

## 期盼政策支持

### ——5月PMI数据以及未来经济展望

#### 宏观事件：

国家统计局5月31日公布5月制造业PMI为48.8，较上月进一步下降，说明制造业总体景气水平继续回落。实体部门的高频数据也显示经济下行压力加剧，此前保持强势的人口流动指标开始出现超季节性回落，工业生产、基建有所放缓，地产的高频指标也持续低迷。5月PMI的继续下行，表面上看是需求与生产修复双双放缓的结果，实际上或是当前国内经济的基本面的体现：地产走过长周期拐点之后地产、基建投资都面临较大下滑压力，房价下跌以及疫情冲击也损害了居民、企业资产负债表。本轮经济复苏因此比较乏力乃至有重新下滑的风险。展望未来，我们认为后续相关领域的稳增长政策有望进一步推出，短期来看，降息、政策性银行金融工具以及专项再贷款政策推出的可能性最高。

#### 事件点评

##### ► 5月PMI继续环比下行，受供需双双回落影响

5月PMI综合指数为48.8，较上月（49.2）下降0.4个百分点，低于市场预期，说明制造业总体景气水平继续回落。季节性调整后，PMI回落的幅度甚至更为明显，较上月下降0.7个百分点。从分项指数来看，绝大多数子指数也较上月有回落，其中供需的双双回落对制造业乃至整体经济的产出水平造成负面影响。

##### ► 实体相关高频数据表现偏弱

5月以来，实体部门的高频数据显示经济下行压力加剧。一方面，此前保持强势的人口流动指标开始出现超季节性回落，另一方面，工业生产整体放缓，基建相关高频指标超季节性回落，地产的高频指标也持续低迷。

##### ► PMI缘何继续回落？

5月PMI继4月之后的继续下行，表面上看是需求与生产修复双双放缓的结果，实际上或是当前国内经济的基本面的体现。此前，疫情防控放松之后短期供需反弹缺乏可持续性。目前，伴随着积压需求释放带来的反弹动能的逐步耗尽，经济基本面的情况更为清晰：

地产走过长周期拐点之后地产、基建投资都面临较大下滑压力，房价下跌以及疫情冲击也损害了居民企业资产负债表。本轮经济复苏因此比较乏力乃至有重新下滑的风险。更重要的是，经济基本面的下滑、预期的转弱、以及金融体系顺周期自我加速的机制彼此交织，可能导致财政金融风险暴露，并出现恶性循环。

##### ► 稳增长政策有望进一步推出

政策工具箱中有以下选择：首先，降息、政策性银行金融工具以及专项再贷款政策推出在短期使用的可能性最高。其次，盘活财政余钱与地方债务结存限额也有可能在三季度推出；再者，存量房贷降息也可能被作为一种对居民部门转移支付的手段来刺激消费；最后，调整财政预算扩大官方赤字的短期可能性较低。

##### ► 风险提示：经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期

分析师：樊磊  
 执业证书编号：S0590521120002  
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超  
 执业证书编号：S0590523030001  
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《期待政策进一步支持——4月经济数据点评》  
2023.05.16
- 2、《Q1经济增长超预期背后的隐忧——一季度经济数据点评》2023.04.18
- 3、《三四线地产草根调研见闻——宏观专题研究》  
2023.04.17

## 1 实体经济主要指标预测

图表 1: 5-10 月实体经济重要指标 (基准预测)

指标 (%)	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月
GDP	/	7.0	/	/	4.2	/
工业增加值	6.9	3.9	5.7	5.7	4.1	5.3
固定资产投资	5.8	2.8	5.6	2.4	1.4	5.9
地产投资	-6.0	-2.6	-7.1	-5.0	-4.0	-3.4
制造业投资	8.7	4.1	9.6	5.7	4.4	12.4
基建投资	10.6	4.5	8.7	2.9	0.6	2.6
社零	15.9	4.9	5.8	6.4	5.3	10.9
出口	-0.1	-6.6	-7.4	-3.0	-2.1	12.1

来源: Wind, 国联证券研究所预测;

注: GDP 为不变价同比, 投资为固定资产投资单月同比, 出口为美元计价同比, 社零为当月同比

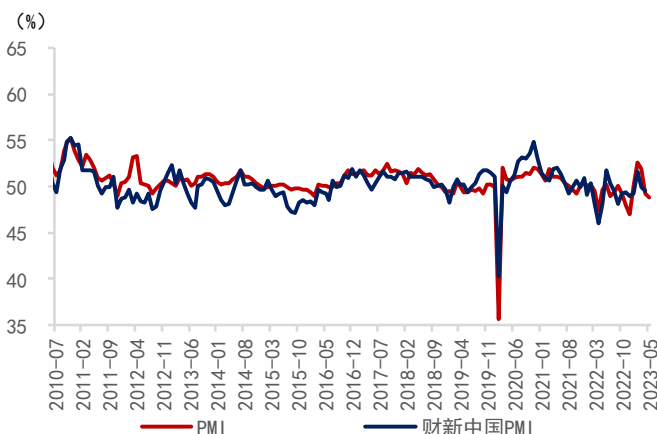
## 2 5 月 PMI 继续回落

5 月 PMI 综合指数继续下滑, 绝大多数子指数也较上月有回落, 低于市场预期, 说明制造业环比增速或较上月进一步下滑。分项指数显示, 供需的双双回落对制造业乃至整体经济的产出水平造成负面影响。

### 2.1 5 月 PMI 环比下行

5 月 PMI 综合指数为 48.8, 较上月 (49.2) 下降 0.4 个百分点, 制造业总体景气水平继续回落。季节性调整后, PMI 回落的幅度甚至更为明显, 较上月下降 0.7 个百分点。

图表 2: 中国 PMI 综合指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: PMI 综合指数 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2 经济修复节奏进一步放缓，企业“主动去库存”特征延续

从分项来看，绝大多数 PMI 分项指数较上月都有进一步回落，季节性调整后，各分项指数也明显下滑。其中需求与生产的双双放缓对 PMI 综合指数的下滑影响最大。

一方面，构成 PMI 的主要子指数普遍下降。

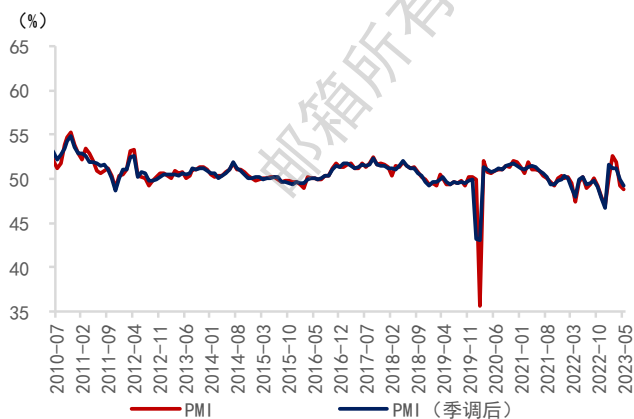
我们注意到新订单子指数（权重 30%）与生产子指数（权重 25%）的双双回落是 PMI 综合指数下滑的主要原因。5 月，生产子指数较上月下滑 0.6%，新订单子指数较上月下滑 0.5%，分别下拉综合指数 0.15、0.15 个百分点。

此外，原材料库存和从业人员子指数分别回落至 47.6（前值 47.9）与 48.4（前值 48.8）；供应商配送时间指数所代表的景气程度也有所下降，也拖累了 PMI 综合指数。其中，5 月供应商配送指数回升至 50.5（前值 50.3），下拉 PMI 综合指数 0.03 个百分点——这是因为一般情况下，该指数越低，供应商配送越不及时，越是说明经济景气，所以该子指数以“100-子指数”计入 PMI 综合指数。

另一方面，从其他一些子指数来看，制造业的景气程度也持续恶化。

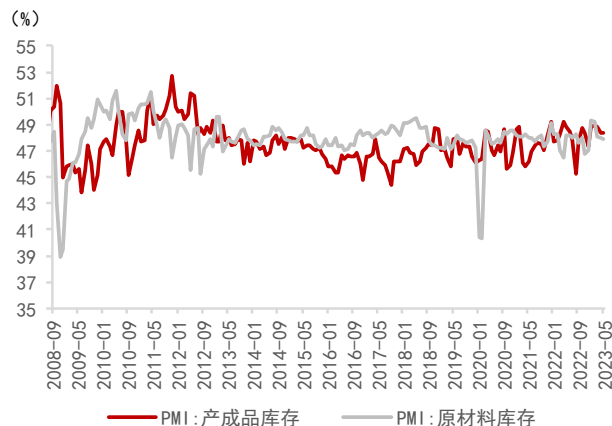
从库存相关的指标来看，制造业企业延续了 3 月出现的主动去库存的特征，说明企业经营信心仍有待增强。具体而言，5 月产成品库存与原材料库存子指数继续下行，并处于收缩区间，与 5 月制造业企业生产经营活动预期的继续下滑相一致。

图表 4：PMI 新订单和生产子指数（季调）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：PMI 产成品及原材料库存子指数（季调）

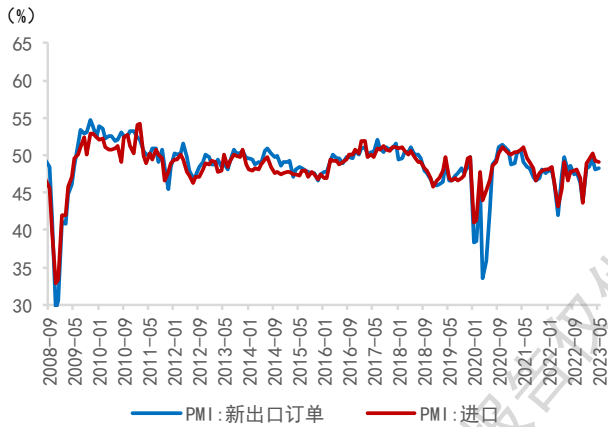


来源：Wind，国联证券研究所

出口方面，新出口订单指数为 47.2（前值 47.6），较上月进一步下降 0.4 个百分点。进口方面，进口子指数为 48.6（前值 48.9），同样较上月有所回落，意味着内需表现依然偏弱——与国内生产的放缓保持一致。

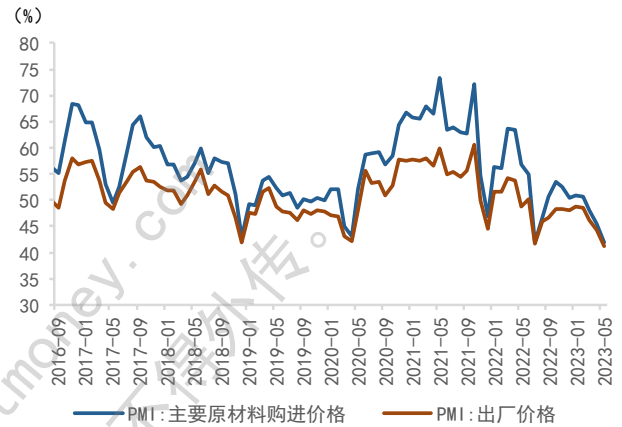
此外，原材料购进价格子指数和出厂价格子指数均进一步明显回落，这意味着 5 月 PPI 环比增长可能仍然疲软。工业部门通缩压力加大。

图表 6: PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: PMI 原材料价格及出厂价格子指数 (季调)



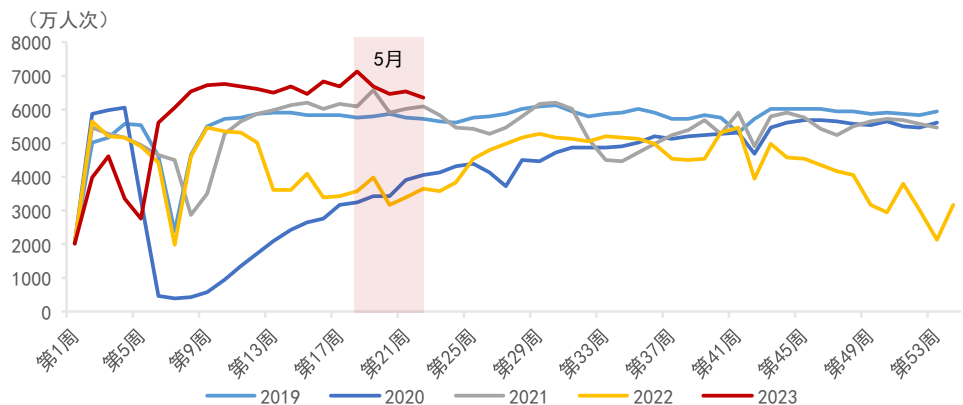
来源: Wind, 国联证券研究所

### 3 实体相关高频数据表现偏弱

5月以来, 实体部门的高频数据显示经济下行压力加剧。一方面, 此前保持强势的人口流动指标开始出现超季节性回落, 另一方面, 工业生产整体放缓, 基建相关高频指标超季节性回落, 地产的高频指标也持续低迷。

**人口流动季节性回落。**从 19 大中城市的地铁客运量来看, 五一假期后, 人口流动自春节后首次出现明显回落。如果用 2019 到 2021 年同期的平均水平作为比较基准, 5月地铁客运量同比增长 9.2%, 较 4月 (13.6%) 明显下行。

图表 8: 全国 19 城地铁客运量

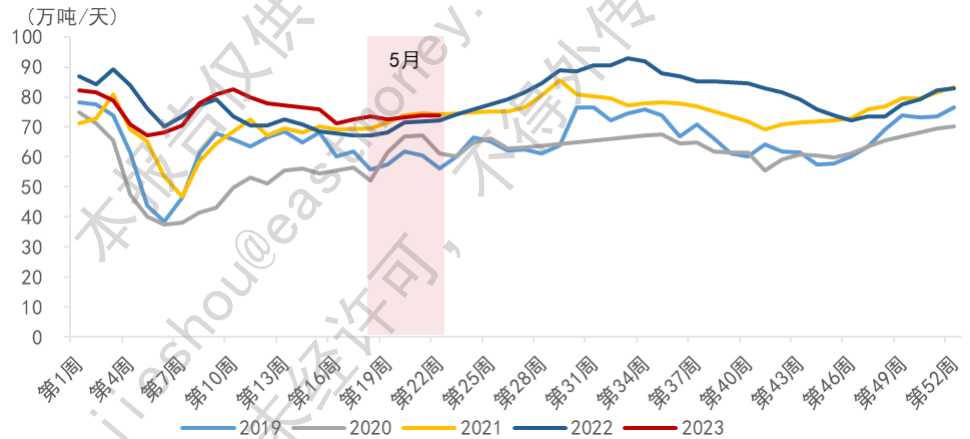


来源: Wind, 国联证券研究所

工业生产总体偏弱。5月以来，发电耗煤水平超季节性回落，粗钢、全钢胎生产、PTA以及纺织行业开工率也都有所下滑，仅半钢胎生产有所回暖。

发电耗煤水平有所回落。5月，主要发电企业日耗煤的绝对水平与4月相当，但较2019-2021年同期的平均水平仅增长9.6%（前值23.3%），增幅较上月明显放缓。

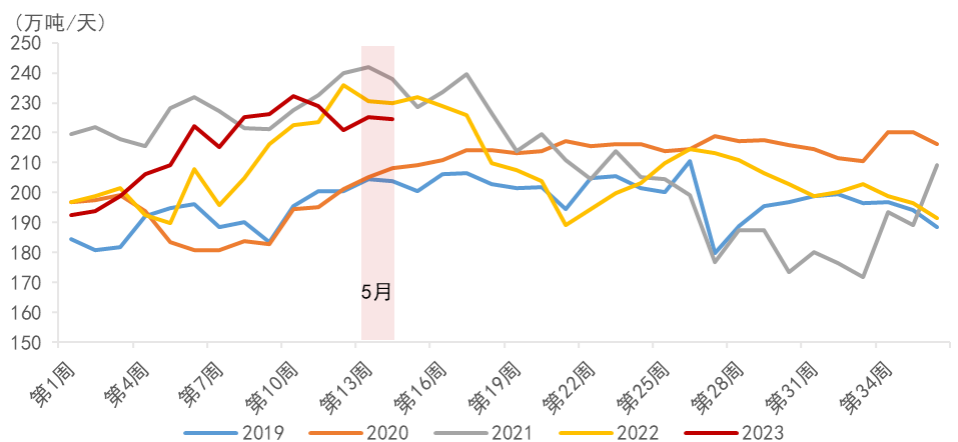
图表 9: 重点发电集团日耗煤 (周平均)



来源: iFinD, 国联证券研究所

钢铁生产增速也有所放缓。相较2019-2022年同期的平均水平，5月第一、二旬，粗钢产量增速均保持在2.1%，对比4月9.1%的增速有所放缓。

图表 10: 重点企业粗钢日均产量

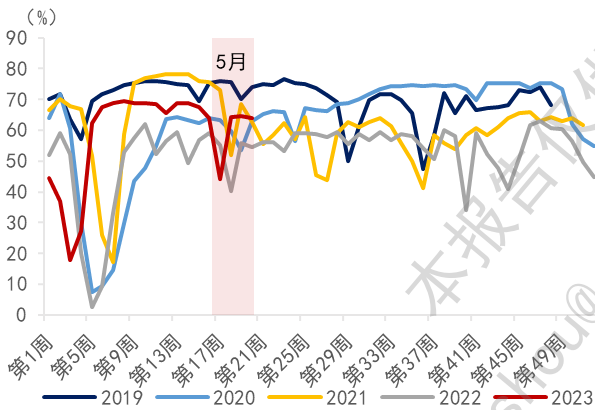


来源: Wind, 国联证券研究所

轮胎生产出现分化，全钢胎开工率进一步下行。相较往年同期的平均水平（2019，

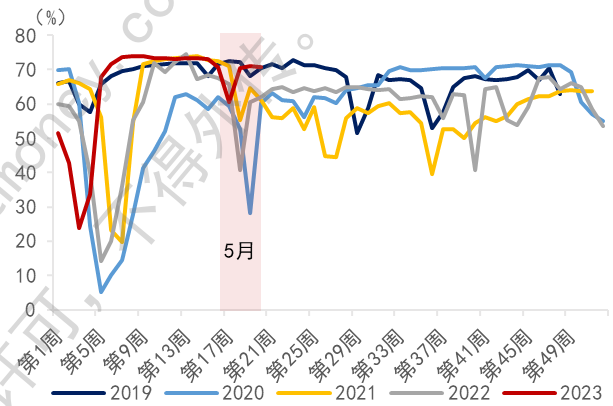
2021-2022 年), 5 月应用于货车以及大型客车的全钢胎开工率下降 6.1%, 较 4 月 (-2.3%) 进一步下降, 而半钢胎(主要应用于轿车)的增速则回升至 7.1%(前值 2.1%), 可能与乘用车出口在政策鼓励下表现相对较强有关。

图表 11: 汽车轮胎开工率 (全钢胎)



来源: Wind, 国联证券研究所

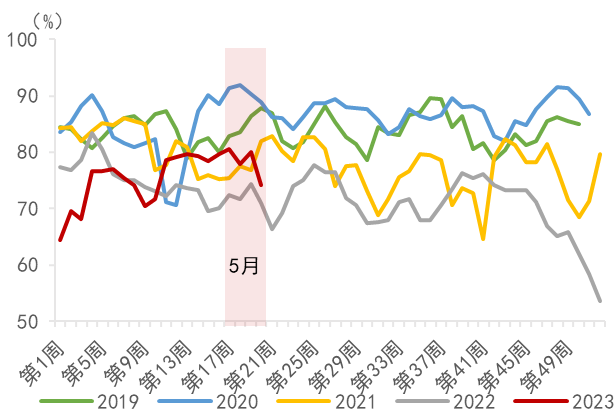
图表 12: 汽车轮胎开工率 (半钢胎)



来源: Wind, 国联证券研究所

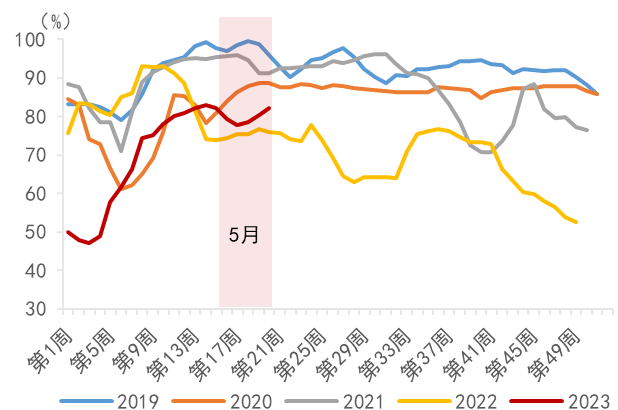
**PTA 及纺织行业生产再度走弱。**5 月以来, PTA 开工率相较 2019-2022 年同期水平下降 4.0%(前值+0.4%), 在 3-4 月的回升后再度走弱; 同时, 江浙涤纶长丝开工率也较往年同期的平均水平下降了 10.2%(前值-6.8%), 显示纺织行业生产或仍然低迷。

图表 13: PTA 开工率



来源: Wind, 国联证券研究所

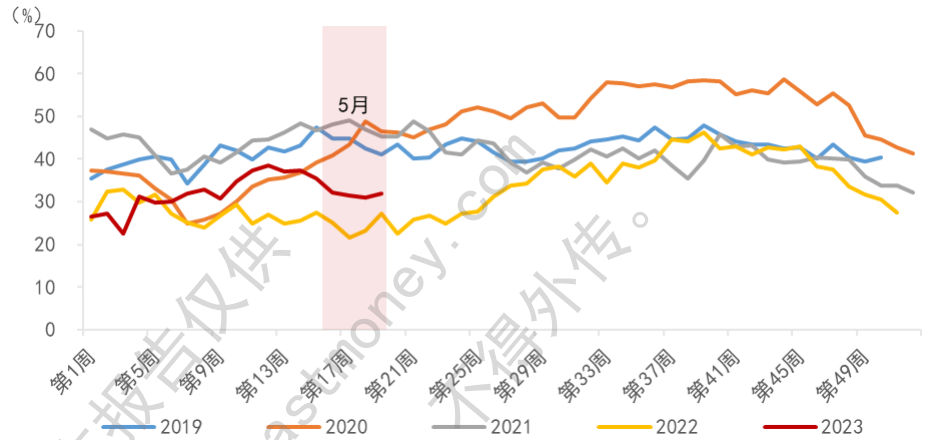
图表 14: 江浙地区涤纶长丝开工率



来源: Wind, 国联证券研究所

**基建相关高频指标超季节性回落。**5 月, 石油沥青装置开工率较 2019-2022 年同期的平均水平下降 20.9%(前值-3.2%), 或显示基建增速有进一步下行。

图表 15: 石油沥青装置开工率

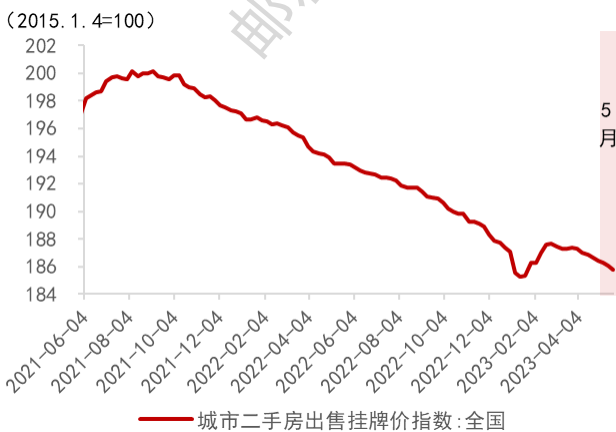


来源: Wind, 国联证券研究所

**房地产市场仍然低迷。**价格方面, 5月全国二手房挂牌价格延续4月的下行趋势。土地市场也表现偏弱, 100大中城市成交土地溢价率除本月中上旬略有上升外, 后期持续明显下行。

销售量上, 30大中城市新房销售面积也继续下滑。与往年(2019-2021)同期水平相比, 5月30大中城市新房销售面积下降29.5%(前值-16.4%), 降幅进一步扩大。

图表 16: 全国二手房挂牌价格



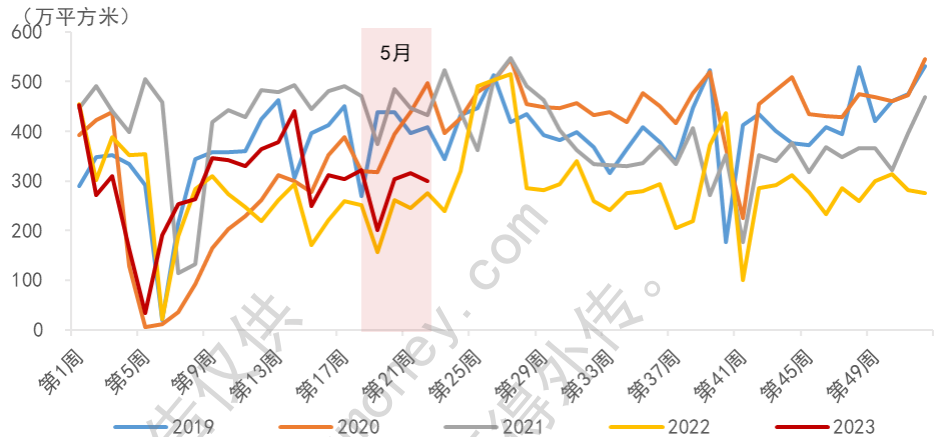
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 17: 成交土地溢价率



来源: Wind, 国联证券研究所

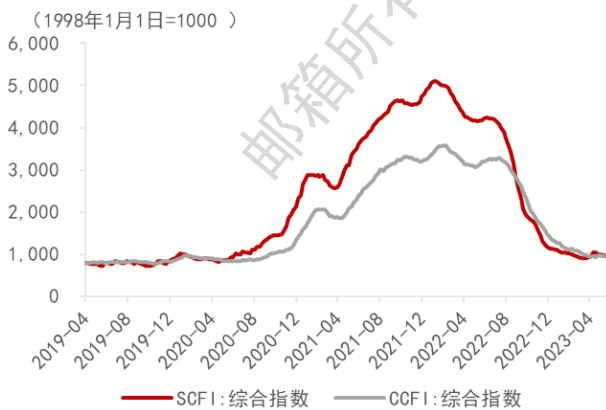
图表 18: 30 大中城市商品房成交面积当周值



来源: Wind, 国联证券研究所

出口部门价格数据持续走低。在 4 月出口相关高频指标已经处于低位的基础上，5 月相关高频指标进一步走低。集装箱出口运价指数较 4 月进一步降低，国际干散货运价自 5 月中旬后持续下跌。当然，近期出口增速和运价指数之间相关性不高，出口情况如何仍有待进一步观察。

图表 19: 中国出口集装箱运价指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 国际干散货运价指数



来源: Wind, 国联证券研究所

#### 4 PMI 为何继续回落?

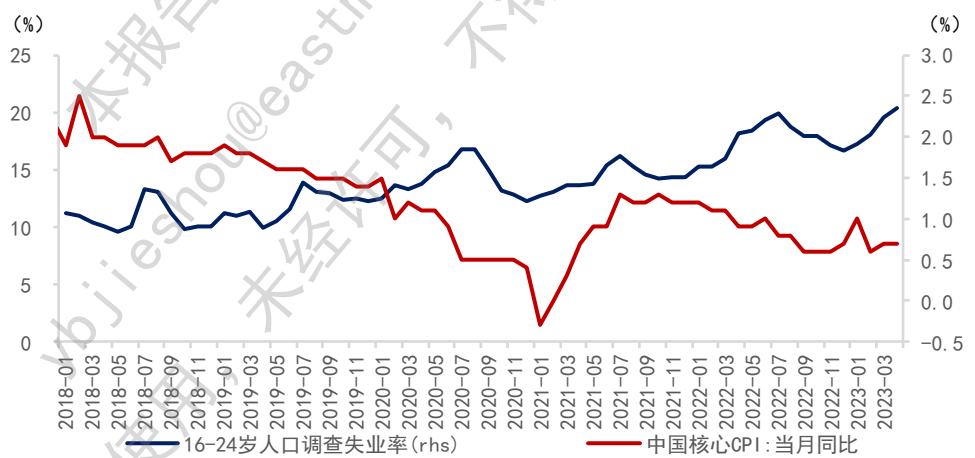
5 月 PMI 继 4 月之后的继续下行，表面上看是需求与生产修复双双放缓的结果，实际上或是当前国内经济的基本面的体现。此前，疫情防控放松之后短期供需反弹缺乏可持续性。目前，伴随着积压需求释放带来的反弹动能的逐步耗尽，经济基本面的



情况更为清晰:

简单地说,我们认为,在地产经历显著调整并在一些城市明显过剩之后(《三四线地产草根调研见闻——宏观专题研究》),市场短期难以找到取代地产投资的新需求;而与地产需求密切相关的地方财政也同时受到波及,并拖累基建投资。此外,广普的住宅、商业物业价格的下跌,叠加疫情三年居民、企业收入受到的冲击,也使得居民、企业部门资产负债表恶化,影响消费需求并拖累资本支出——这是本轮中国经济复苏乏力乃至重新下滑的根源。近期的数据已经显示,物价下行和真实就业压力再度上升。

图表 21: 核心CPI与青年人调查失业率



来源: Wind, 国联证券研究所

从金融部门来看,在中央财政未能显著扩张赤字的情况下,其他各个部门也缺乏加杠杆支撑需求的主体。此外,债务偿还的压力加大。社融的扩张更多与金融空转以及存量债务中借新还旧比例上升有关。“流动性陷阱”的风险也在上升。

更重要的是,经济基本面的下滑、预期的转弱、以及金融体系顺周期自我加速的机制彼此交织,可能导致财政金融风险暴露,并出现恶性循环。例如,一季度以来伴随着地产销售的阶段性回升,地产价格有阶段性企稳;但是如果经济和就业市场进一步恶化,地产价格进一步调整并影响金融财政稳定的风险不能排除。

## 5 稳增长政策有望进一步推出

我们认为后续相关领域的稳增长政策有望进一步推出。政策工具箱中有以下选择:

- 首先,降息、政策性银行金融工具以及专项再贷款政策推出在短期使用的可能性最高。主要因其使用相对灵活,能够精准作用于实体经济的薄弱领域与关键环节: 1) 物价下行的情况下,降息能够避免实际利率被动攀升,并提

振市场信心。2) 政策性银行金融工具包括专项贷款和金融债券；2022 年央行指导政策性、开发性银行投放政策性开发性金融工具资金共计 7399 亿元，新增信贷额度 8000 亿元。3) 央行的专项再贷款政策能够精准发力实体经济的薄弱环节，比如，5 月 15 日央行发布的一季度中国货币政策执行报告中就提出，要“实施好碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款……继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效。”

- 其次，如果三季度政治局会议批准，盘活财政余钱与地方债务结存限额也有可能三季度推出。财政余钱指此前未安排预算的财政收入，或者已经安排预算但尚未形成实际支出的财政资金，2015 年我国曾大范围开展“盘活财政存量资金”的工作。

专项债务结存限额是地方专项债务余额小于限额的部分，去年 9 月国常会曾提出要“依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额”，主要投向交通物流、能源环保、农林水利、市政园区、保障性安居工程等基础设施建设。

- 再者，当前存量房贷利息相对较高，引发居民提前还贷潮，影响居民消费。存量房贷降息或被作为一种对居民部门转移支付的手段来刺激消费。
- 当然，发行特别国债刺激经济也是政策选择之一。但是，2023 年财政赤字率为 3%，已达到历史较高水平。而且，历史上，财政赤字率在年中的上调也非常罕见，仅发生过 3 次（1998、1999、2000 年）。因此我们认为，短期使用该工具的可能性不高。但是，如果经济大幅低于预期或者就业和地方债务等风险因素出现了非线性调整，进一步调整财政预算扩大官方赤字的可能性不能排除。

在金融周期的下行阶段，通常货币偏宽但是信用偏紧，也通常意味着宽财政的政策选择。但是赤字的持续上升会对政府信用以及人民币汇率构成长期压力。中长期而言，中国的财政体制安排可能面临进一步调整的压力。

## 6 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695