

内外需双双回落，库存延续去化——5月 PMI 点评

报告发布日期

2023年06月03日

研究结论

- 事件：2023年5月31日国家统计局公布最新中国采购经理指数，5月制造业 PMI 指数录得 48.8%（前值 49.2%，后同），非制造业商务活动指数录得 54.5%（56.4%），综合 PMI 产出指数录得 52.9%（54.4%）。
- 内需偏弱仍是当前制造业面临的突出矛盾。5月生产和新订单 PMI 分别为 49.6%、48.3%（50.2%、48.8%），降幅均大于整体，且生产降至枯荣线以下。分项来看，需求端新出口订单 PMI 为 47.2%（47.6%），下行幅度小于整体，说明内需不足影响更为显著；生产端，虽然近期疫情水平出现波动，但供货商配送时间 PMI 反而上升了 0.2 个百分点，说明当下物流较为畅通，拖累更多源于需求不足。分行业来看，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生产和新订单指数连续三个月位于扩张区间，后两者与外需有关；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，其中电子设备在低基数下环比企稳；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和新订单指数均位于 45.0% 以下的低景气区间，考虑到 5 月出厂价格以及主要原材料购进价格指数落至近期低点，与这些行业相关性较强（化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工两个价格指数均低于 31%），反映出目前中下游需求不足拖累生产。
- 企业预期更加谨慎，整体延续去库。5月采购量、进口、原材料库存、产成品库存 PMI 分别为 49%、48.6%、47.6%、48.9%（49.1%、48.9%、47.9%、49.4%），均较前值下行；生产经营活动预期 PMI 为 54.1%（54.7%），进一步回落。
- 中小企业景气度依然较弱。5月大、中、小型企业 PMI 分别为 50%、47.6%、47.9%（49.3%、49.2%、49%），其中大型企业重返枯荣线：（1）大型企业在价格指数领跌的情况下，产需回暖拉动整体回到枯荣线，大型企业生产、新订单、主要原材料购进价格、出厂价格 PMI 指数分别较上个月变化 1.4、1.3、-7.3、-5.2 个百分点。（2）中、小企业产需均延续前期走弱。中、小企业生产 PMI 分别为 48%、47.9%（49.8%、50.7%），其中小型企业降至枯荣线以下；新订单 PMI 分别为 46.3%、46.9%（49.3%、47.6%）。值得注意的是，小型企业新出口订单 PMI 为 44.4%（46.9%），已连续两个月降幅显著大于新订单 PMI，或说明劳动密集型产品出口承压。（3）从业人员 PMI 回落。5月从业人员 PMI 为 48.4%（48.8%），已连续 3 个月下行，其中中型企业为 47.5%（48.5%），降幅较大。
- 五一假期拉动部分服务业修复。5月服务业商务活动和新订单指数分别为 53.8%、49.5%（55.1%、56.4%），后者大幅降至枯荣线以下。分行业看，五一期间旅游出行、线下消费较为活跃，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；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，维持高景气度；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数均低于枯荣线，或是新订单指数的主要拖累项。
- 建筑业扩张放缓。5月建筑业商务活动指数为 58.2%（63.9%），维持高位，其中新订单 PMI 为 49.5%，降至枯荣线以下。
- 当下经济结构分化较为明显，一方面是地产等下游需求不足影响制造业修复，另一方面服务业依然处在扩张之中。展望后续，经济环比动能或将进入更平缓的时期：（1）海外经济增长放缓、基建前置优势减弱等因素导致当下商品端在外需不振的同时内需同样释放不足，企业预期较为谨慎；（2）暂时无法确定服务业 PMI 下行是否仅由地产等部分行业拖累，但居民出行频率增长使得服务业始终会是今年修复弹性最大的领域，其对今年经济增长的拉动作用依然稳固。

风险提示

- 疫情反弹导致供应链不稳定现象短期内难以快速缓解的风险；外需回落快于预期。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003

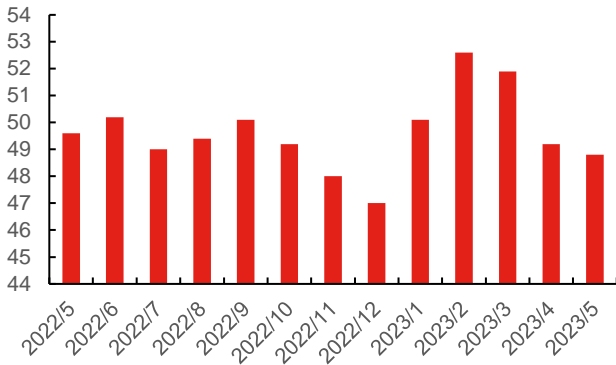
联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
-----	------------------------------

相关报告

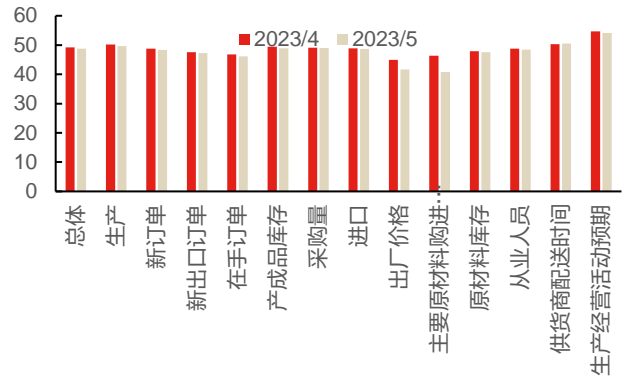
疫情低水平波浪式流行或影响居民出行意愿——扩大内需周观察	2023-06-01
理解美国政治的运作——国会参议院篇	2023-05-31
去基数后修复有限——1-4月工业企业效益数据点评	2023-05-31

图 1：制造业 PMI (%)



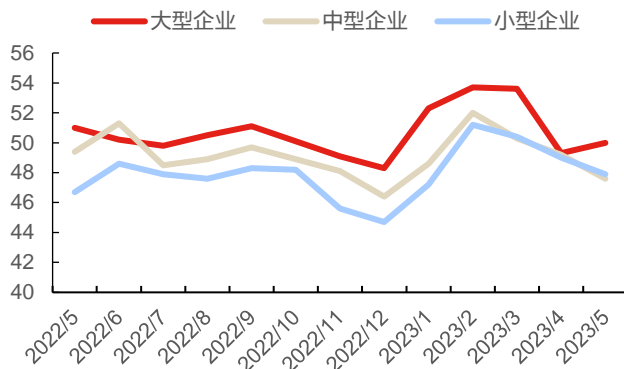
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：制造业 PMI 各分项变化 (%)



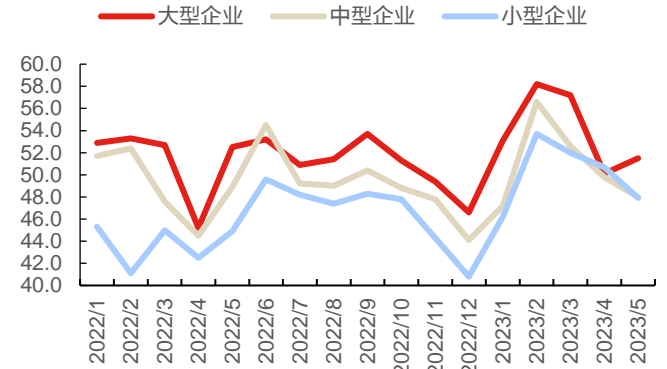
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：不同规模制造业企业 PMI (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：不同规模制造业企业生产 PMI (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。