

分析师：肖雨

执业证书编号：S0740520110001

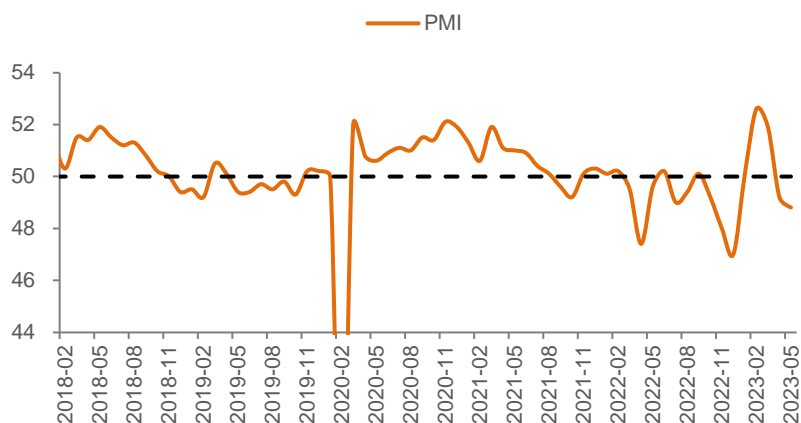
Email: xiaoyu@r.qizq.com.cn

投资要点

- **5月 PMI 持续回落 0.4 个百分点至 48.8，连续两个月处在枯荣线以下。**继 4 月份制造业 PMI 回落至枯荣线以下，5 月 PMI 延续下行趋势，显示制造业景气度进一步回落。考虑 PMI 的同比读数变化，如果将“PMI-50”作为环比值，连乘后转化为同比值，5 月同比读数表现为降幅扩大，再度印证了制造业景气度下行的趋势。构成制造业 PMI 的 5 个指标中，生产指数下行 0.6 个百分点至 49.6，降至枯荣线以下；新订单指数下降 0.5 个百分点至 48.3；原材料库存指数下降 0.3 个百分点至 47.6；从业人员指数下降 0.4 个百分点至 48.4；仅供应商配送时间环比回升 0.3 个百分点至 50.5，高于临界点。
- **产需双双下行，缺口小幅收窄。**生产端，生产指数回落至负区间，今年 2 月份以来首次降至枯荣线以下；生产经营活动预期回落 0.6 个百分点至 54.1，持续位于高景气区间，但考虑到该指数普遍较高，将其与往年同期进行比较（2018-2022 年 5 月份生产经营活动预期分别为 58.7、54.5、57.9、58.2、53.9），仅略高于 2022 年同期，显示企业信心不足。需求端，新订单和新出口订单指数分别为 48.3（回落 0.5 个百分点）和 47.2（回落 0.4 个百分点），显示内需和外需双双走弱。从产需缺口（生产指数与新订单指数之差）来看，5 月产需缺口小幅收窄 0.1 个百分点至 1.3，但绝对水平仍处在高位，需求不足问题更趋严峻。
- **原材料和产成品价格回落，库存去化。**受需求不振、国际大宗商品价格波动等因素影响，原材料价格有所回落，指数大幅下降 5.6 个百分点至 40.8，出厂价格指数也相应地下降 3.3 个百分点至 41.6。制造业企业持续去库存，原材料库存指数下降 0.3 个百分点至 47.6，产成品库存指数下降 0.5 个百分点至 48.9。供应商配送指数保持在枯荣线以上，且有所上升，显示供应商交货速度有加快趋势。
- **大型企业景气度回升至临界值，中小型企业持续回落。**大型制造业企业 PMI 回升 0.7 个百分点至 50，中小型企业分别回落 1.6、1.1 个百分点至 47.6、47.9。制造业头部效应明显，大型企业景气程度通常好于中小型企业，并展现出更快的恢复速度，此次大型制造业企业率先提升景气度可能是一个积极信号。
- **非制造业改善势头放缓。**非制造业商务活动指数 54.5，较上月回落 2.1 个百分点但仍处于枯荣线以上，复苏动能放缓。今年以来，非制造业展现出较强的复苏势头，从 2022 年 12 月的 41.6 大幅升至 2023 年 1 月的 54.4，此后连续保持在高景气区间。具体来看，建筑业 PMI 收于 58.2，较前值下行 5.7 个百分点，建筑业受到基建项目支撑，在地产降温、房屋新开工和施工面积同比持续下行的情况下依旧保持高景气度；服务业 PMI 收于 53.8，较前值下行 1.3 个百分点，即使在“五一”假期刺激消费的情况下，服务业复苏斜率依旧放缓。后续非制造业景气情况很大程度上取决于基建投资发力情况和消费的复苏动能。
- **需求不足是当前核心矛盾，基本面对债市仍有支撑。**5 月综合 PMI 产出指数收于 52.9，较前值下降 1.5 个百分点，经济景气水平整体回落。制造业和非制造业景气度分化，制造业处在收缩区间，非制造业处在修复当中，但斜率有所放缓，与 4 月经济数据体现的情形较为类似但更加严峻。无论是从产需下行、工业品价格回落还是服务业斜率放缓来看，需求不足都是当前制约我国经济恢复的核心矛盾。结合央行一季度货币政策执行报告来看，“当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济内生动力还不强、需求仍然不足”“从国内看，疫情‘伤痕效应’尚未消退，居民收入预期还在恢复，青年人就业压力较大，消费复苏动能的可持续性面临挑战，政府投资撬动社会投资仍存制约，全球经济增长放缓也可能使外需持续承压”。需求不足、复苏动能放缓的背景下，基本面因素对于债市仍然有利，但长债利率进一步下行预计需要新的“催化剂”。随着经济环比走弱，需求端刺激政策加码可能性上升，市场预期波动可能加大。
- **风险提示：**资金面大幅收紧；稳增长政策超预期等。

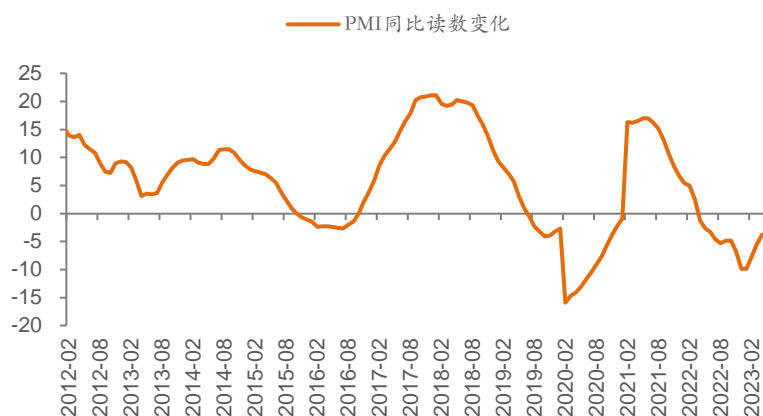
相关报告

图表 1: 5 月 PMI 持续回落至 48.8



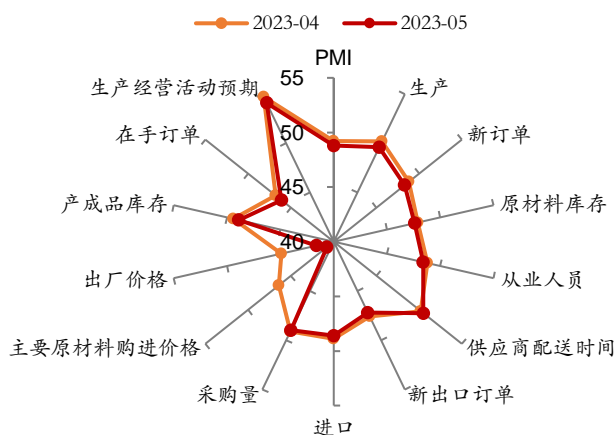
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 2: 转化为同比值后, 5 月份 PMI 降幅有所收窄 (%)



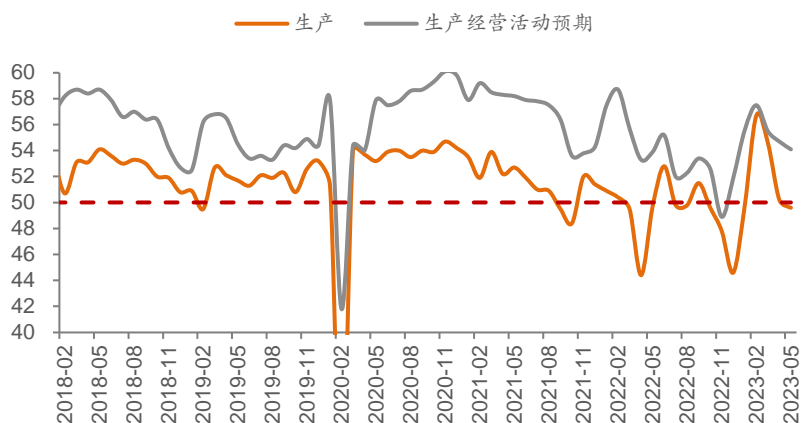
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 3: 主要分项较前值回落



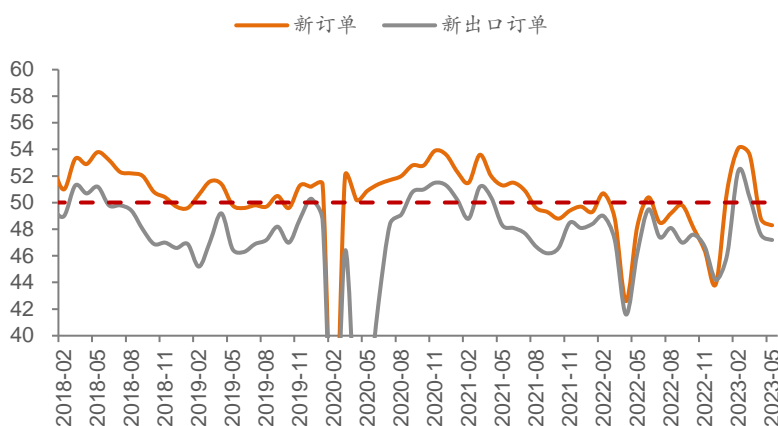
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 4: 生产指数及生产经营活动预期有所回落



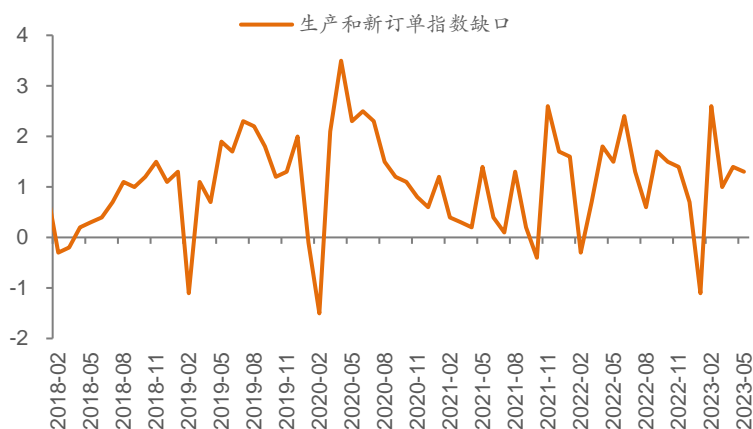
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 5: 内需、外需降温



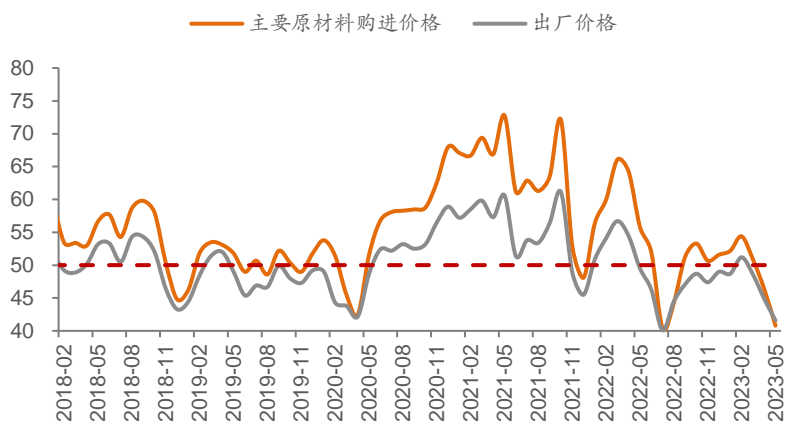
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 6: 5月生产和新订单指数缺口收窄, 绝对水平仍在高位



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 7: 原材料、出厂价格指数持续下降



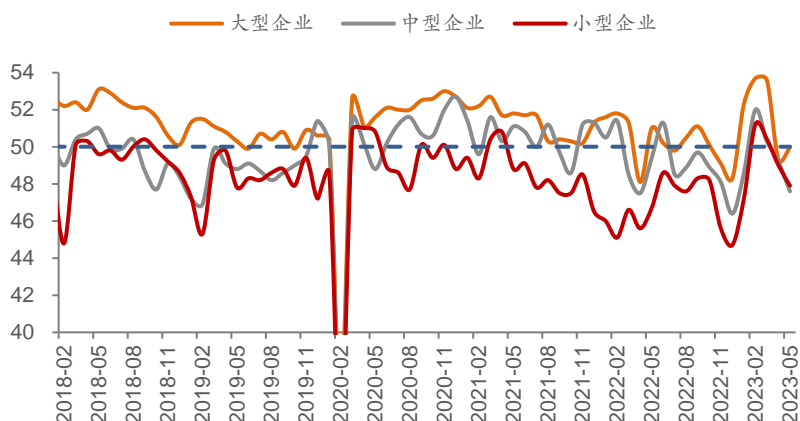
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 8: 原材料、产成品库存双双回落



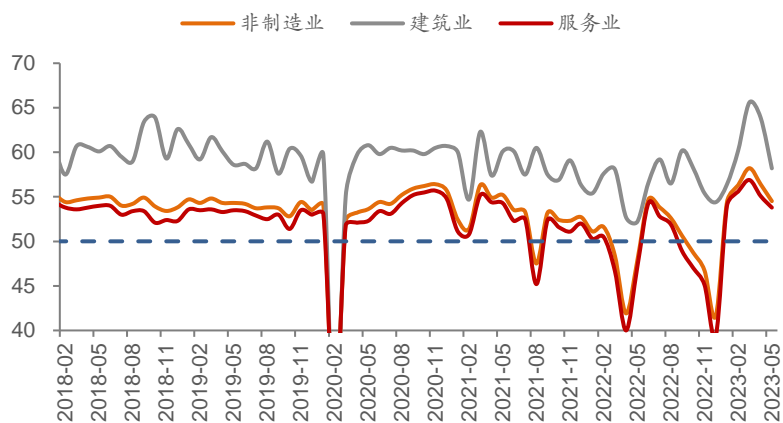
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 9: 大型企业景气度升至临界点, 中小型企业回落



来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 10: 建筑业和服务业复苏降温



来源: iFinD, 中泰证券研究所

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。