



至暗时刻已过，经济触底回升

事件

分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔
执业证书编号：S1050521110004
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

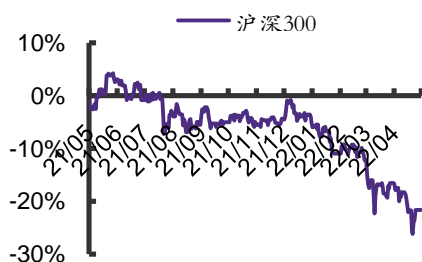
2022年的5月31日，国家统计局公布了5月份PMI数据，制造业和非制造业PMI分别较上月回升2.2和5.9个百分点，经济开始回暖。

投资要点

核心观点

- 1、供需回暖，内需恢复快于外需；后续出口仍有压力，稳外贸需进一步发力。
- 2、价格创新低，5月PPI将继续回落，但后续仍有上涨压力。
- 3、5月份企业库存情况有所改善，物资运输通道得到进一步打通，为复工复产提供了支持。
- 4、大中小企业景气度全面回升，但中小企业仍在荣枯线之下，期待保主体政策的落实和宽信用通道的打通。
- 5、5月份雇工需求有一定回暖，但企业用工景气度仍处在低位，保就业任务艰巨。
- 6、服务业从底部反弹，建筑业虽有回落，但基建仍然是2022年稳经济的重要抓手。
- 7、5月份PMI数据出现了整体性的回暖，但仍处在荣枯线以下，仍需政策持续发力，预计6月经济有所回暖，但动能不强，挑战犹存，预计为U型反转。

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《社融塌陷的远虑与近忧》20220514
- 《4月非农数据点评：喜忧参半，会有75BP加息吗》20220510
- 《5月美联储议息会议点评：如期的加息缩表，罕见的鹰中带鸽》20220505

风险提示

- (1) 疫情持续时间超预期
- (2) 基建投资不及预期
- (3) 稳增长力度不及预期

5月份制造业PMI49.6%，非制造业PMI47.8%，分别较上月回升2.2和5.9个百分点，虽然仍处在荣枯线以下，但是显示出4月份疫情冲击开始逐渐消散，经济开始恢复。

1、供需回暖，出口压力犹存

供需回暖，内需恢复快于外需；后续出口仍有压力，稳外贸需进一步发力。从供给端来看，5月份PMI生产指数为49.7%，较上月回升5.3个百分点，企业生产景气度大幅回升。从需求端来看，5月PMI新订单较上月回暖5.6%，出口和进口分别较上月回升4.6和2.2个百分点，内需恢复快于外需。出口订单虽然有一定的上涨，但因为疫情对出口订单的影响往往滞后三个月，6月份出口订单仍会承压。同时，当前中国出口面临着产业转移和外需下降两大因素：5月份美国消费者信心指数58.4%，是2011年以来的最低值，长期来看下半年出口压力犹存。出口对2021年经济增提贡献20.9%，需要稳外贸政策进一步发力，来保持出口对经济的支撑，才能实现全年经济目标。

2、价格创新低，后续输入性通胀压力仍值得关注

价格创新低，5月PPI将继续回落，但后续输入性通胀压力仍值得关注。从价格来看，5月原材料指数大幅回落8.4个百分点，出厂价格回落4.9个百分点，均创2022年的新低，其中出厂价格指数降至49.5%，低于荣枯线，后续PPI将会加快回落。从分项上来看，4月份电力，煤炭，石油等原材料的价格均出现了逆势上涨。5月31日，欧盟透露对于禁止从俄罗斯进口石油的决定，全球能源供需进一步紧张，未来能源价格居高难下。5月份PPI预计会继续回落，但降幅会低于市场预期。

3、库存改善，运输通道畅通

5月份企业库存情况有所改善，物资运输通道得到进一步打通，为复工复产提供了支持。从库存来看，5月PMI原材料库存回升1.4个百分点，结束了2022年以来的下滑趋势，主要是复工复产工作的推进和原材料价格的下降，企业采购意愿加强。产成品库存下降1个百分点来到49.3%，虽然仍处在高位，但是随着疫情的好转和物流运输的畅通，企业库存已经开始有所改善。供货商配送时间指数大幅回升6.9个百分点到44.1%，523国常会提出“取消来自疫情低风险地区通行限制”和“客货运司机异地免费核酸检测”等要求，保证运输通道的畅通是实现稳经济的重要一环。预计伴随着各地的具体落地实施，物流运输通道将进一步畅通。

4、企业景气度回升，中小企业仍待恢复

大中小型企业景气度全面回升，但中小企业仍在荣枯线之下，期待保主体政策的落实和宽信用通道的打通。大型企业景气度已经来到了荣枯线以上51%，较上个月上升2.9个百分点。而中小企业虽然有所恢复，但仍处在50以下，疫情对中小企业的影响相对于

大企业来说更沉重，恢复起来也相对没那么容易：5月份中小型企业PMI分别较上月回升1.9和1.1个百分点，均低于大型企业的涨幅。525电视电话会议中提出来保经济主体的要求，目前上海和青岛已经出台了具体的保主体细则，包括详细的减税退费，免除房租等措施，进一步纾困企业。除此之外，央行也出台了支农支小再贷款、普惠小微贷款、再贷款再贴现等各项结构性货币政策，帮助企业进一步打通宽信用的通道，预计6月份能看到中小企业景气度的进一步回升。

5、企业用工需求小幅回暖，但就业压力仍存

5月份雇工需求有一定回暖，但企业用工景气度仍处在低位，保就业任务艰巨。制造业从业人员指数为47.6%，比上月上升0.4个百分点，非制造业PMI从业人员指数为45.3%，较上个月下降0.1个百分点，主要是服务业的拖累：服务业从业指数45.3%，较上月下降0.5%。而建筑业从业人员指数受到各地加快推动基建得到迅速恢复，较上个月回升2.4个百分点来到45.5%。但总体来看，雇工需求仍处在荣枯线以下，服务业修复仍有难度，同时作为就业吸纳主体的中小微企业还在困境求生，就业形势依然比较严峻。

6、服务业反弹，建筑业超预期回落

服务业从底部反弹，建筑业虽有回落，基建仍然是2022年稳经济的重要抓手。非制造业商务活动指数为47.8%，比上月上升5.9个百分点，其中服务业商务活动指数47.1%，较上月大幅回升7.1个百分点。建筑业小幅回落0.5个百分点来到52.2%，仍处在景气区间。建筑业主要由基建和房地产构成，0.5%的回落主要是受到了房地产的拖累：4月份房屋新开工面积同比回落进一步扩大，房地产市场仍待进一步的修复。基建是今年稳经济的重要抓手，基建将从新老基建入手，增量存量同发力：国务院支持将新基建纳入专项债适用范围内，要求通过加码REITs等盘活存量资产。从增量资金来看，未来的基建投资可能有三点支撑：一，专项债资金前置；二，特别国债；三、类似于1998年首创的专项建设债。

7、经济回暖，开始U型反转

5月份PMI数据出现了整体性的回暖，但仍处在荣枯线以下，仍需政策持续发力，预计6月经济有所回暖，但动能不强，挑战犹存，预计为U型反转。总体来看，疫情对经济的扰动正在逐渐消散，经济已经四月触底开始反弹，但目前仍弱，需要政策的持续发力。从政策实施角度来说，目前的政策将继续按照525电视电话会议的部署，按照先保，再稳，后增的思路逐步出台和落实，目前上海已经出台了提振经济50条，青岛出台了稳经济89条，6月份经济将迎来进一步的回暖。从后续政策增量来说，7月份的中央政治局会议是重要的时间点，预计会出台专项债前置或特别国债的相关增量政策。

经济已经在四月份达到了底部，但当前恢复动力不强，不会出现2020年的V型反转而是U型反转。自发性融资（企业中长期贷款和居民中长期贷款）是我们观察信用周期的核心指标，当前自发性融资仍在底部区域。从企业的角度来说，需要通过财政政策纾困，同时通过货币政策打通信用通道。国务院5月31日要求进一步利用发挥存款利率市场化调整机制，推动实际贷款利率稳中有降，预计未来5年期LPR降息可期，而平均贷款利率一般高于房贷利率，贷款利率的下降也会给房贷利率打开下调空间；居民消费除了目前各地出台的刺激消费政策，也需要通过有效投资进一步拉动居民的消费意愿和消费信心，实现投资到消费的自循环。5月份PMI数据出现了整体性的回暖，但仍处在荣枯线以下，仍需政策持续发力，预计6月经济有所回暖，但动能不强，挑战犹存，预计为U型反转。

图表 1：5 月 PMI 数据一览

	较上期变动	2022年5月	2022年4月	2022年3月
制造业PMI	▲	49.6	47.4	49.5
生产	▲	49.7	44.4	49.5
新订单	▲	48.2	42.6	48.8
新出口订单	▲	46.2	41.6	47.2
主要原材料购进价格	▼	55.8	64.2	66.1
出厂价格	▼	49.5	54.4	56.7
原材料库存	▲	47.9	46.5	47.3
产成品库存	▼	49.3	50.3	48.9
从业人员	▲	47.6	47.2	48.6
供货商配送时间	▲	47.6	47.2	48.6
生产经营活动预期	▲	53.9	53.3	55.7
大型企业	▲	51	48.1	51.3
中型企业	▲	49.4	47.5	48.5
小型企业	▲	46.7	45.6	46.6
高技术制造业	-	-	50.1	50.4
装备制造业	-	-	45.8	49.5
消费品行业	-	-	48.4	49.3
基础原材料行业	-	-	47.3	49.5
非制造业PMI	▲	47.8	41.9	48.4
服务业	▲	47.1	40	46.7
建筑业	▼	52.2	52.7	58.1
综合PMI:产出指数	▲	48.4	42.7	48.8

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

8、风险提示

- (1) 疫情持续时间超预期
- (2) 地产投资加速下滑
- (3) 基建投资不及预期

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。