

2023年06月01日

后续经济或需政策发力

——2023年5月PMI数据点评

固定收益研究团队

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 核心观点

1. 5月，制造业PMI为48.8%（前值49.2%，下同）。非制造业PMI为54.5（56.4%），建筑业PMI为58.2%（63.9%），服务业PMI为53.8%（55.1%）。

2. **整体：**5月PMI较前值出现回落，我们认为主要有两点值得观察：一是一季度由于积压订单释放、生产端恢复，使前两个月回升的幅度较大，基数也较高，所以PMI存在向均值回归的趋势。从三月移动平均来看，PMI的回落幅度并不像单月那样明显。二是PMI各分项几乎均出现回落，但绝大多数分项回落的幅度较小，都不超过1个百分点，唯独与价格相关的指标回落较大。价格端高频指标也证实价格在出现回落，或与国际大宗商品价格的回落和需求较弱也存在一定关联。价格回落同样会导致上游企业生产意愿不强，因此形成负向循环。下游的需求端同样在影响上游生产。下游的建筑业的大幅回落和弱于季节性或证明需求端边际有所减弱。

3. **后续：**5月PMI显示的情况是经济较上月有所回落，和市场对经济的感受较为一致，和会议中的判断“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”相符。因此，**后续是否能看到相关政策出台呵护经济或将成为市场博弈的重点。**另外，以建筑业新订单指数和水泥发运率来看，2020年后建筑业新订单大致领先水泥发运率2-3个月，**一季度较高的新订单是否能在后续形成工作量拉动GDP也需观察。**

4. **债市：**债市收益率在低位徘徊，各等级利差均倍压缩至历史低位，与现在对基本面感受较为一致。但最近市场对政策预期频繁升温，证明市场对收益率再向下有所犹豫。因此，需要谨慎后续若有政策出台带来经济回升使债市出现波动。

5. 分项：

（1）制造业：综合PMI指数较前值出现回落，从季节性来看，弱于2018年以来同期。

供需：生产指数较上月回落0.4个百分点，和新订单指数较上月回落0.5个百分点，回落幅度基本相同。一是在一季度积压订单释放、生产端持续恢复基数较高，二是产需两端动能均有所回落。

进出口：新出口订单指数较上月回落0.4个百分点，进口订单指数较上月回落0.3个百分点，或证明内需和外需均出现一定程度的减弱。

价格：原材料购进价格较上月回落5.6个百分点，出厂价格较上月回落3.3个百分点，均出现大幅下行，但企业采购量只是小幅下滑，或证明价格的下行除了受需求端影响外，主要原因或来自上游大宗商品价格下行影响。

库存：产成品库存较前值继续回落，回落0.5个百分点，或证明企业正在转为被动去库阶段，尚处复苏早期。

（2）服务业：商务活动指数继续保持高位运行，或因五一期间居民出行意愿较高，线下接触性消费持续恢复。据国家统计局，“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；服务业新动能行业发展向好”。服务业业务活动预期持续处于60以上的高景气区间。**从季节性来看，**5月服务业PMI继续超2018年以来同期。**从高频来看，**多个城市地铁客运量正处高位，人流在持续恢复。

（3）建筑业：商务活动指数继续保持高位，但较前值有所回落，也从高景气区间回落为较高景气区间。从季节性来看，略弱于2018年以来同期。新订单指数环比有所减弱，或证明新项目数量正在减弱，后续形成能否形成工作量才是重点。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情变化超预期。

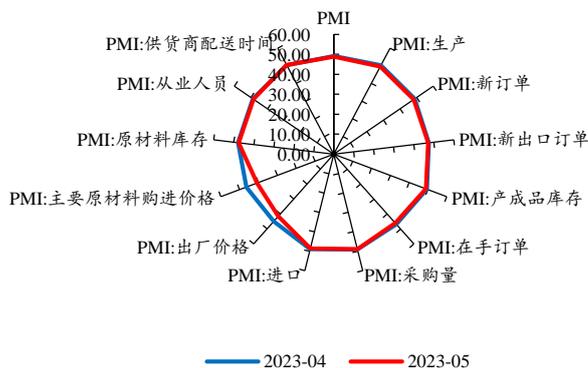
相关研究报告

《产销率和库存拖累利润—2023年4月工业企业利润点评》-2023.5.30

《质押式回购规模再创新高，工业企业利润降幅收窄—利率债周报》-2023.5.28

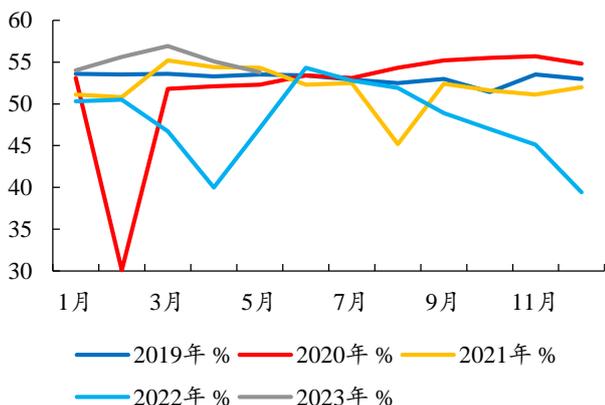
《多数指标变动不大—高频数据周报》-2023.5.28

附图 1：制造业各分项均有所下降



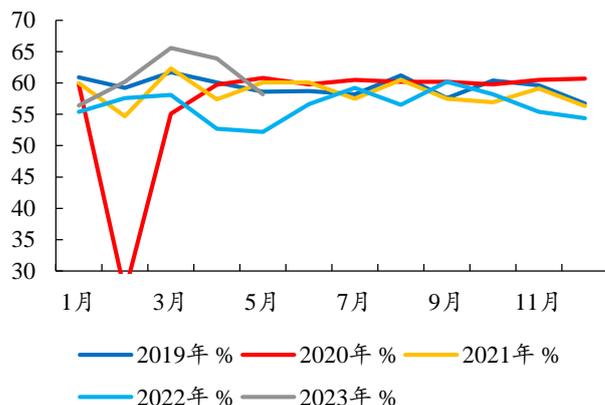
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：服务业 PMI 超季节性上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：建筑业 PMI 超季节性略低于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn