

逐渐接近底部

——宏观经济研究周报



申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年06月04日

投资摘要:

5月制造业PMI再次落入荣枯线以下，服务业和建筑业PMI也显露疲态。尽管基本面底部在经济指标上有待进一步确认，但资产价格或已充分反映“底部”预期。我们认为未来经济基本面进一步大幅走弱的支持并不牢靠，资产价格对政策预期的弹性是当下左侧交易的有力支持。从技术面上来看，铁矿石、螺纹钢等商品可选择价格适当回调时建仓，上证指数在3200点存在较强支撑，或是合理止损位置。

制造业 PMI

- **PMI 低于荣枯线，制造业环比收缩幅度进一步加剧。**2023年5月制造业PMI48.8，前值49.2，连续两月位于荣枯线以下，且环比收缩幅度有加剧的趋势。在1季度需求集中释放后，制造业景气度于4月迅速下降，在居民购房需求尚处修复阶段，同时外贸订单脉冲逐步褪去的背景下，未来制造业景气度仍有下行压力。
- **PMI 低于5月历史均值，排名靠后。**2023年5月PMI在2009年以来的15年中排名末位，低于均值2.3。
- **需求环比进一步弱化，短时间内或持续寻底。**5月新订单PMI48.3，较前值48.8下降0.5。相对历史各年5月来说，新订单PMI在近在2009年以来的15年中排名第14位，仅高于2022年，相对排名与4月相同。新出口订单PMI47.2，较前值47.6下降0.4，在过去15年中排名第12位。
- **在手订单环比持续下降。**5月在手订单PMI46.1，较前值46.8下降0.7，在2009年以来的15年中排名第4位。新订单（包括出口新订单）规模4月、5月持续环比走低，企业在手订单在缺乏补充的情况下持续消耗。
- **工业企业利润延续下行趋势，增速触底企稳有待进一步验证。**5月产成品库存PMI48.9，较前值49.4下降0.5，继续保持在收缩区间。1-4月工业企业利润总额同比下降20.6%，降幅较1-3月收窄0.8个百分点，说明4月工业企业盈利在边际上进一步修复。未来成本支撑有望助企业开启“被动去库存”，但有待利润增速底部有更多证据的确认。
- **企业生产环比降幅与历史相比处于高位，企业原材料需求进一步走弱。**5月生产PMI49.6，较前值50.2下降0.6，在近15年中排名末位，自1月后再次落入收缩区间。2023年PPI的走弱压缩了企业的盈利空间，随盈利水平的下降，企业的生产动力也受到了影响。5月原材料库存PMI47.6，前值47.9，原材料购进价格PMI40.8，前值46.4，维持了4月“库存下降+价格下降”的组合。
- **原材料价格降幅高于出厂价格或说明企业盈利空间的改善。**5月出厂价格PMI41.6，前值44.9，环比降幅进一步扩大。与历史各年5月PMI相比，41.6的读数为2016年以来的最低值。但5月出厂价格PMI首次超过原材料价格或说明企业盈利空间的环比改善。

非制造业 PMI

- **非制造业景气度环比增幅收窄。**5月非制造业PMI54.5，在近15年中排名第8位，前值56.4。在经历1季度需求的大幅反弹后，目前服务业景气度环比增幅开始收窄，同时房地产、基建也未见明确的政策，预计未来非制造业PMI将继续向荣枯线收敛。
- **服务业、建筑业新订单环比同步下降。**5月建筑业新订单PMI49.5，低于荣枯线，较前值53.5显著下降，同时也低于历史均值。5月服务业新订单PMI49.5，前值56.4，需求达峰企稳。

风险提示: 需求超预期下降，居民收入预期长期弱化，政策风险。

2023年中国主要经济指标预测

| 指标 (%) | 2020A | 2021A | 2022A | 202305E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|---------|-------|
| 实际GDP同比 | 2.2 | 8.4 | 3.0 | 6.7 | 5.0 |
| 固定资产投资同比 | 2.9 | 4.9 | 5.1 | 4.5 | 4.0 |

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

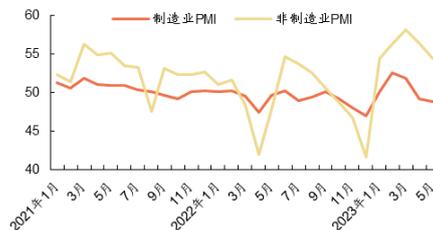
李起

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660122090010

13716755997

2021-2023年5月制造业和非制造业 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《5月环比继续收缩：宏观经济研究周报》2023-05-28
- 2、《内生动力较弱：宏观经济研究周报》2023-05-22
- 3、《部门一冷一热：宏观经济研究周报》2023-05-15
- 4、《环球同此凉热：宏观经济研究周报》2023-05-03
- 5、《于无声处听惊雷：宏观经济研究专题报告》2023-04-26

证券研究报告

| | | | | | |
|---------------|------|------|-------|------|------|
| 其中：基建 | 3.4 | 0.2 | 11.5 | 9.9 | 9.0 |
| 制造业 | -2.2 | 13.5 | 9.1 | 5.8 | 6.0 |
| 房地产 | 7.0 | 4.4 | -10.0 | -5.9 | -1.4 |
| 社会消费品零售总额同比 | -3.9 | 12.5 | -0.2 | 9.3 | 6.0 |
| CPI 同比 | 2.5 | 0.9 | 2.0 | 0.0 | 2.0 |
| PPI 同比 | -1.8 | 8.1 | 4.1 | -3.7 | -0.5 |
| 贸易顺差对 GDP 增速拉 | 0.6 | 1.8 | 0.5 | 0.2 | 0.3 |
| 10Y 国债收益率 | 3.1 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 2.9 |
| 美元兑人民币汇率 | 6.5 | 6.4 | 7.0 | 7.1 | 6.8 |
| 社会融资规模 | 13.3 | 10.3 | 9.6 | 9.7 | 10.0 |

说明：实际 GDP 同比 202305E 为 2 季度预测值，贸易顺差对 GDP 拉动也同为 2 季度预测值；CPI 和 PPI 同比 2023E 为全年同比，202305E 为当月同比；10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

| | |
|------------------|---|
| 1. 制造业 PMI | 4 |
| 1.1 综合指数..... | 4 |
| 1.2 需求端..... | 4 |
| 1.3 生产端..... | 5 |
| 2. 非制造业 PMI..... | 6 |
| 3. 风险提示..... | 7 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 2021-23 年 5 月各月 PMI..... | 4 |
| 图 2: 2022 年 5 月-23 年 5 月各月 PMI 及历史均值..... | 4 |
| 图 3: 2021-23 年各月新订单 PMI | 4 |
| 图 4: 2021-23 年各月新出口订单 PMI | 4 |
| 图 5: 2021-23 年 5 月各月在手订单 PMI | 5 |
| 图 6: 2021-23 年 5 月各月产成品库存 PMI..... | 5 |
| 图 7: 2022 年 5 月-23 年 5 月各月生产 PMI 及历史均值..... | 5 |
| 图 8: 2021 年-23 年 5 月各月原材料库存 PMI | 5 |
| 图 9: 2016-23 年各年 5 月出厂价格 PMI | 6 |
| 图 10: 2022-23 年 5 月各月出厂价格和原材料价格 PMI..... | 6 |
| 图 11: 2022-23 年 5 月各月非制造业 PMI..... | 6 |
| 图 12: 2009-23 年各年 5 月非制造业 PMI | 6 |
| 图 13: 2009-23 年各年 5 月建筑业新订单 PMI | 7 |
| 图 14: 2013-23 年各年 5 月服务业新订单 PMI | 7 |

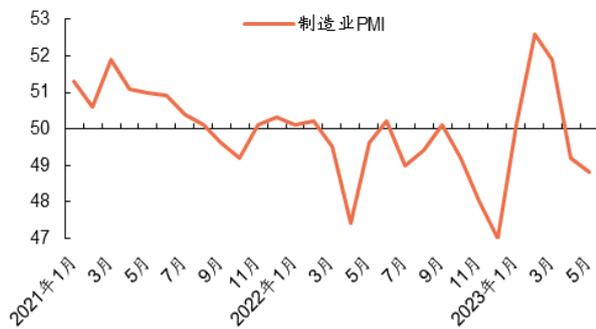
1. 制造业 PMI

1.1 综合指数

PMI 低于荣枯线，制造业环比收缩幅度进一步加剧。2023 年 5 月制造业 PMI 48.8，前值 49.2（图 1），连续两月位于荣枯线以下，且环比收缩幅度有加剧的趋势。在 1 季度需求集中释放后，制造业景气度于 4 月迅速下降，在居民购房需求尚处修复阶段，同时外贸订单脉冲逐步褪去的背景下，未来制造业景气度仍有下行压力。

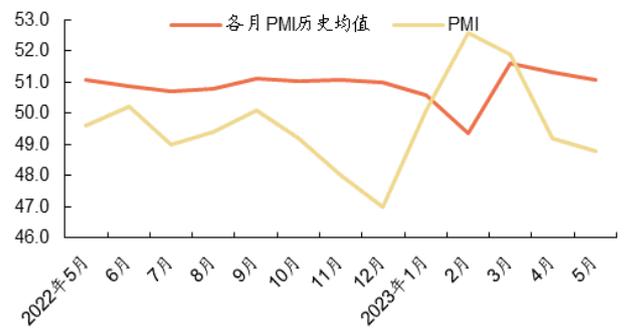
PMI 低于 5 月历史均值，排名靠后。2023 年 5 月 PMI 在 2009 年以来的 15 年中排名末位，低于均值 2.3（图 2）。

图1：2021-23 年 5 月各月 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2022 年 5 月-23 年 5 月各月 PMI 及历史均值



说明：2022 年各月历史均值采用 2009-2021 年数据计算，2023 年各月历史均值采用 2009-2022 年数据计算。

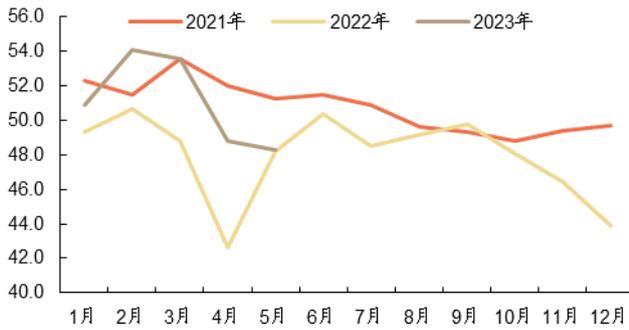
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 需求端

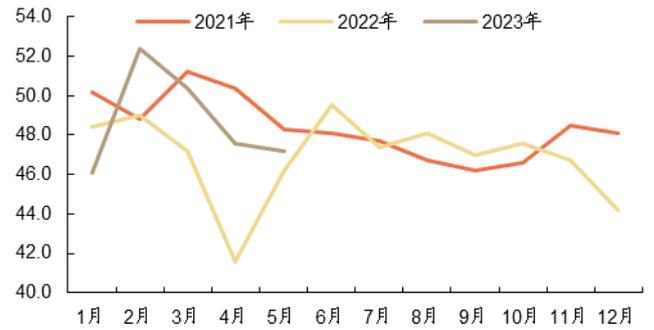
需求环比进一步弱化，短时间内或持续寻底。5 月新订单 PMI 48.3，较前值 48.8 下降 0.5（图 3）。相对历史各年 5 月来说，新订单 PMI 在近在 2009 年以来的 15 年中排名第 14 位，仅高于 2022 年，相对排名与 4 月相同。新出口订单 PMI 47.2，较前值 47.6 下降 0.4，在过去 15 年中排名第 12 位（图 14）。我们前期判断美国经济将进入衰退，由此带来我国出口需求的显著压力。但根据最新的数据和市场表现，通胀下降在与就业恶化的赛跑中逐步领先，而美股美债近期的表现也说明市场开始定价经济“软着陆”，外贸需求的压力或小于我们前期的判断。新出口订单 PMI 有望得到一定程度的支撑。

图3：2021-23 年各月新订单 PMI

图4：2021-23 年各月新出口订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

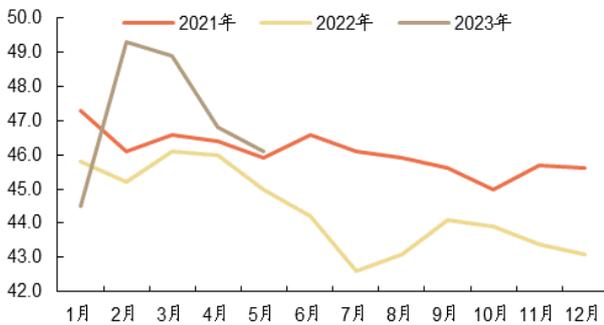


资料来源: Wind, 申港证券研究所

在手订单环比持续下降。5月在手订单 PMI46.1, 较前值 46.8 下降 0.7 (图 5), 在 2009 年以来的 15 年中排名第 4 位。新订单 (包括出口新订单) 规模 4 月、5 月持续环比走低, 企业手订单在缺乏补充的情况下持续消耗。

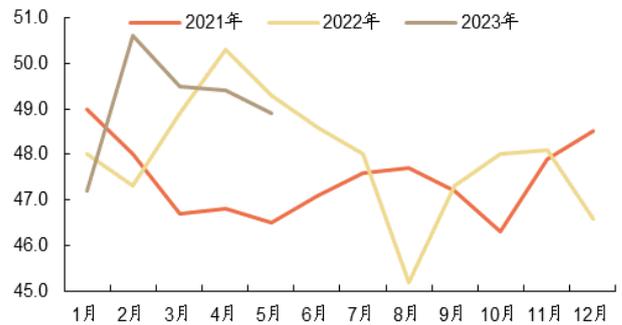
工业企业利润延续下行趋势, 增速触底企稳有待进一步验证。5 月产成品库存 PMI48.9, 较前值 49.4 下降 0.5, 继续保持在收缩区间 (图 6)。1-4 月工业企业利润总额同比下降 20.6%, 降幅较 1-3 月收窄 0.8 个百分点, 说明 4 月工业企业盈利在边际上进一步修复。未来成本支撑有望助企业开启“被动去库存”, 但有待利润增速底部有待更多证据的确认。

图5: 2021-23 年 5 月各月在手订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: 2021-23 年 5 月各月产成品库存 PMI



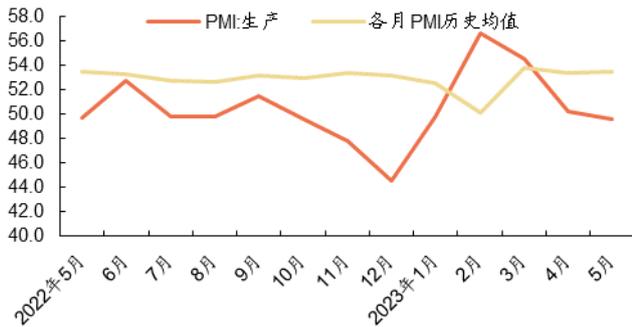
资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 生产端

企业生产环比降幅与历史相比处于高位, 企业原材料需求进一步走弱。5 月生产 PMI49.6, 较前值 50.2 下降 0.6, 在近 15 年中排名末位, 自 1 月后再次落入收缩区间 (图 7)。2023 年 PPI 的走弱压缩了企业的盈利空间, 随盈利水平的下降, 企业的生产动力也受到了影响。5 月原材料库存 PMI47.6, 前值 47.9 (图 8), 原材料购进价格 PMI40.8, 前值 46.4 (图 10), 维持了 4 月“库存下降+价格下降”的组合。

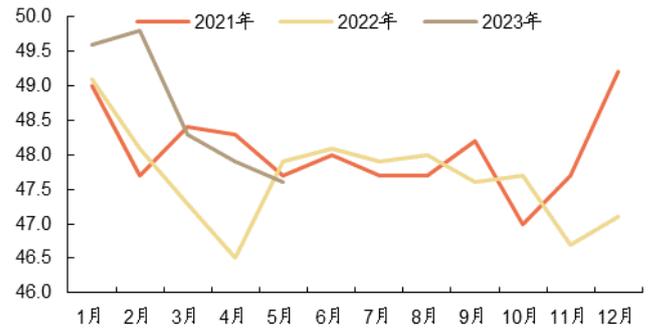
图7: 2022 年 5 月-23 年 5 月各月生产 PMI 及历史均值

图8: 2021 年-23 年 5 月各月原材料库存 PMI



说明：2022年各月历史均值采用2009-2021年数据计算，2023年各月历史均值采用2009-2022年数据计算。

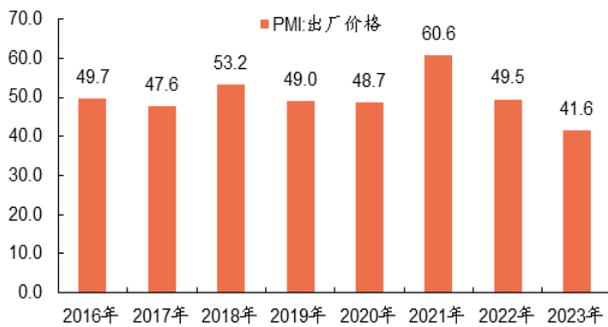
资料来源：Wind，申港证券研究所



资料来源：Wind，申港证券研究所

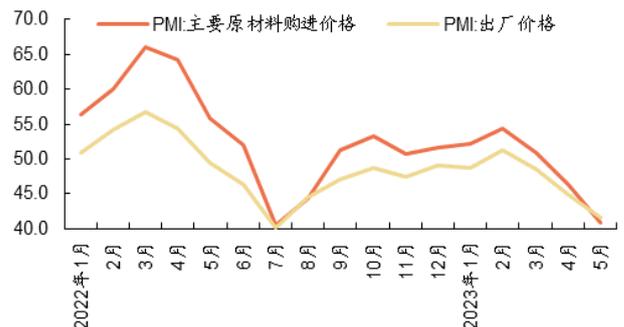
原材料价格降幅高于出厂价格或说明企业盈利空间的改善。5月出厂价格 PMI 41.6，前值 44.9，环比降幅进一步扩大（图 10）。与历史各年 5 月 PMI 相比，41.6 的读数为 2016 年以来的最低值（图 9）。但 5 月出厂价格 PMI 首次超过原材料价格或说明企业盈利空间的环比改善。

图9：2016-23年各年5月出厂价格 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：2022-23年5月各月出厂价格和原材料价格 PMI



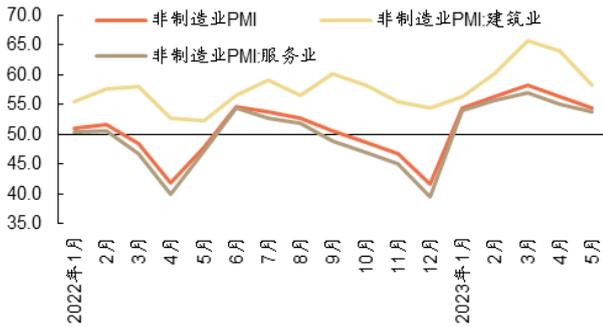
资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 非制造业 PMI

非制造业景气度环比增幅收窄。5月非制造业 PMI 54.5，在近 15 年中排名第 8 位，前值 56.4（图 11、图 12）。在经历 1 季度需求的大幅反弹后，目前服务业景气度环比增幅开始收窄，同时房地产、基建也未见明确的政策，预计未来非制造业 PMI 将继续向荣枯线收敛。

图11：2022-23年5月各月非制造业 PMI

图12：2009-23年各年5月非制造业 PMI



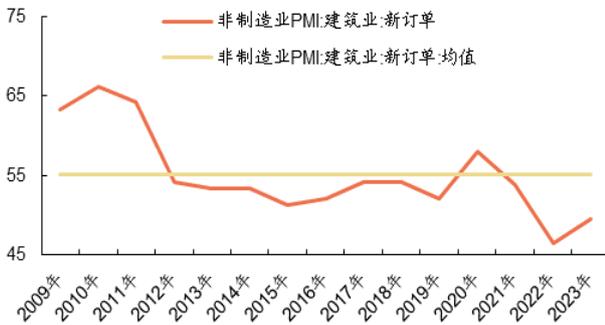
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

服务业、建筑业新订单环比同步下降。5月建筑业新订单 PMI49.5, 低于荣枯线, 较前值 53.5 显著下降, 同时也低于历史均值(图 13)。5月服务业新订单 PMI49.5, 前值 56.4, 需求达峰企稳(图 14)。

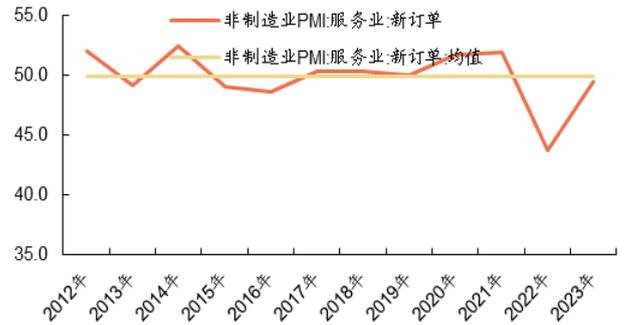
图13: 2009-23 年各年 5 月建筑业新订单 PMI



说明: 均值采用 2009-2022 年各年 4 月数据计算。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 2013-23 年各年 5 月服务业新订单 PMI



说明: 均值采用 2013-2022 年各年 4 月数据计算。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 风险提示

需求超预期下降, 居民收入预期长期弱化, 政策风险。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

| | |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上 |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间 |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上 |