

5月PMI数据解读

制造业弱需求凸显

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn



事项：

国家统计局发布 2023 年 5 月中国采购经理指数运行情况。

平安观点：

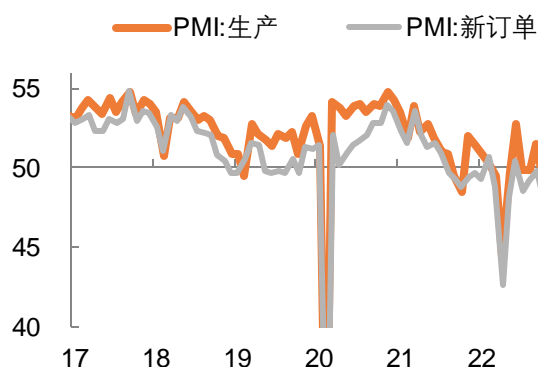
- **1、中国经济延续“制造业收缩 vs 服务业扩张”，但环比动能均有下降。**5月中国制造业 PMI 为 48.8%，较上月进一步下降 0.4 个百分点，除逆指数供应商配送时间指数外，制造业各分项指数均较上月走低。5 月非制造业商务活动指数为 54.5%，从上月高点回落 1.9 个百分点，各分项中只有从业人员指数较上月略有回升，服务业的恢复性增长呈现放缓迹象。
- **2、制造业弱需求凸显，并拖累生产、价格和投资表现。**1) 新订单显著弱于在手订单，反映需求走弱；新出口订单指数的定基同比进一步下降，5 月外需对制造业的支撑可能未有增强。2) 产成品库存指数和原材料库存指数分别处于 2012 年以来 88%分位和 28%分位水平，反映制造业在“主动去库存”。3) 主要原材料购进价格指数继续下滑，据此预测 5 月 PPI 同比从上月 -3.6%进一步下降至 -4.8%。4) 生产经营活动预期指数回到 2013 年以来 25%分位水平，指向制造业投资信心可能不足。5) 大型企业中小企业景气度呈现分化，大型企业占优可能不利于民营企业信心修复提升。
- **3、建筑业和服务业新订单扩张均呈放缓，但就业吸纳情况有边际改善，可能体现了“稳就业”政策的初步作用。**5 月建筑业和服务业的新订单指数均从扩张区间跌落至收缩区间，反映基建项目开工和服务业需求环比减少。同时，投入品和销售价格走低在建筑业和服务业中也均有体现，特别是建筑业的投入品和销售价格指数均创下 2009 年以来新低，物价更显低迷。
- **4、根据国家统计局解读数据，5 月行业表现呈现特征如下：**制造业，仍以中游行业景气最佳，而原材料行业是主要拖累项；服务业，以接触性行业和数字经济为主要带动，地产和金融行业呈现收缩。
- **综上，5 月中国经济增长动能环比走弱。在此情况下，我们认为宏观政策加码时点可能提前（此前预期为 7 月中央政治局会议前后）：**一是，**货币政策上，降息成为可选项**，在物价中枢下移情况下，实际利率水平对经济的驱动下降，加之企业盈利和投资回报率下行，有必要进一步推动贷款名义利率（特别是存量房贷利率）下降。二是，**财政政策上，推动加快地方专项债发行、推出新一批政策性金融工具。**由于土地出让收入恢复程度有限，今年地方政府维持基建投资增长仍然存在资金缺口，需要与去年相似的财政和“准财政”政策加码力度。针对“土地财政”模式转型的财政体制改革也可能逐步进入议事日程。三是，**推出重大产业建设工程，并辅之以相应的结构性货币政策工具、财政贴息工具等**，加快落实二十届中央财经委员会第一次会议“加快建设现代化产业体系”要求（推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系）。

国家统计局发布数据显示，5月中国综合 PMI 产出指数为 52.9%，较上月进一步下降 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。

一、经济增长动能环比下降

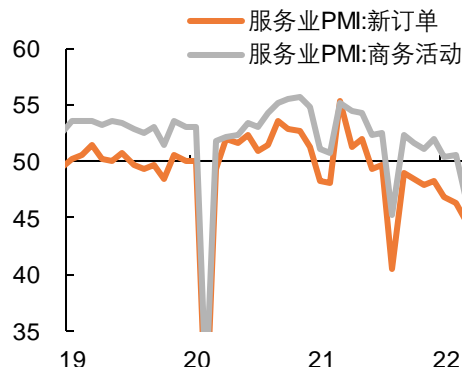
经济延续“制造业收缩 vs 服务业扩张”组合，但环比动能均有下降。5月中国制造业 PMI 为 48.8%，较上月进一步下降 0.4 个百分点，除逆指数供应商配送时间指数外，制造业各分项指数均较上月走低。5月非制造业商务活动指数为 54.5%，从上月高点回落 1.9 个百分点，其中新订单指数滑入收缩区间，各分项中只有从业人员指数较上月略有回升，服务业的恢复性增长呈现放缓迹象。

图表1 5月中国制造业生产指数回到收缩区间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 5月中国服务业新订单指数也转为收缩



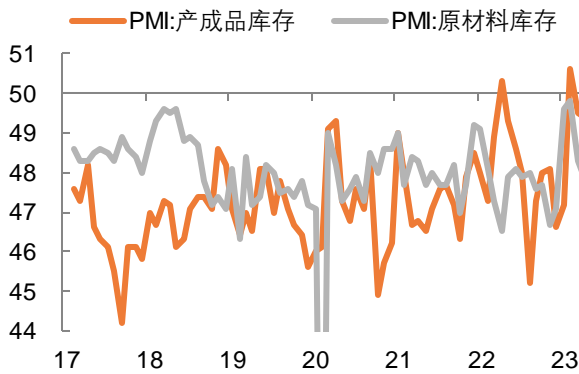
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、制造业弱需求凸显

4月制造业弱需求凸显，并拖累生产、价格和投资表现。这从各分项指标中得到全面体现：

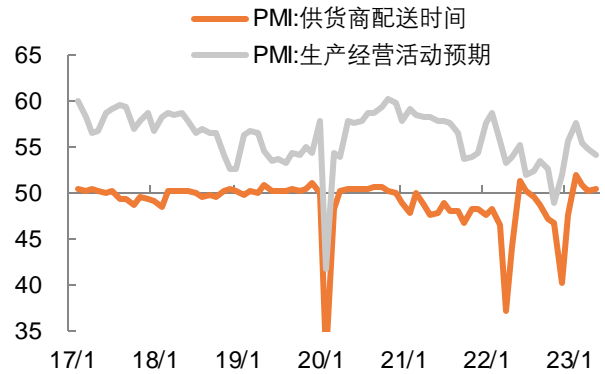
- 1) 新订单指数走低至 2012 年以来 5%分位水平，带动在手订单指数下降至 72%分位水平，更弱的新订单情况反映出需求走弱。其中，新出口订单指数进一步下降，经定基调整后，其同比与上月水平相当，体现 5 月外需对制造业的支撑可能未有增强。
- 2) 产成品库存指数和原材料库存指数分别处于 2012 年以来 88%分位和 28%分位水平，反映产成品库存水平较高、制造业“主动去库存”的动向。
- 3) 制造业供应商配送时间指数作为唯一略有回升的分项，指向制造业原材料供应商交货时间持续加快，制造业面临的需求约束大于供给约束。
- 4) 主要原材料购进价格指数继续下滑，从其与 PPI 环比之间的相关性推断，我们预测 5 月 PPI 环比可能降至-1.2%，对应 PPI 同比从上月-3.6%进一步下降至-4.8%，工业品价格进一步走跌。
- 5) 弱需求凸显背景下，5 月制造业生产经营活动预期指数连续第三个月回落，已回到 2013 年以来 25%分位水平，指向制造业投资信心不足。
- 6) 特别是，5 月制造业大型企业中小企业景气度呈现分化。大型企业 PMI 回升到 50 荣枯线上，且大型企业的生产、新订单、新出口订单、原材料库存指数均较上月有所提升，而中小型企业 PMI 指数在收缩区间进一步走低。

图表3 5月制造业去库存



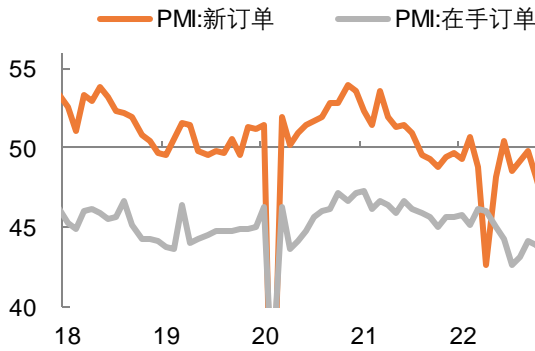
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 5月供应商交货时间持续加快



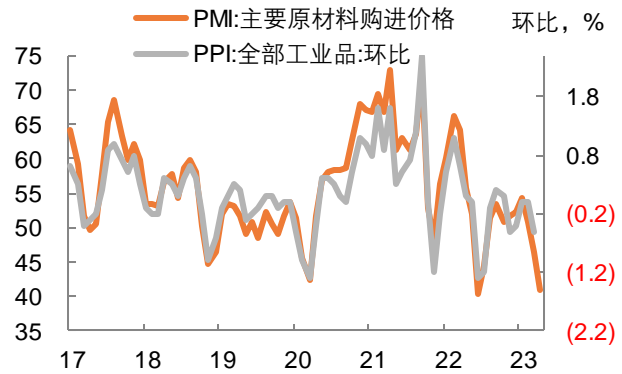
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 5月制造业在手订单指数进一步下降



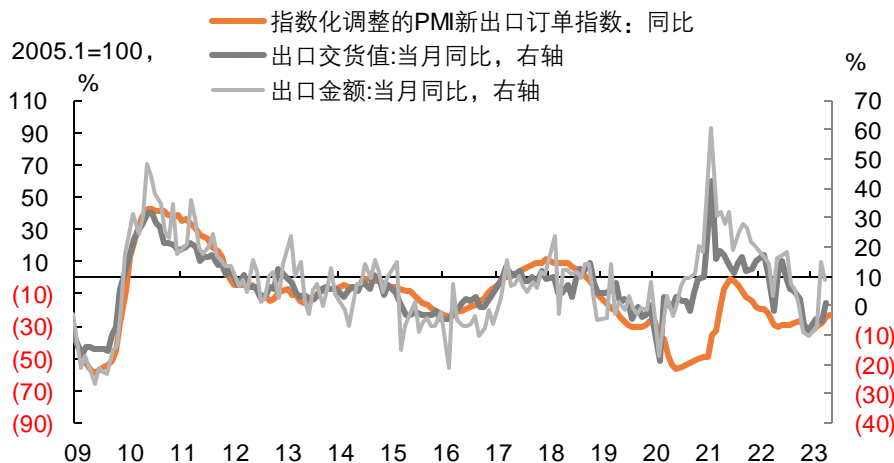
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 5月制造业原材料价格指数进一步下挫



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 5月新出口订单指数同比指向出口未有进一步改善

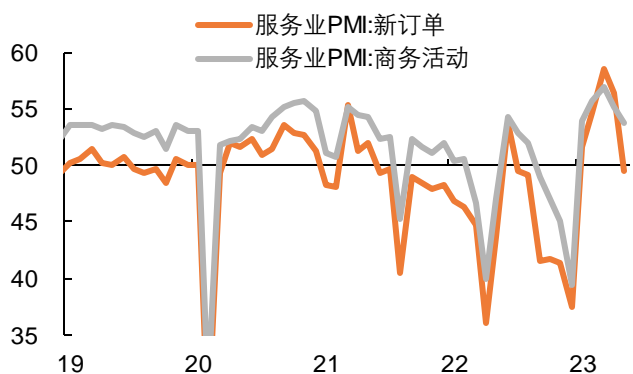


资料来源: wind, 平安证券研究所

三、非制造业新订单环比放缓

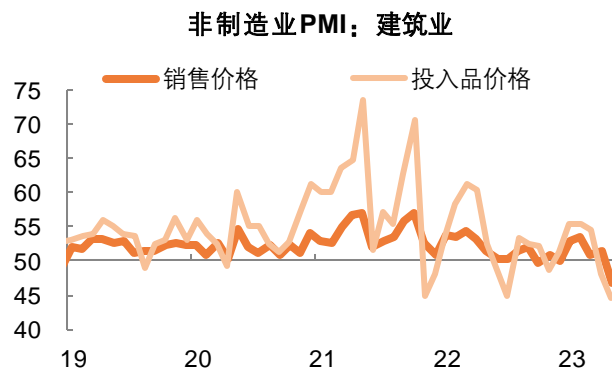
5月建筑业和服务业新订单扩张均呈放缓，但就业吸纳情况有边际改善。5月建筑业和服务业都呈现出新订单指数弱于商务活动指数的特点，且两项新订单指数均从扩张区间跌落至收缩区间，反映基建项目开工和服务业需求环比减少。同时，投入品和销售价格的走低在建筑业和服务业中也均有体现，特别是建筑业的投入品和销售价格指数均创下2009年以来新低。从业人员指数成为5月建筑业和服务业PMI中唯一略有改善的分项指标，可能体现了“稳就业”政策的初步作用。

图表8 5月服务业新订单指数落入收缩区间



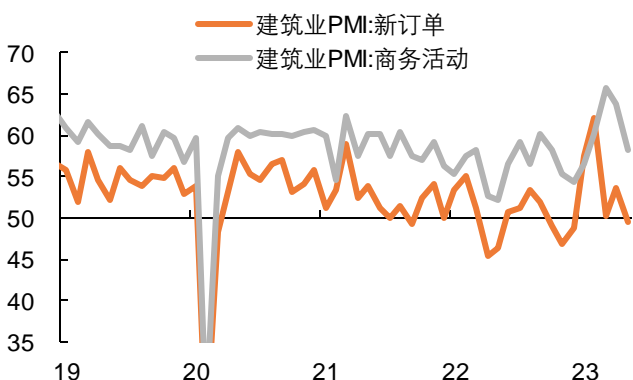
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 5月建筑业投入品和销售价格均创新低



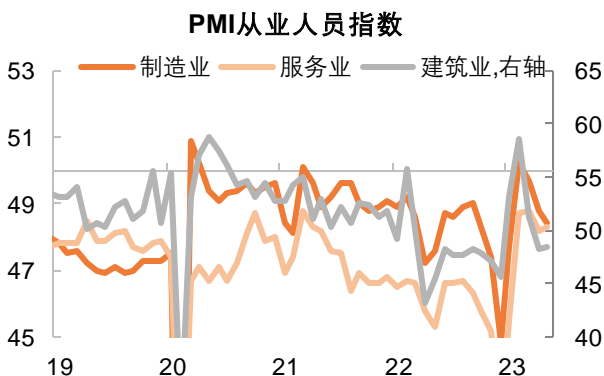
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 5月建筑业新订单指数也进入收缩区间



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表11 5月建筑业和服务业从业人员指数略有回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

四、当前中国经济运行的行业特点

根据国家统计局解读，5月行业表现呈现特征如下：

- **制造业**，仍以中游行业景气最佳，而原材料行业是主要拖累。5月食品及酒饮料精制茶、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，生产和新订单指数均连续三个月位于扩张区间。其中，铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业的生产经营活动预期指数连续5个月位于60.0%以上高位景气区间，行业预期向好；装备制造业PMI较上月提升0.3个百分点至50.4%；而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工业原材料行业，生产和新订单指数均位于45.0%以下的低位景气区间。此外，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；高技术制造业和消费品行业 PMI 分别为 50.5%和 50.8%，高于上月 1.2 和 1.0 个百分点，均从收缩转为扩张，出现边际改善。

- **服务业，以接触性行业和数字经济为主要带动，地产和金融行业收缩。**在“五一”节日效应带动下，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；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。而资本市场服务、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。

综上，5 月中国经济增长动能环比走弱：制造业需求弱、价格跌、去库存，建筑业新项目开工呈现疲态，服务业需求呈现回落迹象。在此情况下，我们认为宏观政策加码时点可能提前（此前市场预期为 7 月中央政治局会议前后）：

一是，货币政策上，降息成为可选项。在物价中枢下移情况下，实际利率水平对经济的驱动作用下降，加之目前企业盈利和投资回报率下行，有必要进一步推动贷款名义利率下降。尤其是，更大幅度地下调存量房贷利率，减轻家庭部门的实际偿债负担，对于提升当前仍显低迷的消费尤其是大宗消费来说，可能亦是颇有裨益的。

二是，财政政策上，推动加快地方专项债发行、推出新一批政策性金融工具。由于土地出让收入恢复程度有限，今年地方政府维持基建投资增长仍然存在资金缺口，需要与去年相似的财政和“准财政”政策加码力度。去年在地方专项债集中于 6 月底前发行完毕后，又批准动用了 5029 亿地方专项债结存限额，新设了两批共 6000 亿元政策性开发性金融工具额度（实际投放 7399 亿元）用于接棒专项债补充重大项目资本金，同时推出了 8000 亿元政策性银行信贷额度与之配合，从而较好稳定了去年下半年基建投资增长与实物工作量的形成。此外，考虑到当前土地财政（城投）、房地产与地方性银行之间“三位一体”的关系，需要从体制机制的根本性改革上来寻求“破局”，针对“土地财政”模式转型的财政体制改革可能逐渐进入议事日程。

三是，推出重大产业建设工程，并辅之以相应的结构性货币政策工具、财政贴息工具等，加快落实二十届中央财经委员会第一次会议“加快建设现代化产业体系”要求（推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系）。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层