高景气区间，五一假期旅游数据也显示大众旅游消费稳健复苏。建筑业 PMI 回落 5.7 至 58.2，仍处于明显较高区间，考虑到基建投资具有连续性，建筑业的单月回落可能反映房地产开发投资在一季度阶段性供需集中释放之后再度降温，与制造业相关行业 PMI 走弱相呼应，而建筑业绝对水平仍维持明显高区间则指向年初以来基建投资稳增长力度进一步加大。

### 三、去库存刚刚开始，未来数月工业生产复苏强度或持续受限，促进投资需求必要性较高。

近期交流中大家对库存周期当前所处的位置仍有较大分歧。PMI 产成品库存指数 5 月小幅下行 0.5 至 48.9，下行幅度与供需两侧相似，而合成同比趋势较此前连续 3 个月的近 10 年高位水平小幅回落 0.1，显示实际库存刚刚见顶开始回落。我们建议将这一指标与工业企业经营中的产成品库存扣除工业品价格影响后的实际增速进行对比，两者目前的表现趋势是相当接近的。两项指标共同指向去年生产端稳增长力度明显大于需求端，导致库存被动陡峭增加，近期才刚刚开始启动的去库存过程可能令未来数月工业生产的复苏强度都明显受限而弱于需求侧，换言之，当前阶段只有通过更大力度地促进投资需求维持相对高位增长才能在被动去库存阶段尽快稳定生产端信心，避免连续下滑。

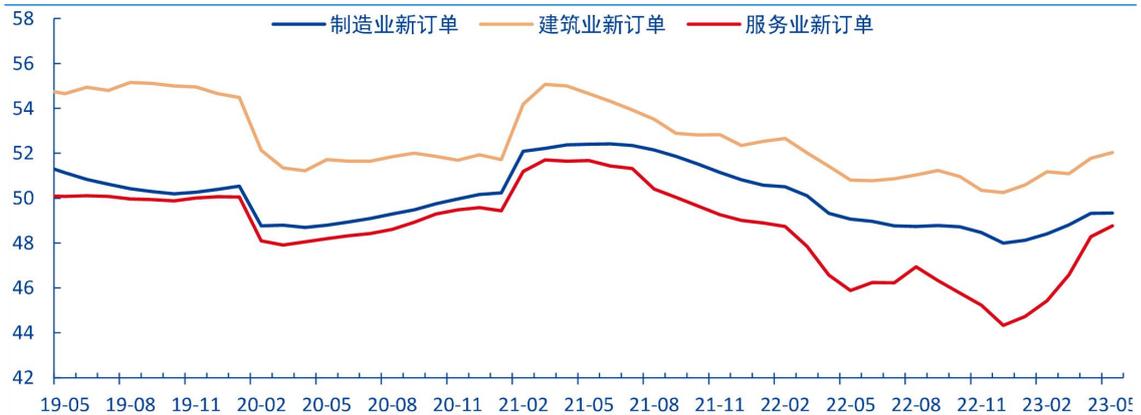
图 3：产成品库存与 PMI 产成品库存指数同比对应关系（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、房地产周期再度下探可能对商品消费带来新的压力，货币信用扩张支持基建领域的国家投资对于稳就业稳增长具有重要的阶段性基础性作用，建议一方面跟踪房地产周期再度见底和中高收入群体财富效应预期改善的信号，另一方面对货币中性偏松信用进一步扩张导向基建投资的稳增长路径持续保持期待和关注。

图 4：制造业、建筑业、服务业新订单指数年化（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

房地产周期对宏观经济的重要性不仅表现在其对上游产业链的直接需求拉动作用，更重要的体现是其对中高收入居民财富效应的直接驱动力。疫后复苏至年中，我们总结来看中高收入人群的消费意愿恢复应在财富效应预期改善之后，地产周期仍在探底的阶段我们仍需保持相对的耐心。基建投资稳增长、促进中低收入群体就业改善可以说是今年内需恢复性增长非常重要的另一蹊径。

今年预计仍将坚持中性偏松的货币政策立场，全年降准、下半年降息可能是阶段性加码刺激而又兼顾长期结构优化的合理政策选项。

**风险提示：**稳增长政策力度不及预期。

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)