

## 经济底部反转

## ——5月PMI数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**供需反弹，价格回落。**5月制造业PMI录得49.6%，反弹幅度高于预期，扭转了此前连续两个月的下降。虽然数值仍位于荣枯线以下，很多企业仍面临较大压力，但制造业整体上相较于4月景气度已有明显改善。5月PMI指数反映出以下特征：第一，总量层面上供需两端景气度双双回升。相对而言，需求较生产更弱的格局还在延续，疫情对国内经济的冲击仍是通缩性的。第二，价格指数整体回落。这预示着PPI回落速度将加快，和我们上个月的预测相一致。出厂价格指数已经降至荣枯线以下，所以短期内不必太担心PPI向CPI的传导。原材料购进价格指数回落幅度更大，部分行业成本压力有所减轻。不过油价高企的背景下，石油相关行业的成本压力仍然较大。第三，大中小企业分化，大型企业复苏更快。这符合经济衰退中的一般规律，因为大型企业通常抗风险的能力更强。中小企业的困境亟待解决，财政纾困政策需要继续发力，避免出现“倒闭潮”，稳定就业。

**服务业改善，建筑业低迷。**5月非制造业PMI指数录得47.8%，较上个月提升5.9个百分点，其中服务业是主要拉动力。5月非制造业PMI指数具有以下结构性特征：第一，服务业基本触底。5月服务业指数虽然没有回到荣枯线以上，但是其大幅反弹反映出疫情对服务业冲击最严重的时期已经过去。第二，建筑业景气度堪忧。5月各类PMI指数都明显反弹，只有建筑业继续下降，已经降至除2020年2月之外的历史最低值。这背后固然有疫情对于建筑业开工的负面影响，但是房地产行业衰退的周期性因素同样不可忽视。目前各省市已经出台大量促进商品房销售的政策，包括调控政策的松绑和房贷利率的下调等，房地产行业需求端有望企稳回升。未来需要改善房企的融资及预期，增加房屋供给，以促进相关产业链条的发展，并避免供需失衡导致房价上涨。

**经济底部反转。**5月PMI指数的大幅回升反映出经济已经触底反转，上行周期开启。从政策角度来看，财政、货币政策的发力和房地产政策松绑将会引领一轮以投资为主要驱动力的经济上行。从经济基本面角度看，疫情冲击最严重的时期大概率在今年4、5月份，未来消费端也会逐步回暖。我们认为今年由于一二季度经济受疫情影响过大，实现全年经济增长目标的难度不小，但是从边际来看，在疫后经济内生复

苏动力及政策护航的双重加持下，下半年经济将会出现较为强力的反弹。目前来看美联储最鹰派的时候可能已经过去，市场对美联储加息的担忧有望逐步缓和，而中国经济也将开启向上的周期，所以可以对未来市场乐观一些。

**风险提示：**疫情超预期反弹。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 供需反弹，价格回落 .....	5
3. 服务业改善，建筑业低迷 .....	6
4. 经济底部反转 .....	7

## 图表目录

图表 1：制造业景气度反弹.....	5
图表 2：马太效应依然明显.....	6
图表 3：服务业景气度大幅反弹.....	6

## 1. 数据

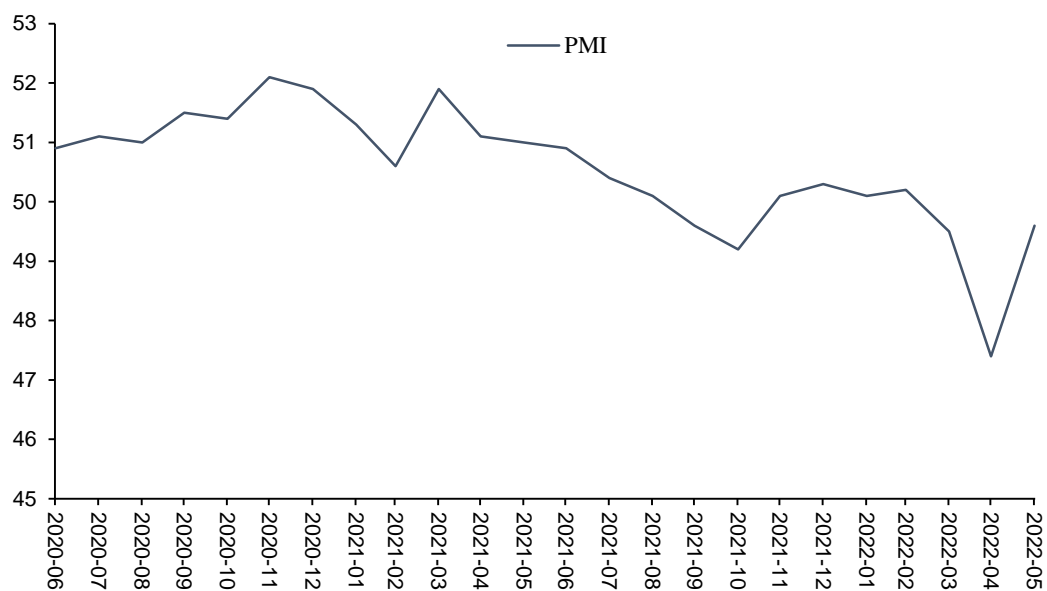
中国 5 月制造业 PMI 指数 49.6%，预期 49%，前值 47.4%。

中国 5 月非制造业 PMI 指数 47.8%，预期 45.5%，前值 41.9%。

## 2. 供需反弹，价格回落

5 月制造业 PMI 录得 49.6%，反弹幅度高于预期，扭转了此前连续两个月的下降。虽然数值仍位于荣枯线以下，很多企业仍面临较大压力，但制造业整体上相较于 4 月景气度已有明显改善。

图表 1：制造业景气度反弹



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

5 月 PMI 指数反映出以下特征：

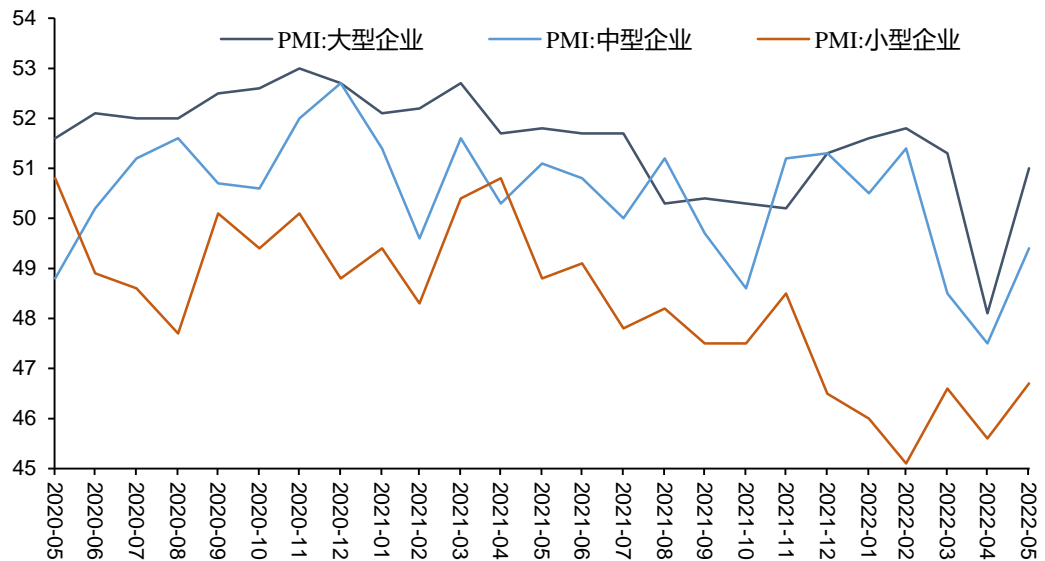
**第一，总量层面上供需两端景气度双双回升。**生产指数回升 5.3 个百分点至 49.7%，接近荣枯线，这反映出疫情对于工业生产的负面影响正在逐步减轻。新订单指数回升 5.6 个百分点至 48.2%，反映出需求端也有改善。目前来看 4、5 月份是疫情对经济冲击最大的时期，6 月之后随着上海等重要城市的逐步解封，供需两端会有更明显的反弹。相对而言，需求较生产更弱的格局还在延续，疫情对国内经济的冲击仍是通缩性的。

**第二，价格指数整体回落。**5 月原材料购进价格指数和出厂价格指数分别回落 8.4 和 4.9 个百分点至 55.8% 和 49.5%，这预示着 PPI 回落速度将加快，和我们上个月的预测相一致。出厂价格指数已经降至荣枯线以下，所以短期内不必太担心 PPI 向 CPI 的传导。原材料购进价格指数回落幅度更大，部分行业成本压力有所减轻。不过油价高企的背景下，石油相关行业的成本压力仍然较大。

**第三，大中小型企业分化，大型企业复苏更快。**5 月大中小型企业 PMI 指数分别为 51%、49.4%

和 46.7%，较上个月分别反弹了 2.9、1.9 和 1.1 个百分点。可以看出大型企业复苏的动力更足，小型企业仍然面临较大压力。这符合经济衰退中的一般规律，因为大型企业通常抗风险的能力更强。中小企业的困境亟待解决，财政纾困政策需要继续发力，避免出现“倒闭潮”，稳定就业。

图表 2：马太效应依然明显

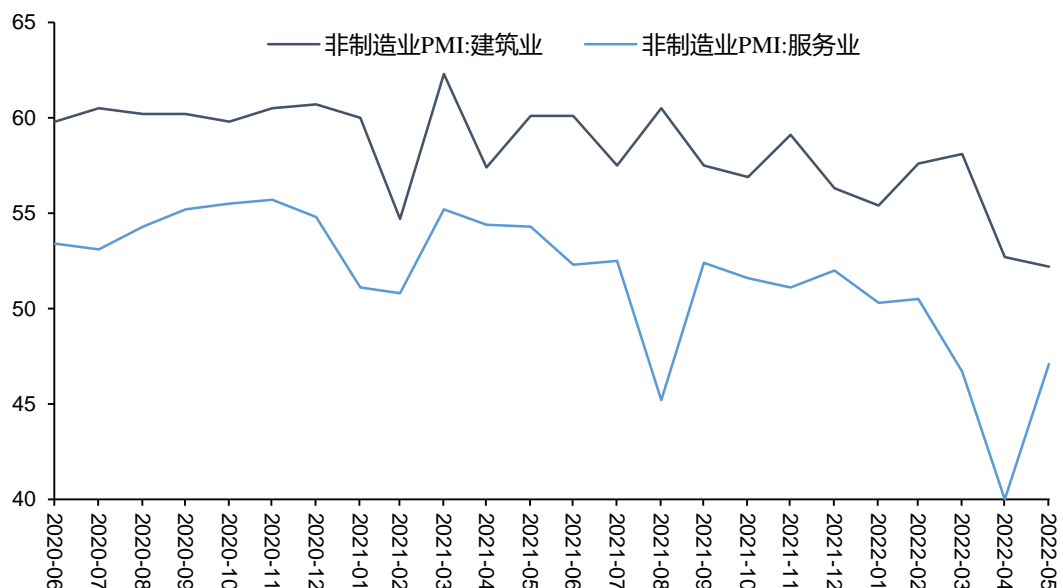


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### 3. 服务业改善，建筑业低迷

5月非制造业PMI指数录得47.8%，较上个月提升5.9个百分点，其中服务业是主要拉动力。

图表 3：服务业景气度大幅反弹



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

5月非制造业PMI指数具有以下结构性特征：

**第一，服务业基本触底。**5月服务业指数虽然没有回到荣枯线以上，但是其大幅反弹反映出疫情对服务业冲击最严重的时期已经过去。统计局指出，零售、铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业位于扩张区间；住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数市场活跃度持续较低。可以看出运输、物流等相关行业已经开始复苏，未来将会持续。外出活动相关的企业由于封锁的原因仍然困难，但随着封控的松绑将会快速反弹。

**第二，建筑业景气度堪忧。**5月各类PMI指数都明显反弹，只有建筑业继续下降，已经降至除2020年2月之外的历史最低值。这背后固然有疫情对于建筑业开工的负面影响，但是房地产行业衰退的周期性因素同样不可忽视。目前各省市已经出台大量促进商品房销售的政策，包括调控政策的松绑和房贷利率的下调等，房地产行业需求端有望企稳回升。未来需要改善房企的融资及预期，增加房屋供给，以促进相关产业链条的发展，并避免供需失衡导致房价上涨。

## 4. 经济底部反转

**5月PMI指数的大幅回升反映出经济已经触底反转，上行周期开启。**从政策角度来看，财政、货币政策的发力和房地产政策松绑将会引领一轮以投资为主要驱动力的经济上行。从经济基本面角度看，疫情冲击最严重的时期大概率在今年4、5月份，未来消费端也会逐步回暖。我们认为今年由于一二季度经济受疫情影响过大，实现全年经济增长目标的难度不小，但是从边际来看，在疫后经济内生复苏动力及政策护航的双重加持下，下半年经济将会出现较为强劲的反弹。目前来看美联储最鹰派的时候可能已经过去，市场对美联储加息的担忧有望逐步缓和，而中国经济也将开启向上的周期，所以可以对未来市场乐观一些。

**风险提示：**疫情超预期反弹。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。