

2023年05月31日

经济边际继续放缓

——5月制造业PMI数据点评

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

报告对每月公布的中国制造业PMI数据进行点评。

► 5月制造业PMI为48.8%

5月，制造业采购经理指数（PMI）为48.8%，比上月下降0.4个百分点，连续2个月运行在50%以下。市场整体需求不足使得价格承压，传统行业尤其是原材料制造行业拉低了制造业PMI。

从分类指数看，生产指数为49.6%，比上月下降0.6个百分点；新订单指数为48.3%，比上月回落0.5个百分点，供需两端有所放缓。原材料库存指数为47.6%，比上月下降0.3个百分点，制造业企业主动去库继续进行。从业人员指数为48.4%，比上月下降0.4个百分点，表明制造业企业用工景气水平下降。

大型企业PMI为50.0%，较上月提升0.7个百分点，处于荣枯线的临界点。中、小型企业PMI分别为47.6%和47.9%，分别较上月下降1.6和1.1个百分点，显示出当前需求不足的市场环境下中小企业受影响更大。

► 外需走弱，内需分化

5月新订单指数为48.3%，较上月下降0.5个百分点，市场需求较弱。

外需：新出口订单指数47.2%，下降0.4个百分点，连续三个月下降，连续两月处于收缩区间。海外订单下降将对后续出口带来影响。

内需：结构分化较为明显，新旧动能转换加快。基础原材料市场供需两端同步收缩。装备制造业PMI和高技术制造业PMI分别为50.4%和50.5%，保持相对较高景气。

► 制造业生产收缩，企业继续主动去库

5月生产指数为49.6%，较上月回落0.6个百分点，今年以来首次重回收缩区间。反映弱需求向生产端传导。

从行业看，装备制造业、高技术制造业和消费品行业比上月有不同程度扩张。高耗能行业恢复动能不足。

产成品库存指数为48.9%，比上月下降0.5个百分点。原材料库存指数为47.6%，比上月下降0.3个百分点。结合四月份工业企业利润数据来看，当前制造业企业整体仍处于主动去库周期。

► 价格降幅有所扩大

5月，原材料和出厂价格指数均较大幅度下降。主要原材料购进价格指数为40.8%，相较于上月大幅下降5.6个百分点。出厂价格指数为41.6%，较上月下降3.3个百分点。

二季度以来制造业产品市场价格连续下降。基础原材料价格较快下降是产业链中下游产品价格下降的源头；同时，反映当前市场基础仍不稳定。

预计2023年5月PPI同比将在-4.7附近。

► 服务业稳步恢复，建筑业高位回调

5 月份，非制造业商务活动指数为 54.5%，较上月下降 1.9 个百分点，仍处于较高的景气区间。

服务业稳步恢复；建筑业高位回调，但仍位于较高景气区间。

风险提示

经济出现超预期波动。

正文目录

1. 5月制造业PMI为48.8%.....	4
2. 外需走弱，内需分化.....	5
3. 制造业生产收缩，企业主动去库.....	7
4. 价格大幅下降，市场基础不牢.....	8
5. 服务业稳步恢复，建筑业高位回调.....	9
6. 风险提示.....	10

图表目录

图1 5月制造业PMI为48.8%，下降0.4个百分点.....	5
图2 供需两端均放缓.....	5
图3 中、小型企业受市场影响更严重.....	5
图4 市场需求总体不足.....	6
图5 新订单指数为48.3%，回落0.5个百分点.....	6
图6 新出口订单指数47.2%，回落0.4个百分点.....	6
图7 进口指数48.6%，回落0.3个百分点.....	6
图8 在手订单指数46.1%，回落0.7个百分点.....	7
图9 采购量49%，与上月持平.....	7
图10 5月制造业生产指数49.6%.....	8
图11 5月制造业生产指数回落0.6个百分点.....	8
图12 5月原材料库存47.6%，下降0.3个百分点.....	8
图13 5月产成品库存48.9%，下降0.5个百分点.....	8
图14 5月价格指数大幅下降.....	9
图15 5月出厂价格下降3.3个百分点.....	9
图16 5月原材料采购价格下降5.6个百分点.....	9
图17 预计5月PPI当月同比将在-4.7%附近.....	9
图18 服务业稳步恢复，建筑业高位回调.....	10
图19 5月综合PMI为52.9%，保持较高景气度.....	10

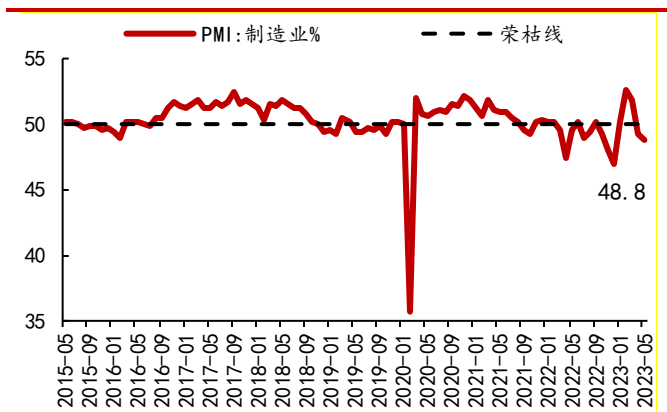
1.5 月制造业 PMI 为 48.8%

5 月，制造业采购经理指数（PMI）为 48.8%，比上月下降 0.4 个百分点，连续 2 个月运行在 50% 以下。市场整体需求不足使得价格承压，传统行业尤其是原材料制造行业拉低了制造业 PMI。

从分类指数看，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，除了供应商交货时间有所加快，其余四个指数均有所下降且处于收缩区间。其中，生产指数为 49.6%，比上月下降 0.6 个百分点，表明制造业生产活动有所放缓；新订单指数为 48.3%，比上月回落 0.5 个百分点，表明市场需求继续回落。5 月份反映市场需求不足的企业占比进一步提高到 58% 以上，表明需求收缩的问题仍然突出，企业信心仍然偏弱，生产经营活动偏谨慎，产需两端有所放缓。原材料库存指数为 47.6%，比上月下降 0.3 个百分点，制造业企业主动去库加速进行；从业人员指数为 48.4%，比上月下降 0.4 个百分点，表明制造业企业用工景气水平下降，与高企的失业率形成佐证。

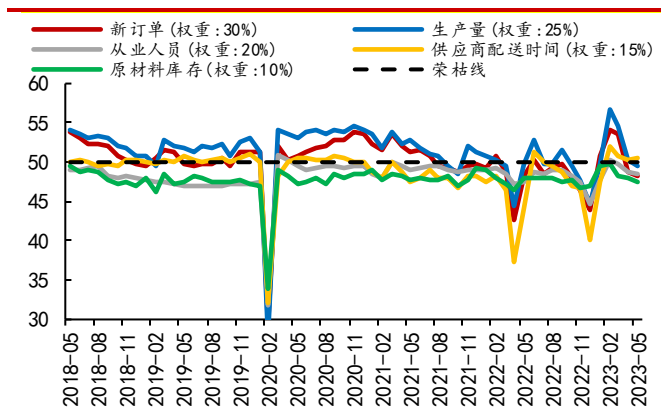
大型企业 PMI 为 50.0%，较上月提升 0.7 个百分点，处于荣枯线的临界点。中、小型企业 PMI 分别为 47.6% 和 47.9%，分别较上月下降 1.6 和 1.1 个百分点，显示出当前需求不足的市场环境下中小企业受影响更大，出现“马太效应”。

图 1 5 月制造业 PMI 为 48.8%，下降 0.4 个百分点



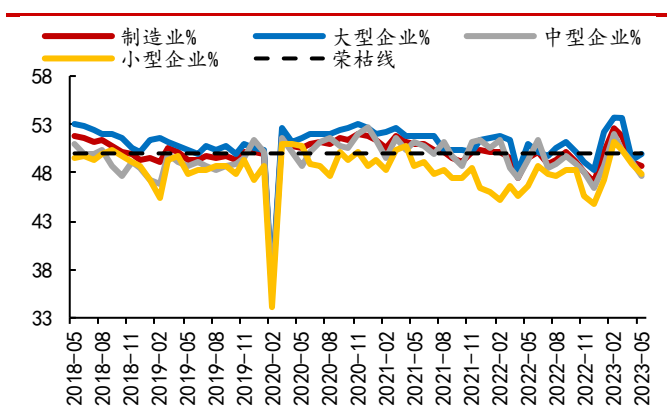
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 2 产需两端均放缓



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 3 中、小型企业受市场影响更严重



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

2. 外需走弱，内需分化

5 月新订单指数为 48.3%，较上月下降 0.5 个百分点，同比基本持平，表明制造业市场需求仍显不足，企业产能释放受到抑制。

外需：新出口订单指数 47.2%，下降 0.4 个百分点，连续三个月下降，连续两月处于收缩区间，说明海外需求进一步下降。

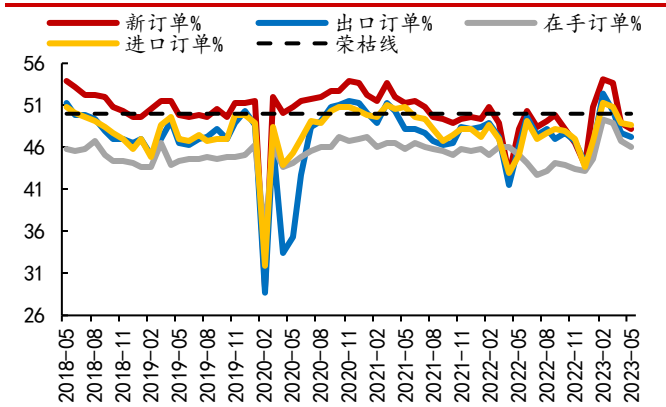
从 4 月份进出口数据来看，如果剔除基数影响，4 月出口增速不到 6%。从季调环比来看，4 月出口季调环比为-6.7%。

美国 5 月份 PMI 初值录得 48.5，不及预期，创三个月新低，通胀压力明显。欧洲制造业 PMI 自年初以来即连续下降，5 月份录得 44.6。日本制造业 PMI 初值为 50.8，回升至扩张区间。海外经济放缓是明确的，而欧美等主要经济体贡献了全球超过 50% 以上的终端需求，海外需求降温将继续压制我国出口。我国出口或仍有下行压力。

内需：结构分化较为明显，新旧动能转换加快。5 月份，不同行业指数变化呈现明显的结构分化特征。受需求不足和价格下跌影响，基础原材料行业 PMI 为 45.8%，较上月下降 2.1 个百分点，是导致制造业 PMI 整体下降的主要因素，生产指数和新订单指数都下降至 45% 以下，显示基础原材料市场供需两端同步收缩。市场的产业政策

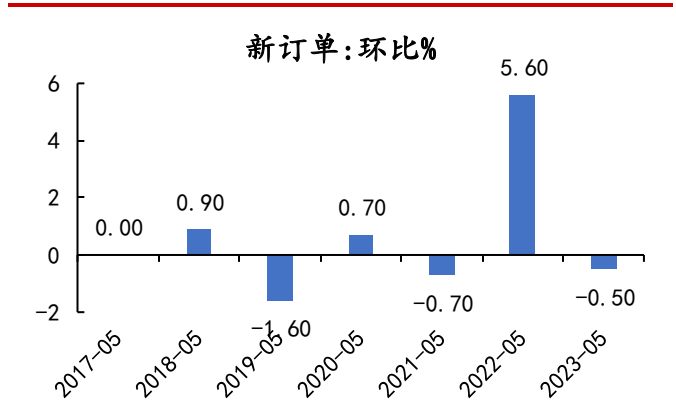
导向特征明显。由于受到大量政策支持，装备制造业 PMI 和高技术制造业 PMI 分别为 50.4%和 50.5%，较上月上升 0.3 和 1.2 个百分点，消费品制造业 PMI 为 50.8%，较上月上升 1 个百分点，显示三大行业在经历短期波动后较快趋稳回升。从今年以来的指数走势来看，传统的基础原材料行业处于持续下行势头，而装备制造业和高技术制造业等新动能保持稳定上升趋势，产业结构的新旧动能转换加快推进。

图 4 市场需求总体不足



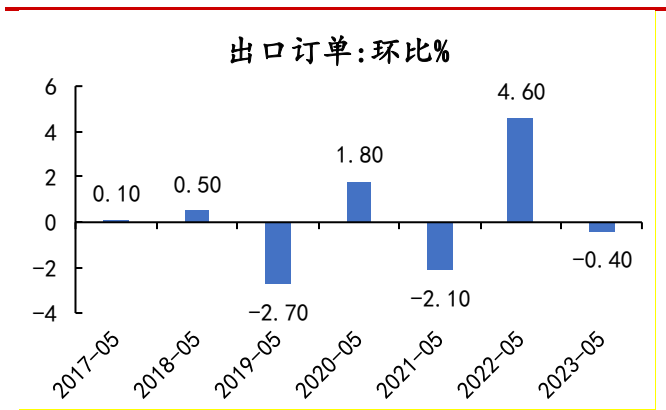
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 5 新订单指数为 48.3%，回落 0.5 个百分点



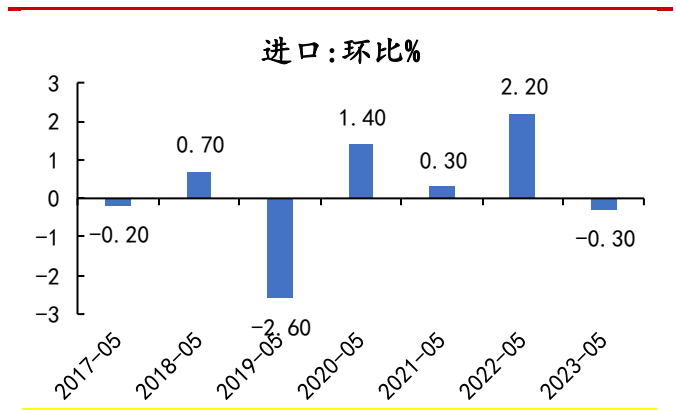
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 6 新出口订单指数 47.2%，回落 0.4 个百分点



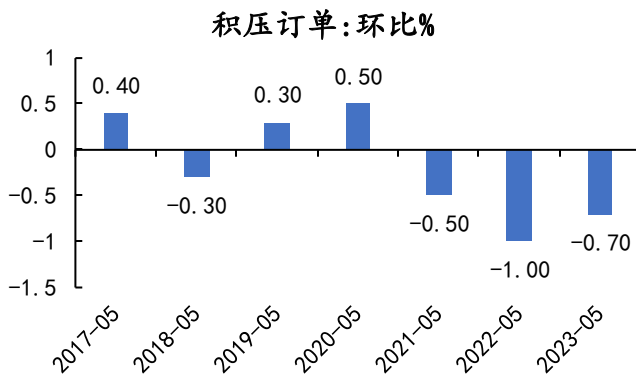
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 7 进口指数 48.6%，回落 0.3 个百分点



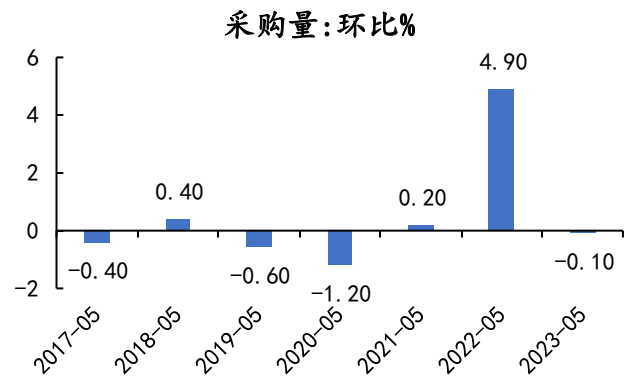
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 8 在手订单指数 46.1%，回落 0.7 个百分点



资料来源: WIND 资讯、华西证券研究所

图 9 采购量 49%，与上月持平



资料来源: WIND 资讯、华西证券研究所

3. 制造业生产收缩，企业主动去库

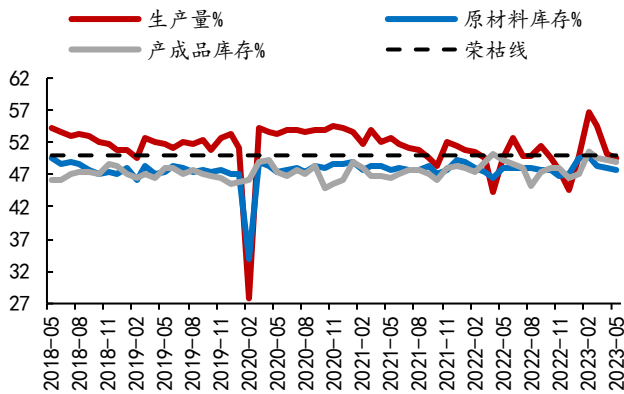
5月生产指数为49.6%，较上月回落0.6个百分点，今年以来首次重回收缩区间。反映出需求拖累价格、价格拖累产能的传导过程。

从行业看，装备制造业、高技术制造业和消费品行业 PMI 分别为 50.4%、50.5% 和 50.8%，高于上月 0.3、1.2 和 1.0 个百分点，比上月有不同程度扩张。高耗能行业恢复动能不足，行业 PMI 回落至 45.8%，为近 10 个月低点。细分行业来说，食品及饮料精制茶、医药、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业两个指数均连续三个月位于扩张区间，产需保持增长；纺织服装服饰、计算机通信电子设备等行业生产指数升至扩张区间，生产环比改善。化学原料及化学制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均位于 45.0% 以下的低位景气区间，产需明显回落。

积压订单指数为 46.1%，比上月下降 0.7 个百分点。产成品库存指数为 48.9%，比上月下降 0.5 个百分点。原材料库存指数为 47.6%，比上月下降 0.3 个百分点。结合四月份工业企业利润数据来看，当前制造业企业整体仍处于主动去库周期。

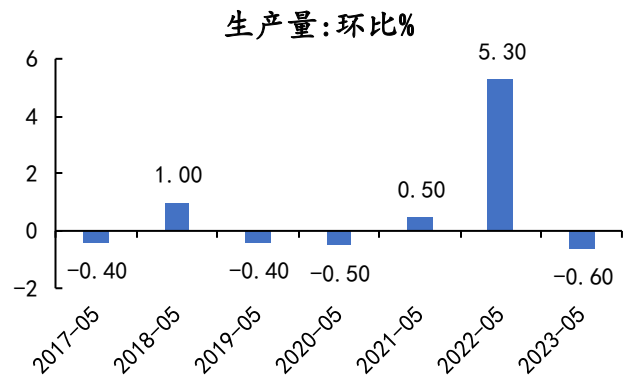
当前制造业企业景气程度主要依赖产业政策，加之市场对于未来经济恢复拉动力的判断集中在政府投资和基建，因此，铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等基建相关行业和国家重点支持行业连续 5 个月位于 60.0% 以上高位景气区间，行业市场预期持续向好。

图 10 5 月制造业生产指数 49.6%



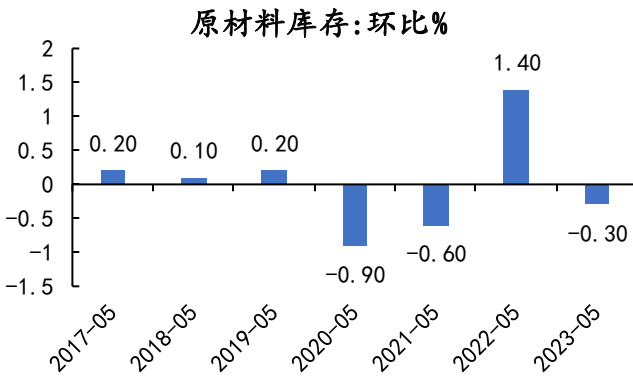
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 11 5 月制造业生产指数回落 0.6 个百分点



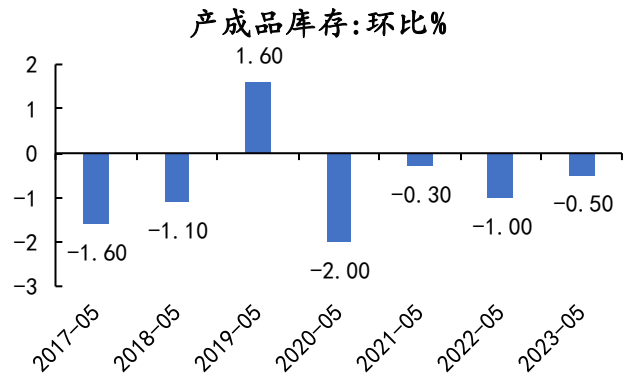
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 12 5 月原材料库存 47.6%，下降 0.3 个百分点



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 13 5 月产成品库存 48.9%，下降 0.5 个百分点



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

4. 价格大幅下降，市场基础不牢

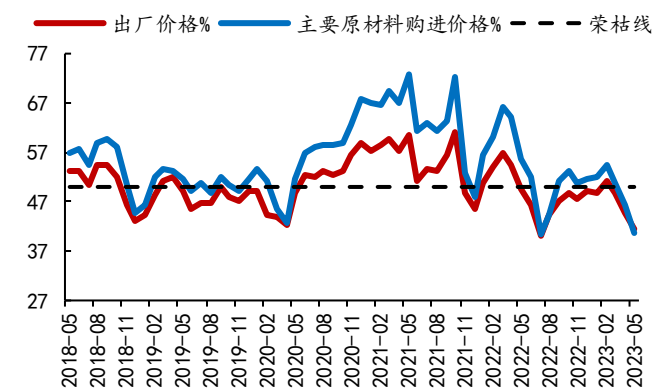
5 月，原材料和出厂价格指数均出现下降。主要原材料购进价格指数为 40.8%，相较上月大幅下降 5.6 个百分点。出厂价格指数为 41.6%，较上月下降 3.3 个百分点，落至近期低点。其中，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均低于 31.0%，行业上下游市场活跃度不高。

二季度以来，由于国内市场需求连续弱势运行，国际经济下行压力持续较大，带动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% 和 41.6%，较上月下降 5.6 和 3.3 个百分点，都连续 3 个月下降。分行业来看，基础原材料行业购进价格指数和出厂价格指数都下降至 35% 以下的较低水平，显示基础原材料价格较快下降，也是产业链中下游产品价格下降的源头。装备制造业、高技术制造业和消费品制造业的购进价格指数和出厂价格指数都运行在 50% 以下，显示三大行业运行虽然有所回升，需求稳步释放，但市场基础仍不稳定，产品价格保持下行。

从高频微观数据来看，5 月份原油价格回落，焦煤、铁矿石价格延续上月上升趋势。截止到 5 月 31 日，南华工业品价格指数环比下降 7.12%；国际原油（WTI）价格环比大幅回落 9.56%；焦炭和铁矿石价格分别环比下降 17.42%和 9.7%。

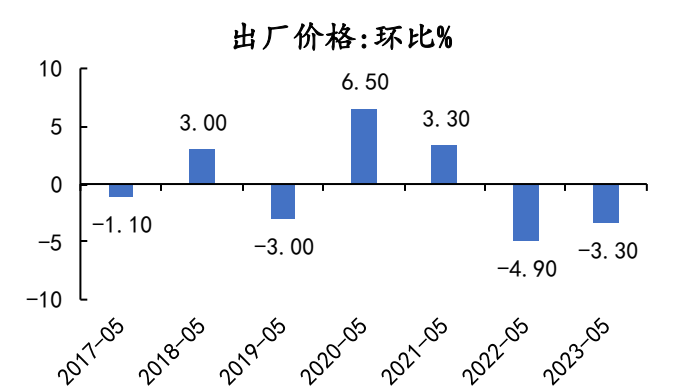
综合 5 月 PMI 价格分项与工业品价格高频数据情况，考虑到去年的上半年价格水平处于高位，我们预计 2023 年 5 月 PPI 同比将在-4.7 附近。

图 14 5 月价格指数大幅下降



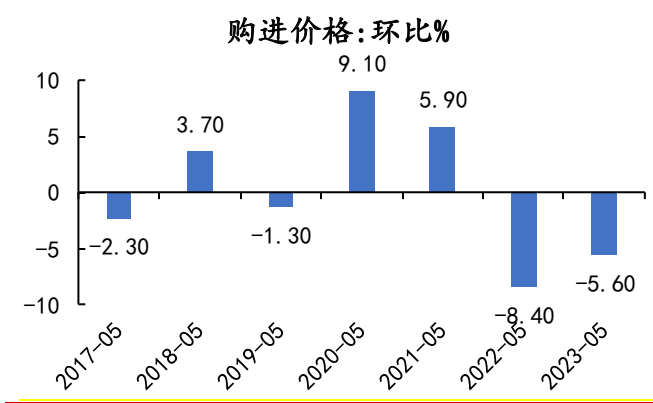
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 15 5 月出厂价格下降 3.3 个百分点



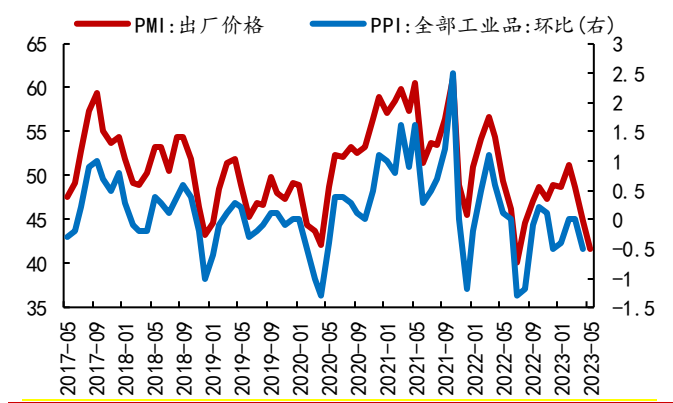
资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 16 5 月原材料采购价格下降 5.6 个百分点



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 17 预计 5 月 PPI 当月同比将在-4.7%附近



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

5. 服务业稳步恢复，建筑业高位回调

5 月份，非制造业商务活动指数为 54.5%，较上月下降 1.9 个百分点，仍处于较高的景气区间。

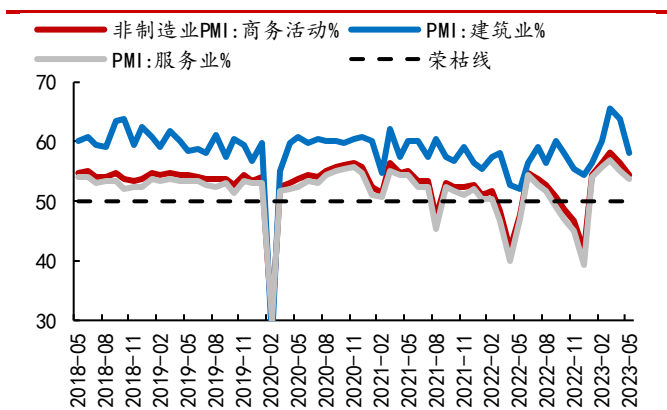
服务业稳步恢复。受消费需求加快恢复等因素带动，今年 2—4 月份服务业商务活动指数连续三个月位于较高景气区间，本月指数虽回调 1.3 个百分点至 53.8%，仍高于上年同期 6.7 个百分点，服务业继续保持较快恢复态势。从行业看，在“五一”节日效应带动下，旅游出行、线下消费等较为活跃，铁路运输、航空运输、住宿、餐

饮等行业商务活动指数均位于 55.0%以上较高景气区间；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，持续高于服务业总体水平。同时，资本市场服务、房地产等行业商务活动指数均位于收缩区间，行业景气水平下降。从市场预期看，业务活动预期指数为 60.1%，今年以来始终保持在高位景气区间，且调查的全部行业均位于扩张区间，服务业企业对市场恢复发展持续看好。

建筑业高位回调。建筑业商务活动指数为 58.2%，低于上月 5.7 个百分点，仍位于较高景气区间，建筑业继续保持较快增长。从市场预期看，业务活动预期指数为 62.1%，低于上月 2.0 个百分点，持续位于 60.0%以上高位景气区间，建筑业企业对近期市场发展前景较为乐观。

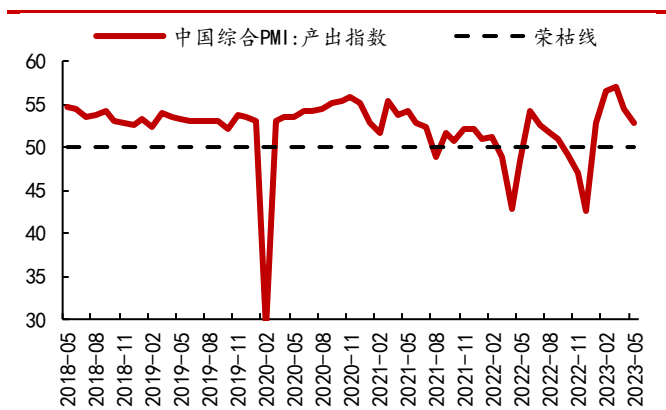
5 月份，综合 PMI 产出指数为 52.9%，低于上月 1.5 个百分点，继续保持在景气区间，表明我国企业生产经营总体延续恢复发展态势。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 49.6%和 54.5%。

图 18 服务业稳步恢复，建筑业高位回调



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图 19 5 月综合 PMI 为 52.9%，保持较高景气度



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

6. 风险提示

经济出现超预期波动。

分析师简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。