

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

5月31日，国家统计局公布5月PMI数据。5月制造业PMI 48.8，延续4月偏弱态势。服务业和建筑业PMI也同步回落，分别为53.8和58.2。

➤ 客观承认，5月PMI数据弱于市场预期。**5月制造业PMI低于荣枯线，这一点市场早有预期准备。**

不论是高频的地产销售量价，还是水泥磨机运转率、螺纹钢表观消费等高频数据，都已提示5月实体数据将会偏弱。

然而不论从历史分位数还是环比走势来看，5月PMI弱于市场预期。

不足49%的制造业PMI读数，处于历史同期5%分位以下，仅略高于去年疫情达峰期间（2022年11-12月）。5月PMI环比下降0.4个百分点，超过历史季节性表现（2015-2019年，5月制造业PMI环比均值为-0.02%）。

5月PMI数据发布后，股票市场和汇率小幅走弱。

早盘结束，人民币对美元汇率冲破7.1。上证指数、深证成指、创业板指分别下跌0.74%、0.95%和1.2%。这亦表明今日市场或在定价国内经济基本面弱于预期。

➤ 坏消息中的好消息，短期内实体经济数据下滑最快时期或已过去。**将今年3-5月PMI联系在一起，我们得到的图景是经济动能逐步回落。**

3月经济从疫情达峰后走出，供需共振修复，并且部分需求来自去年年底错峰表达。所以3月生产、订单、就业，各项指标都有不俗表现。

4月疫后短期突增的需求退却，故而PMI中需求相关分项，例如新订单、新出口订单下降较快，生产和就业反而表现平稳。

5月生产进一步走弱，叠加全球大宗价格走弱，5月环比降幅较大的反而在生产分项和价格分项。生产、出厂价格与主要原材料购进价格分项PMI分别较前月回落0.6、3.3和5.6个百分点。

预计今年1-3季度经济增长环比动能整体偏弱。并且存在两个较大概率：

第一，今年一季度，尤其3月或是年内需求高点。第二，4月经济回归疫后常态，4月经济环比动能降幅或是年内最大。

这也解释了为何4月债券大涨、大宗下行、股票风险偏好收缩。

进入5月，PMI显示增长动能尚未企稳，但下滑幅度明显收敛。预计未来实体经济的环比下滑幅度大概率低于4月。

不难理解为何5月PMI数据公布之后，对宏观数据最敏感的债券，定价冷静。

➤ 从关注金融资产负债表到关注政策。

我们之前对宏观经济保持乐观，关注点不在于实体GDP增速有多高，关注点在于国家资产负债表能否迎来改善，这也是为何我们高度关注今年地产销售量价。

4月下旬地产疲态显露，5月销售量进一步下滑，4月金融数据显示居民部门当下可能正在提前还贷。这些迹象显示，4月以后金融层面的资产负债表修复逻辑有所松动，这也是为何4月大类资产定价发生变化。

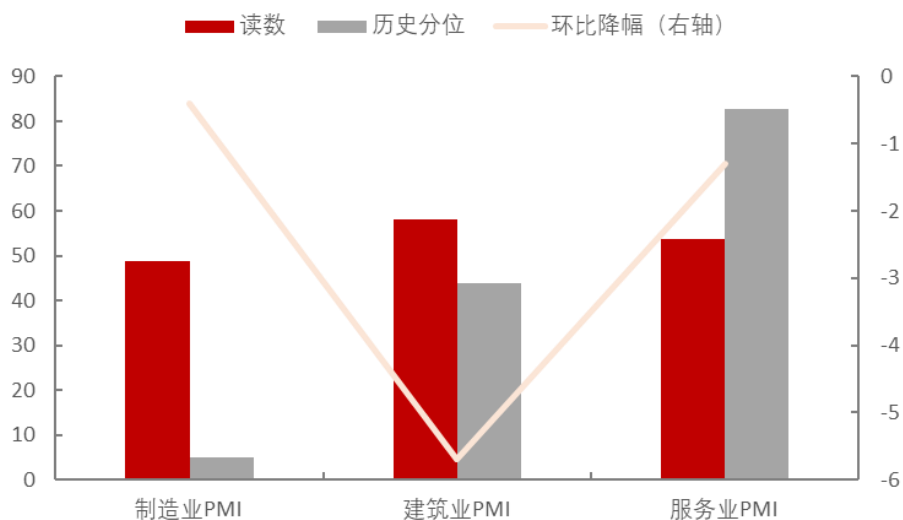
往后看，偏弱的实体基本面完成定价之后，市场进入政策预期博弈，后续保持对逆周期政策关注。

风险提示：内需扩张政策不及预期；海外衰退超预期。

相关研究

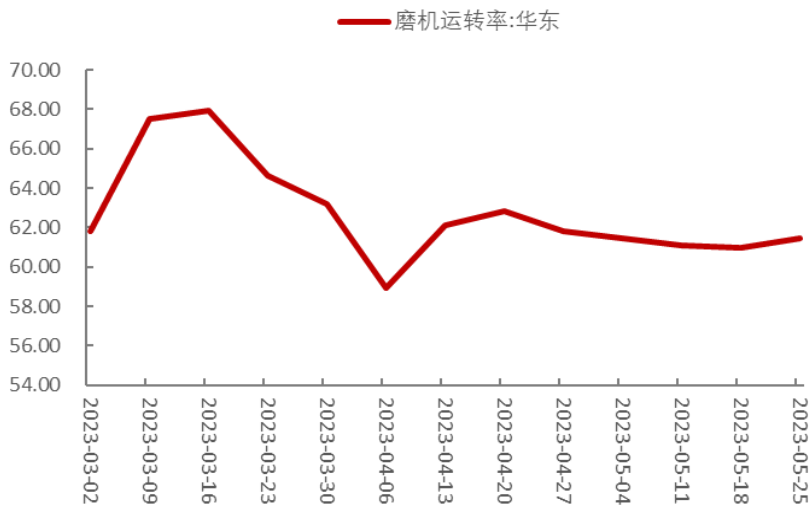
- 1.流动性跟踪周报：当前债市博弈资金面-2023/05/29
- 2.全球大类资产跟踪周报：寻找下一个锚-2023/05/28
- 3.宏观专题研究：还有多少政策值得期待？-2023/05/27
- 4.宏观调研系列之四：当前二手房的现状-2023/05/25
- 5.宏观专题研究：“天量”信贷缘何难推投资高增？-2023/05/23

图1：5月制造业、建筑业和服务业PMI读数、降幅及历史分位数（单位：%）



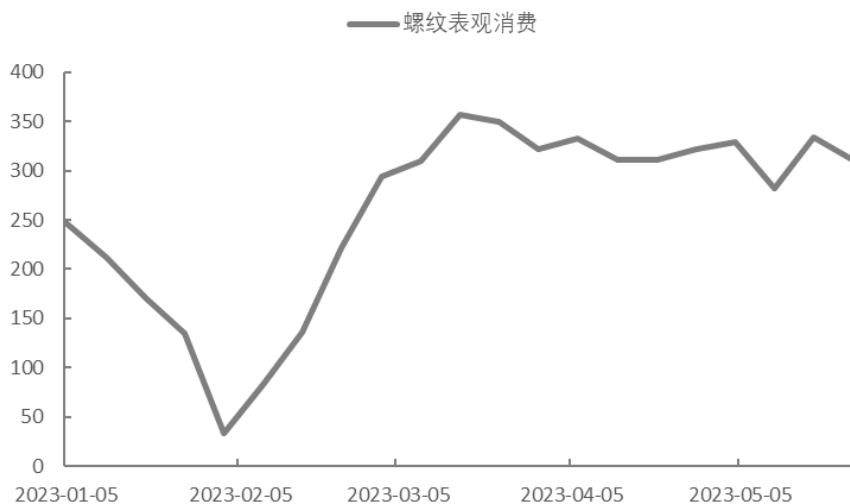
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：5月磨机运转率较3-4月份有所下滑（单位：%）



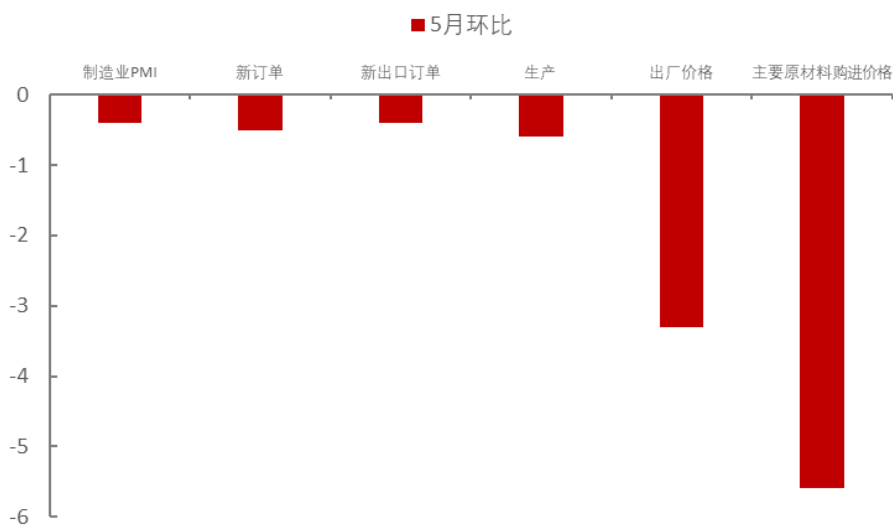
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：5月螺纹钢表观消费量同样低于3-4月份表现（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：5月PMI中生产、出厂价格和原材料购进价格是拖累主因（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026