



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《逆周期调节亟待发力填补全球紧缩的缺口》 - 2023.05.28

宏观研究

如 2019 年，平常心静待趋势向好

● 核心观点

5月工业品价格低迷，拖累经济景气连续下行。高耗能行业景气大幅回落抵消了其他行业景气回升。服务业延续恢复态势。类比此前工业品价格负增、PMI持续下行的时期，当前需求端政策有待发力以拉动经济回升。

投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，短期的基建，下半年的房地产；而顺周期信心不足，宜看向未来，如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

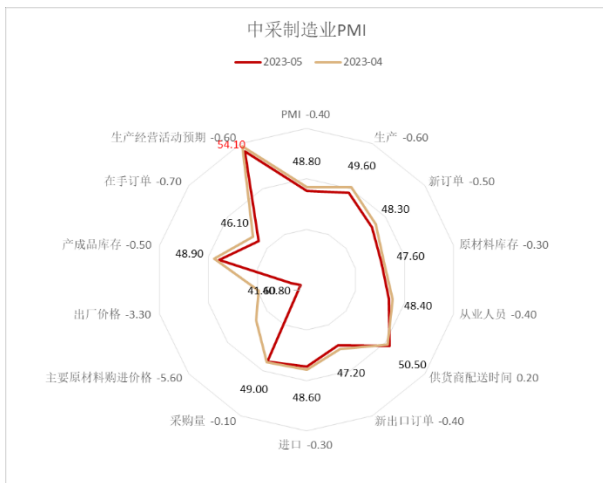
图表目录

图表 1: 5 月中采制造业 PMI 及分项	4
图表 2: 工业品价格下行压力加大	4
图表 3: PMI 从业人员与调查失业率	4
图表 4: 服务业&制造业	5
图表 5: 装备制造业及消费品制造业 PMI	5
图表 6: 不同规模企业 PMI	6
图表 7: 大型企业 PMI 与工业增加值	6
图表 8: PPI 同比&环比	7
图表 9: 社融同比	7

工业品价格低迷，拖累经济景气连续下行。5月中采制造业PMI低位再降至48.8%，连续3个月下行，并已连续2个月低于荣枯线。制造业景气度持续下行，受到了工业品价格低迷的重要影响。首先，在库存偏高而价格偏低的背景下，工业生产受需求端约束明显加大，生产端稳增长工具难以发力。5月新订单分项环比降0.5个百分点至48.3%，连续两个月处于收缩区间；新出口订单分项环比降0.4个百分点至47.2%，内需、外需均连续下行。同时，产成品库存分项下降0.5个百分点至48.9%，仍处于历史偏高水平；而原材料购进价格指数大幅下滑5.6个百分点至40.8%，为2022年8月以来最低，隐含5月PPI同比降幅扩大至-4.4%，工业品价格下行压力加大。三重力量共同制约了工业生产，导致5月生产分项下降0.6个百分点至49.6%，跌破荣枯线。而供需两端的收缩导致劳动力市场压力增大，5月从业人员分项环比下降0.4个百分点至48.4%。历史来看，PMI从业人员分项与31个大城市城镇调查失业率具有反向相关性，这意味着5月份调查失业率可能出现逆季节性反弹。

其次，高耗能行业景气大幅回落抵消了其他行业景气回升。分行业来看，5月高技术制造业、装备制造业、消费品制造业分别环比上升1.2、0.3、1.0个百分点至50.5%、50.4%、50.8%，反映装备制造业在工业领域相对较好，同时消费品制造业受益恢复性扩张。具体的，从生产指数和新订单指数来看，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。但是，高耗能行业PMI则大幅下降2.1个百分点至45.8%，为近10个月低点。具体的，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生产指数和新订单指数均位于45.0%以下的低位景气区间，产需明显回落。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主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均低于31.0%。这与5月以来黑色产业链、石化产业链的低迷是一致的。虽然经济中的新动能在积聚，但是工业品价格低迷拖累经济景气。

图表1：5月中采制造业PMI及分项



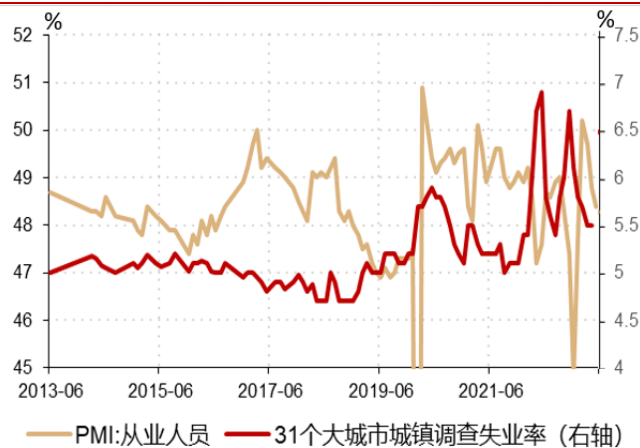
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：工业品价格下行压力加大



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表3：PMI从业人员与调查失业率

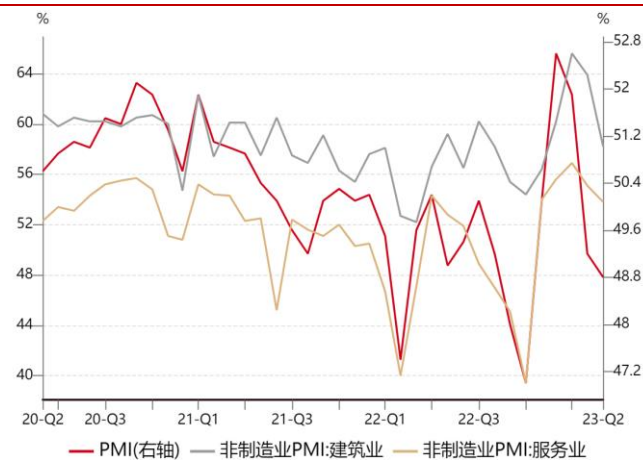


资料来源：Wind，中邮证券研究所

服务业延续恢复态势，但未能抵消制造业下行压力。5月非制造业商务活动指数为54.5%，比上月下降1.9个百分点。其中，服务业商务活动指数为53.8%，环比下降1.3个百分点，服务业保持较快恢复。五一假期，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，按可比口径恢复至2019年同期的119.09%；实现国内旅游收入1480.56亿元，按可比口径恢复至2019年同期的100.66%。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。但资本市场连续下行，房地产市场5月未出现明显改善，导致资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低于临界点。另外，建筑业商务活动指数为58.2%，比上月下降5.7个百分点，可能意味着房建项目持续偏冷的同时基建项目热度下行。5月综合PMI产出指数为

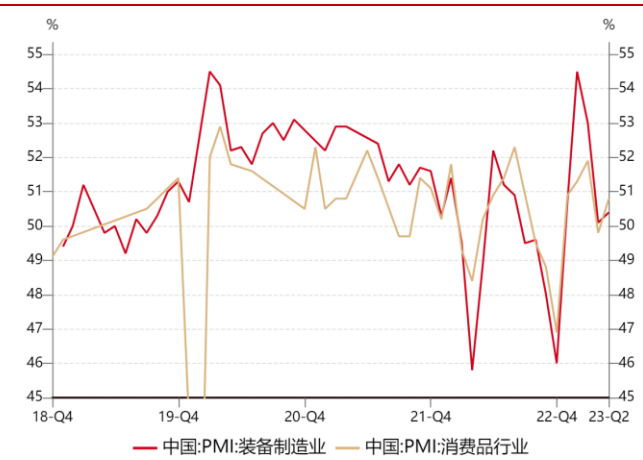
52.9%，比上月下降 1.5 个百分点，回到了今年 1 月份的水平。在经过了疫后恢复性扩张后，经济景气已回到年初起点。

图表4：服务业&制造业



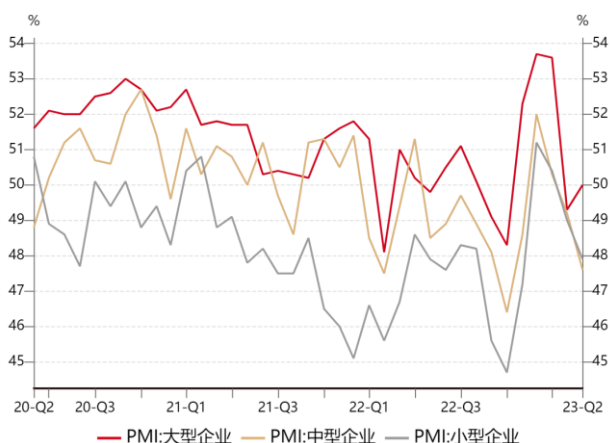
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：装备制造业及消费品制造业 PMI

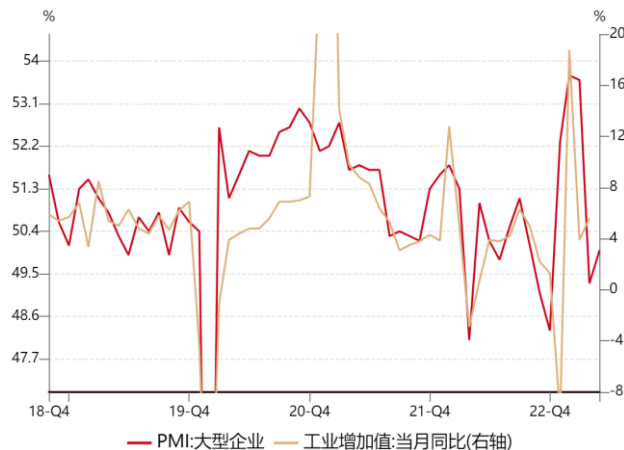


资料来源：Wind，中邮证券研究所

需求端待发力，以从源头化解景气下行症结。5 月份，大企业 PMI 环比上升 0.7 个百分点回到荣枯线，但是中、小型企业 PMI 分别为 47.6%和 47.9%，比上月下降 1.6 和 1.1 个百分点，连续两个月在收缩区间运行。结合行业来看，5 月份装备制造业 PMI 环比微升，但高耗能行业 PMI 大幅下降，大企业景气度的回升一方面受到装备制造业拉动，另一方面也与 4 月偏低的基数有关，未来持续回升的支撑可能较弱。从历史来看，大企业 PMI 与规模以上工业增加值同比增速具有相关性，4 月以来大企业景气度偏低意味着工业增加值表观读数可能亦不高。进一步的，工业增加值同比增速不及预期可能对二季度 GDP 形成明显拖累，当前市场基于低基数而推断的 GDP 显著上行的预期可能需要调整。从防风险的角度，房地产市场风险难言化解。百年建筑网调研全国 1114 个保交楼项目交付情况数据显示，5 月份保交楼项目已交付比例为 34%，较上期提升 11 个百分点。“保交楼”存量项目装饰装修占比较大，主体结构占 3 成，烂尾项目仅占 2.5%。在房地产市场仍处调整期的环境中，工业品价格持续下行施压企业盈利，加大了经济下行风险，进而影响企业投资以及劳动力需求。

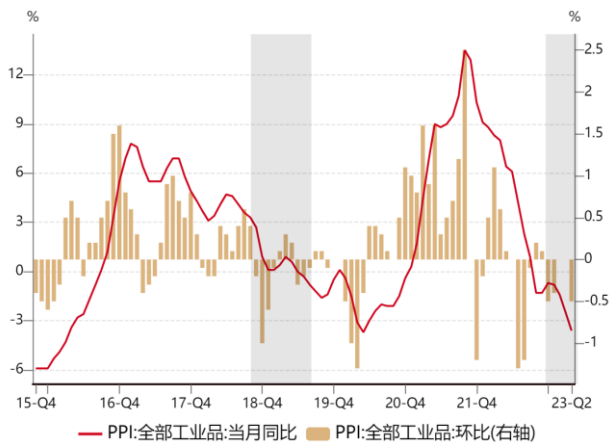
图表6：不同规模企业 PMI


资料来源：Wind，中邮证券研究所

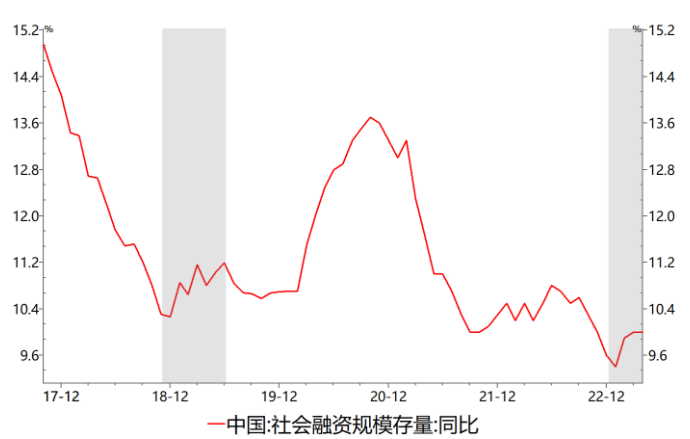
图表7：大型企业 PMI 与工业增加值


资料来源：Wind，中邮证券研究所

——类比此前工业品价格负增、PMI 持续下行的时期，当前需求端政策有待发力以拉动经济回升。2019 年 6 月以后，PPI 同比再次落入负增长，但是观察剔除了基数影响的 PPI 环比能够发现，自 2018 年 11 月开始 PPI 环比已转负，反映工业品价格下行压力在 2018 年底就已出现。同时 2019 年上半年在经历了 3 月份制造业 PMI 的短暂跳升后，4 月、5 月制造业 PMI 连续回落，呈现出与当前相似的工业品价格下跌、PMI 下行的组合。另外，今年 4 月份社融同比增速由年初 9.4% 抬升至 10%，而 2019 年上半年社融增速则由上年末的 10.3% 升至 11.2%，两个时期的金融环境整体都是宽松的。宽松的金融环境并未触发融资需求的有效扩张，反而经济景气偏低、工业品价格疲软。直至 2019 年 7 月，中共中央政治局会议强调“要坚持稳中求进工作总基调……促进经济持续健康发展”，需求端稳增长政策加码，8 月 17 日央行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，9 月 6 日央行全面降准 0.5 个百分点并对仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准 1 个百分点，11 月 5 日央行下调 MLF 操作利率 50bp。需求端稳增长工具推动了经济温和复苏，2019 年 11 月制造业 PMI 大幅上行 0.9 个百分点，回到荣枯线以上。另外，财新网报道，新一轮防范惩治统计造假的专项治理行动正在展开，从 2023 年 3 月持续到 2024 年 2 月，近期部分地区第一阶段的自查自纠工作即将完成。统计数据的挤水分提高了表观数据的真实性，而稳增长政策的紧迫性也伴随自查自纠工作的推进而加强。

图表8: PPI 同比&环比


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

图表9: 社融同比


资料来源: Wind, 中邮证券研究所

投资建议: 此时关注顺周期行业政策预期, 短期的基建, 下半年的房地产; 而顺周期信心不足, 宜看向未来, 如人工智能、数字经济与制造业相结合 (主要是工业母机方向)、平台经济、新能源 (主要是氢能领域)、大农业、网络安全等方向。

风险提示

房地产市场超预期下行, 政策落地执行扭曲, 地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048