

2023年05月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

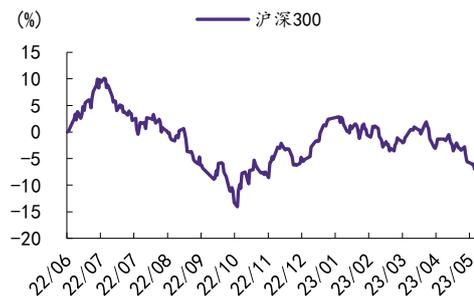
继续降价去库存

—宏观点评报告

事件

分析师：杨芹芹 S1050523040001
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《无惧人民币脉冲性贬值》
2023-05-23
- 2、《428 政治局会议的核心看点：
稳预期、扩内需、强科技》2023-
04-28
- 3、《3月工业企业：制造修复，国
企更优》2023-04-27

国家统计局公布数据显示，5月制造业 PMI 48.8%，较前值回落 0.4%；非制造业 PMI 也出现回落，但服务业、建筑业 PMI 仍处于高位保持扩张趋势，制造业与非制造业景气度分化

投资要点

制造业 PMI 整体回落

制造业 PMI 再度回落，连续两个月维持在荣枯线之下。

供需：5月供需同步走弱，均进入紧缩区间，新订单 48.3%，新出口订单 47.2%，内需仍弱而外需压力仍存。

价格：原材料和出厂价格同步下行，分别录得 40.8%、41.6%

库存：原材料、产成品库存分别录得 47.6%、48.9%，企业去库存行为仍在持续。

企业：大中小企业的分化再现，大企业回归到 50%，而中小企业仍在荣枯线之下。

但是企业的盈利空间出现了转正，预计后续 PPI 的外部压力减轻，内部需求磨底企稳，不必过度悲观

非制造业 PMI 保持相对高位

非制造业商务活动指数环比下降 1.9%至 54.5%，仍保持在扩张区间

建筑业：高位回调，5月建筑业 PMI 环比下跌 5.7%至 58.2%，从高频数据来看后续地产压力仍存。

服务业：保持高位，PMI 小幅回落 1.3%至 53.8%，商务预期保持高位，服务消费依然旺盛。

风险提示

国内政策不及预期，海外风险再起。

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、制造业 PMI 回落, 内生动力不足	3
1.1、供需同步走弱, 均进入紧缩区间	3
1.2、去库存周期持续	4
1.3、企业结构再度分化	7
2、非制造业 PMI 高位回落, 保持扩张势态	7
3、风险提示	8

图表目录

图表 1: 制造业 PMI 回落	3
图表 2: 供需同步走弱, 均进入紧缩区间	4
图表 3: 原材料和产成品库存同步下行, 企业去库存进程提速	5
图表 4: 原材料和出厂价格同步下行	5
图表 5: PMI 价格差和 PPI 价格差走势基本一致 (%)	6
图表 6: 历史周期来看价差转正往往意味着 PPI 将要见底	6
图表 7: 大型企业 PMI 升至临界点	7
图表 8: 建筑业和服务业景气同步回落, 但仍在荣枯线之上	8

事件：

国家统计局公布数据显示，5月制造业 PMI 48.8%，较前值回落 0.4%；非制造业 PMI 也出现回落，但服务业、建筑业 PMI 仍处于高位保持扩张趋势，制造业与非制造业景气度分化。

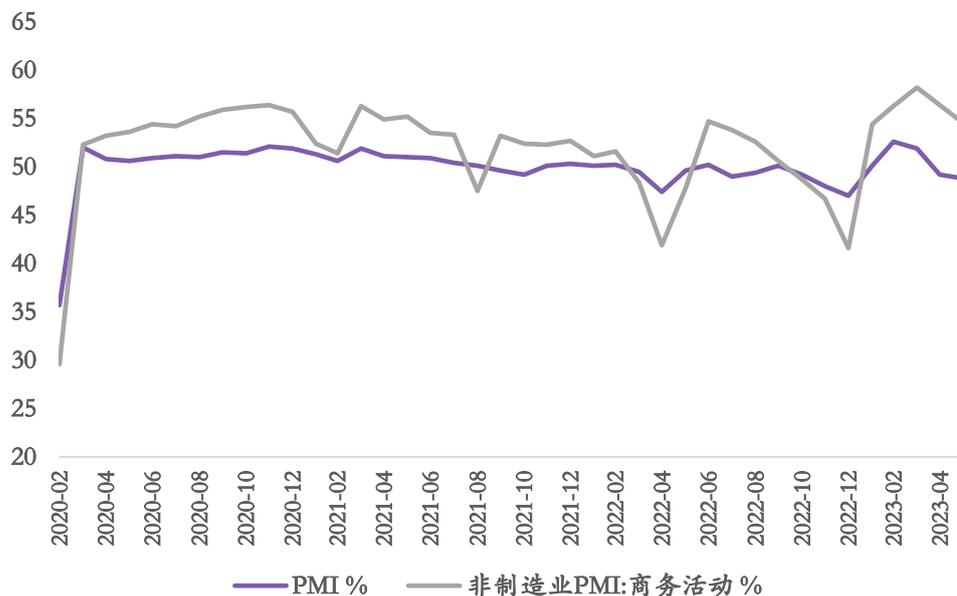
评论：

1、制造业 PMI 回落，内生动力不足

5月制造业 PMI 下行至 48.8%，较前值下降 0.4 个百分点，连续两个月低于荣枯线。5月 PMI 走弱市场也有一定的预期，进入到五月以来，制造业的高频数据便出现了持续的回落，同时螺纹钢价格的也出现了持续的走低，交叉验证了当前经济内生动能修复较弱的情况，使得年初的制造业高景气在需求不足的影响下难以为继，造成 PMI 出现了持续的回落。

从分项 PMI 来看，5月各分项 PMI 环比基本呈现小幅下行态势。其中主要原材料购进价格、出厂价格 PMI 环比回落幅度较大，降幅超 3 个百分点。

图表 1：制造业 PMI 回落



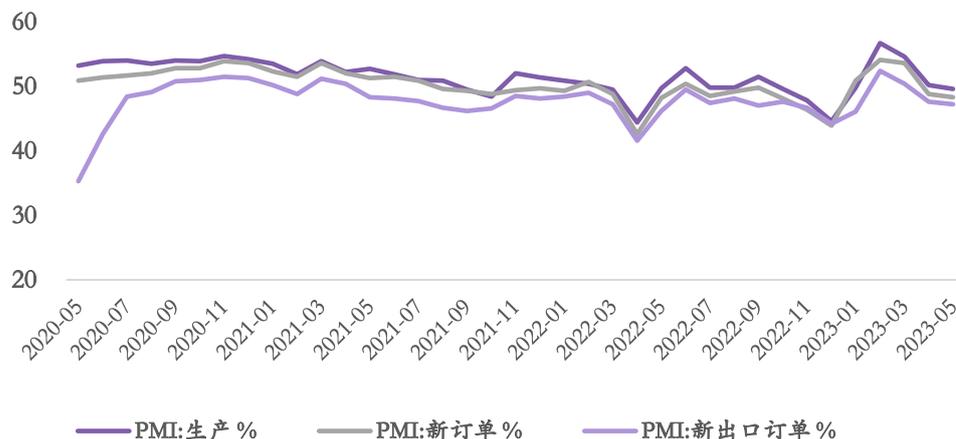
资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.1、供需同步走弱，均进入紧缩区间

供需同步走弱，均进入紧缩区间。5月的 PMI 显示制造业的生产段和需求端均出现了持续的放缓。其中生产 PMI 环比回落 0.6 个百分点至 49.6%，跌至荣枯线之下，制造业生产总体转入收缩，企业产能释放受到抑制。需求方面，新订单 PMI 环比回落 0.5 个百分点至 48.3%，新出口订单环比下跌 0.4 个百分点至 47.2%，订单 PMI 连续下行，连续两个月处在荣枯线之下，

结合当前国内 CPI 数据来看（4 月 CPI 同比增速 0.1%），需求较弱仍是当前经济修复绕不过去的一环。5 月新出口订单也出现了持续的回落，来到了 47.2% 的位置，较上月下行了 0.4 个百分点，出口的压力犹存，这点也能从高频的出口指数中看出，截止 5 月 26 日，CCFI 和 SCFI 指数分别录得 952 和 984，较 4 月的平均值有明显下行。在海外需求整体走弱背景下，伴随低基数效应消退，我国出口可能持续处于同比负增长状态，3 月的强势或不能再续。

图表 2：供需同步走弱，均进入紧缩区间



资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、去库存周期持续

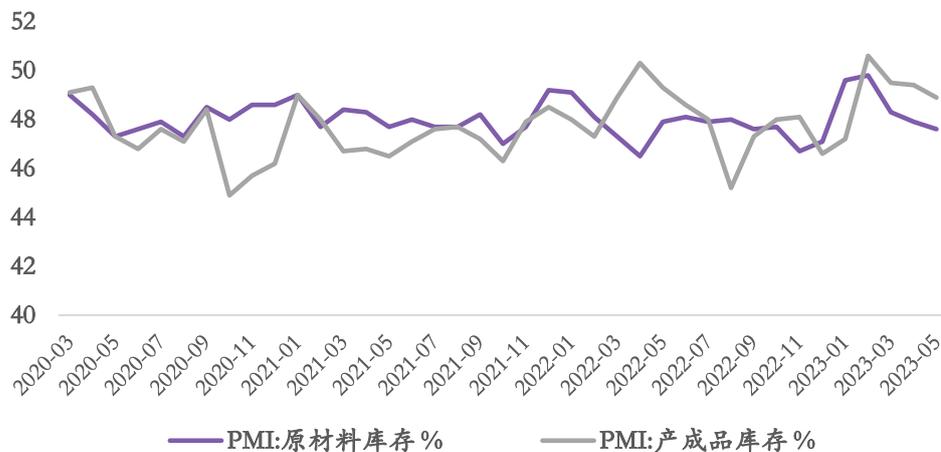
从企业库存来看，原材料、产成品库存 PMI 分别环比小幅下降 0.3 百分点、0.5 百分点，跌至 47.6%、48.9%，持续位于收缩区间。制造业主要原材料库存量继续减少，产成品库存也在减少，企业处于主动去库存周期。

原材料和出厂价格同步下行。4 月制造业 PMI 指数中的主要原材料购进价格指数和出厂价格指数，分别较前值下降 5.6%、3.3%至 40.8%、41.6%，两类价格指数处于历史偏低区间。主要原材料价格的下行除了有海外大宗传导下的 PPI 低位运行以外，也有企业主动去库存的影响，企业的采购量从 3 月达到峰值后持续下行，对于原材料的需求减少同样推动了原材料价格的下行。

从原材料价格和出厂价格差来看，当月差值已经走正，来到了有数据以来的最高位置 0.8%，PMI 的价格差值走势与 PPI 的价格差值走势基本一致，都是可以用来观测企业盈利空间的变化，而企业的盈利变化也和库存周期息息相关。当前由于原材料价格下行的更快，成本端带来的推动使得企业的盈利空间转正，PPI-PPIRM 差在 4 月份转正，来到了 0.2% 的位置，根据 PMI 价格差的走势预计其在 5 月可以继续回升。参考过去的周期来看，企业盈利空间在经历一波走负之后开始转正往往意味着价格指数的回弹反转，但是当前需求端的传导在地产市场相对较弱的情况下较为有限，因此后续来看 PPI 的反转的时间点会相对延长，介于过去历史周期（2-3 月）和 2008 年最差时期（6-8 个月）之间。但从总体来看，后续 PPI 和 PPIRM 的下行空间相对有限，主要是从基数上来说海外通缩传导的力度会相应

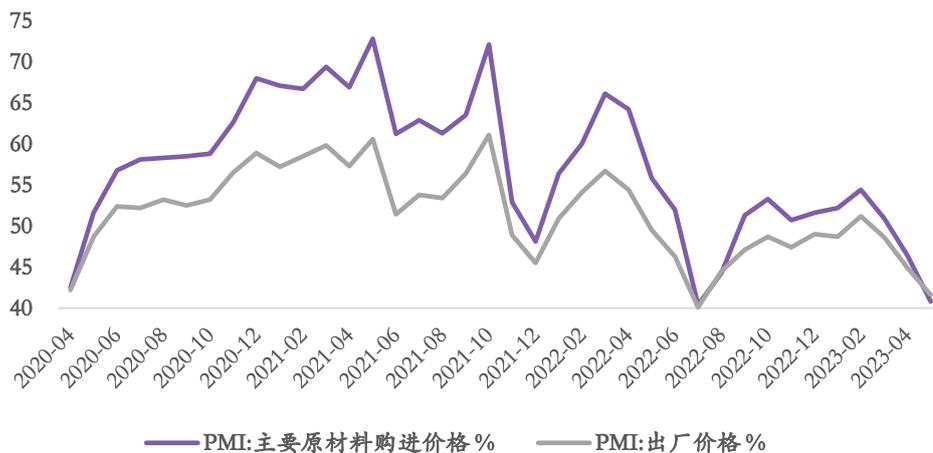
减弱，内部需求磨底企稳，不必过度悲观。

图表 3：原材料和产成品库存同步下行，企业去库存进程提速



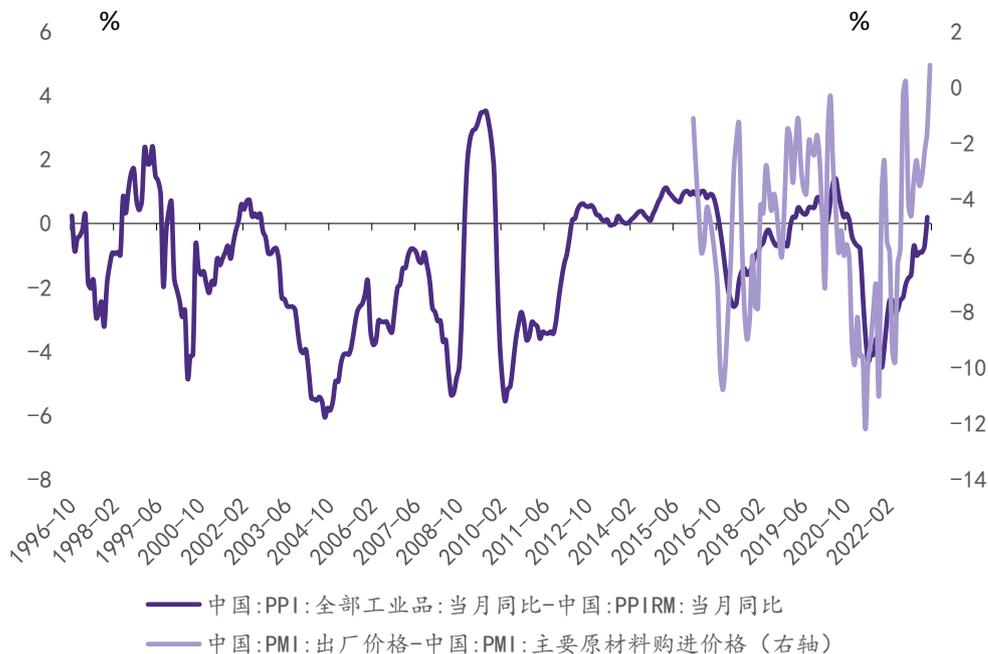
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 4：原材料和出厂价格同步下行



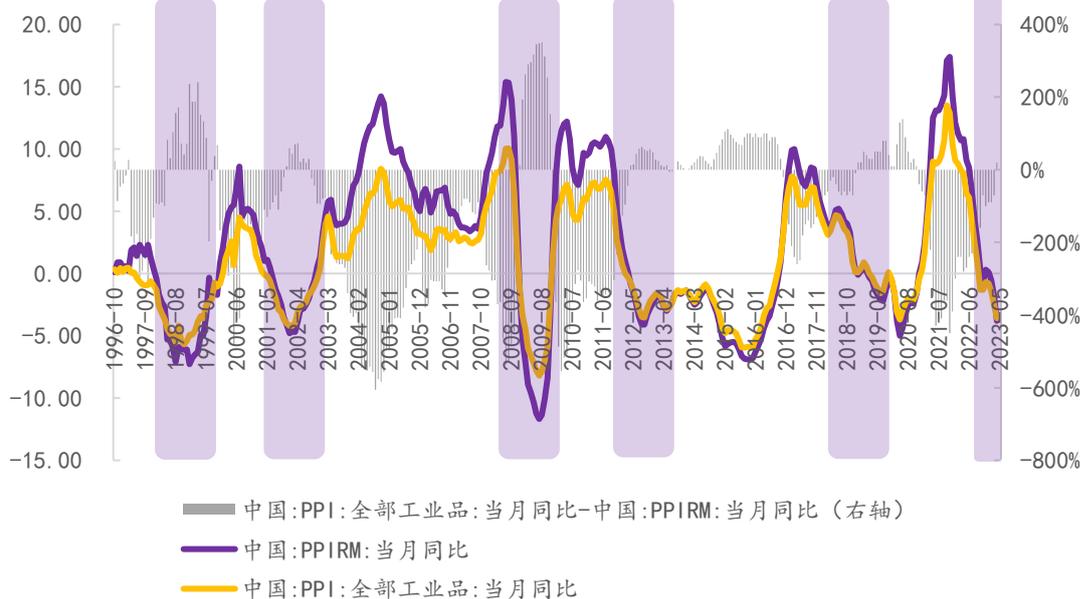
资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 5: PMI 价格差和 PPI 价格差走势基本一致 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 6: 历史周期来看价差转正往往意味着 PPI 将要见底

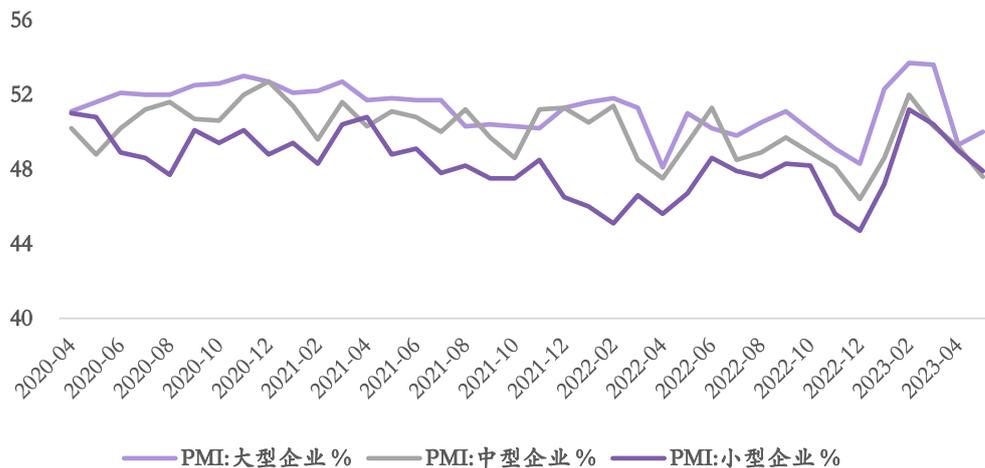


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

1.3、企业结构再度分化

从企业结构来看，中、小型企业 PMI 均连续三月环比下行，企业景气度依然较弱。大型企业 PMI 升至临界点 50.0%，高于上月 0.7 个百分点。

图表 7：大型企业 PMI 升至临界点



资料来源：Wind，华鑫证券研究

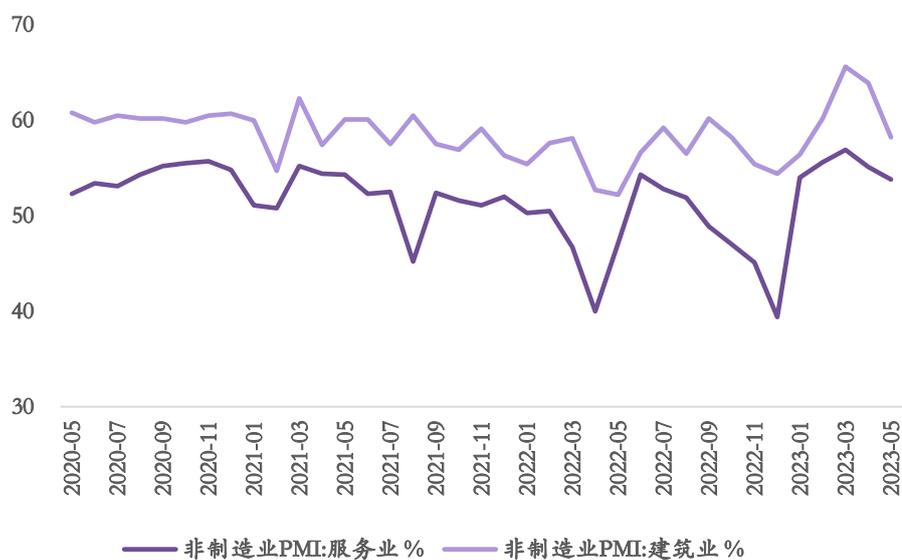
2、非制造业 PMI 高位回落，保持扩张势态

非制造业商务活动指数环比下降 1.9%至 54.5%，高于 50%临界点，非制造业延续恢复性增长。服务业、建筑业 PMI 仍保持在扩张状态，拉动当月综合 PMI 指数保持在 52.9%的较快的扩张区间。

服务业稳步恢复。受消费需求加快恢复等因素带动，2023 年 2 至 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，5 月服务业 PMI 指数环比下行 1.3%至 53.8%，但高于上年同期 5.7 个百分点，服务业恢复发展态势稳定向好。从行业看，与居民出行和消费密切相关的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数高于 55.0%，这点在高频数据上也有所显现，3 月以来人流物流一直保持在相对的高位；与生产经营或商务活动密切相关的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持续位于 60.0%以上较高景气区间，持续高于服务业总体水平。

建筑业高位回调。4 月建筑业 PMI 环比下行 5.7%至 58.2%，连续四个月位于高景气区间，但是有明显的回落，业务活动预期指数为 62.1%，持续位于高位景气区间。当前地产行业的分化仍在持续，竣工好于开工，一线优于二三线，二手房强于新房销售，国企好于民营。从高频数据来看，地产销售市场依然保持了相对的低位，5 月和 6 月往往是地产销售的大月，截至 5 月 30 日，30 城地产销售面积 1242.69 万平方米，同比 2022 年增速 16.8%，同比 2019 年则是-27%，地产销售端仍保持较弱的修复。

图表 8：建筑业和服务业景气同步回落，但仍在荣枯线之上



资料来源：Wind，华鑫证券研究

3、风险提示

国内政策不及预期，海外风险再起

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，8年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。