



Research and
Development Center

低谷期已过，经济正在努力爬坡 ——5月 PMI 点评

2022年5月31日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

低谷期已过，经济正在努力爬坡——5月PMI 点评

2022年5月31日

摘要: 5月份，制造业企业表现出产需的恢复，并进入被动去库存周期，其中大型企业重回景气扩张区间。非制造业方面，服务业景气水平明显回升，建筑业持续扩张，整体出现边际改善。

- **制造业 PMI 明显回升，产需得到恢复。** 5月制造业 PMI 回升 2.2 个百分点至 49.6%，新订单指数和生产订单指数分别回升 5.6 和 5.3 个百分点。产需恢复下，企业生产动能也有所改善，但当前时点还不够，后续还有极大的修复空间。
- **企业进入被动去库存周期。** 5月产成品库存指数下降，原材料库存指数上升，企业已从前两月的被动补库存转变为被动去库存。后续随着需求的改善，企业将进入主动补库存周期，即加大原材料采购力度，保障足量的存货能应对后疫情时期旺盛的下游需求。
- **建筑业持续扩张，服务业景气大幅回升。** 5月建筑业 PMI 较 3 月环比回落 0.5 个百分点，但仍处扩张区间。随着专项债和后续增量工具对基建的持续推进，此情况预计将持续到年底。服务业 PMI 得益于疫情的好转和各地不断出台的促进文旅消费等政策出现大幅回升，但距离扩张区间尚需一段时间的爬坡期。
- **风险因素:** 疫情反复出现，政策落地速度慢

目录

| | |
|------------------------|---|
| 一、制造业景气边际改善..... | 3 |
| 二、制造业企业进入被动去库存周期..... | 5 |
| 三、建筑业持续扩张，服务业景气回升..... | 6 |
| 风险因素..... | 8 |

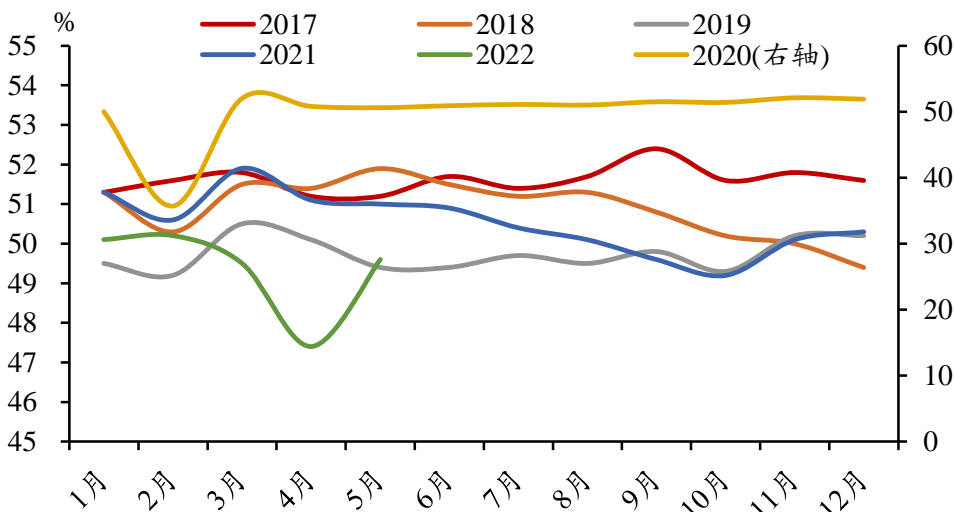
图目录

| | |
|-----------------------------|---|
| 图 1：5 月制造业景气水平明显改善..... | 3 |
| 图 2：5 大分项指数出现不同程度的回升..... | 3 |
| 图 3：产需缺口收窄，生产动能略有恢复但不够..... | 4 |
| 图 4：价格指数继续回落..... | 4 |
| 图 5：大型企业重回扩张区间..... | 5 |
| 图 6：5 月制造业企业被动去库存..... | 5 |
| 图 7：建筑业仍处扩张区间，服务业景气回升..... | 6 |
| 图 8：非制造业业务活动预期指数明显回升..... | 6 |
| 图 9：我国综合 PMI 产出指数大幅回升..... | 7 |

一、制造业景气边际改善

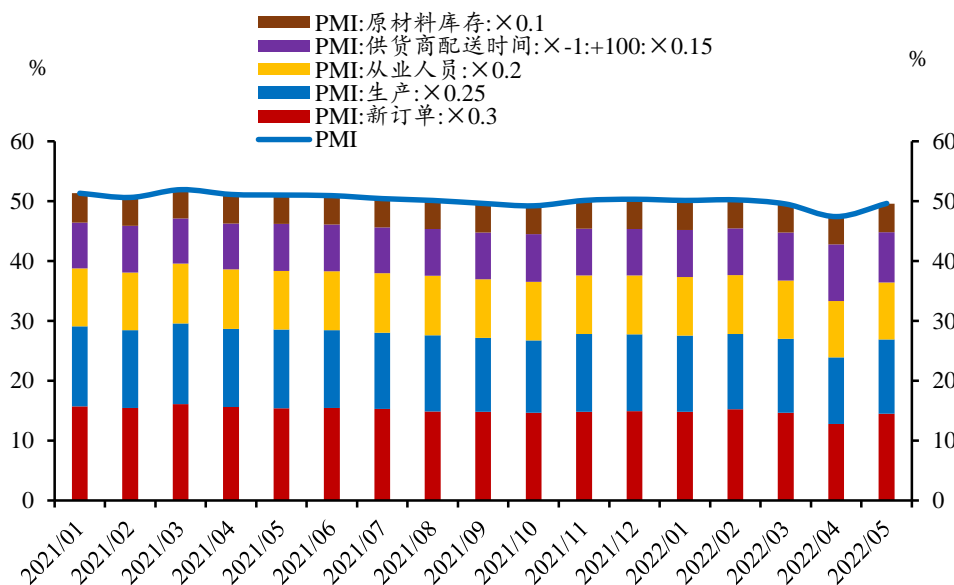
随着疫情形势逐渐好转，5月制造业PMI明显回升。我国4月一整月的当日新增确诊病例数在6.5万人以上，为开年以来疫情最严重的一个月，随着疫情防控工作的严密推进，5月该项数值已降至0.75万人，防疫工作成效显著。疫情形势的好转推动了疫情区的复产复工，随之带来的是制造业景气水平的改善。5月制造业PMI为49.6%，虽仍低于临界点，但高于4月2.2个百分点，表明制造业虽未出现扩张，但已在逐渐恢复中。从5个分项指数构成看，新订单指数、生产指数、从业人员指数、供货商配送时间指数和原材料库存指数分别高于上月5.6、5.3、0.4、6.9和1.4个百分点，反映出5月需求、生产、就业、物流交货和原材料采购均处于边际修复与改善中，但还全部处于临界点以下，假如没有爆发新一轮疫情，预计以上指数可能在下半年高于临界点，届时整个制造业经济将在今年的后疫情期处于扩张区间。

图1：5月制造业景气水平明显改善



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

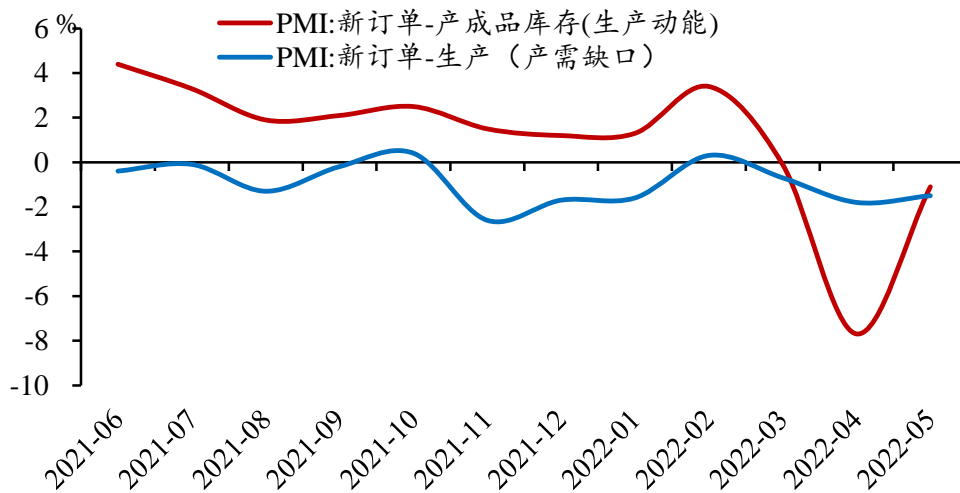
图2：5大分项指数出现不同程度的回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 供货商配送时间指数为逆指数, 回升后占比下降

产需缺口略有收窄，企业生产动能有所恢复，但都还不够。5月新订单与生产指数之差（前者代表需求、后者代表供给，二者之差可以衡量需-产缺口）虽然从4月的-1.8%收窄0.3个百分点到-1.5%，但仍为负，说明需求的恢复要慢于生产的修复，因为复产复工是可以在短期内有序推进的，但毕竟疫情还没结束，需求短时间内更具黏性，当前时刻仍被压抑，预计只有疫情基本消失，需求才能得到充分解放。本月新订单与库存指数之差（前者代表新增需求，后者代表现有库存，二者之差可以衡量新增需求消化现有库存的能力，消化力越强，企业再生产动能越强）大幅回升至-1.1%，高于4月6.6个百分点，表明需求消化库存能力显著增强，但负值意味着当前时点的消化力还没有达到企业需要大规模补库存，进而需要扩张生产的程度，生产动能还差火候。

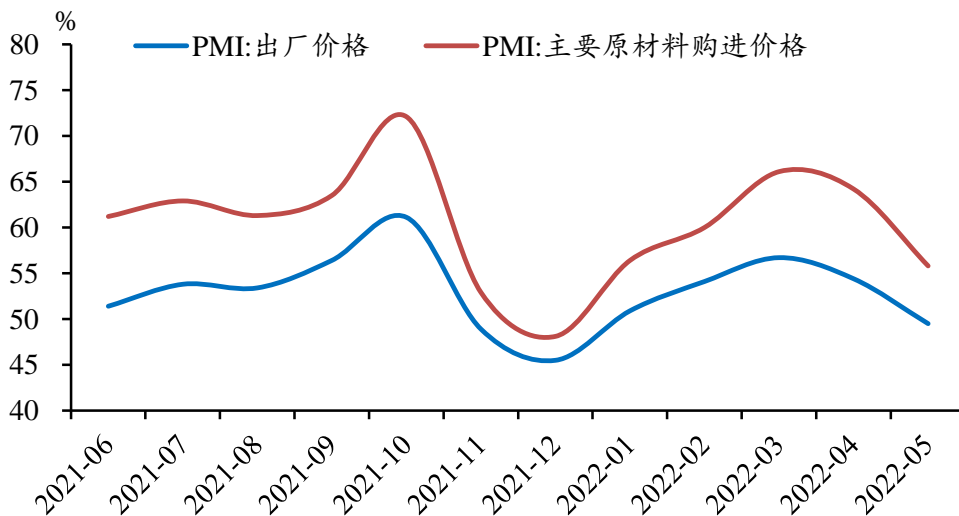
图 3：产需缺口收窄，生产动能略有恢复但不够



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

价格指数延续 3 月以来持续回落趋势，出厂价格已降至收缩区间。需求弱于生产通常会引起产品价格指数的走低，5 月出厂价格指数已降至 49.5%，年内首次进入收缩区间。而主要原材料购进价格指数虽也明显下降，但 5 月仍在 55% 以上，原材料成本压力依然较大，企业的利润空间仍显不足。随着政策端对能源保供的强化，后续上游的压力可能会有所减轻，而下游的需求随着疫情的有效控制也将在边际上得到改善，下半年企业的利润空间可能得到扩张。

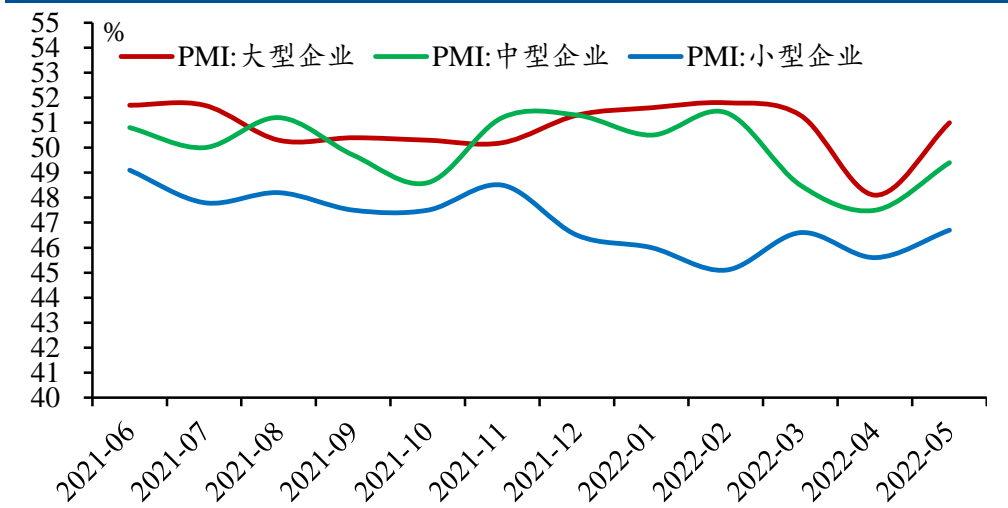
图 4：价格指数继续回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

大中小企业的生产景气度都出现了回升，其中大型企业已重回生产扩张区间。5月大中小型企业 PMI 分别为 51.0%、49.4%和 46.7%，分别高于上月 2.9、1.9 和 1.1 个百分点。这其中大型企业表现亮眼，景气水平大幅提升下，已重回扩张区间。相比之下，小型企业景气度仍明显低于临界点，回升程度也最小。预计下月中型企业也能重回扩张，小型企业的景气回升幅度也将明显提升，但重回扩张可能要往后再推迟一些。

图 5：大型企业重回扩张区间

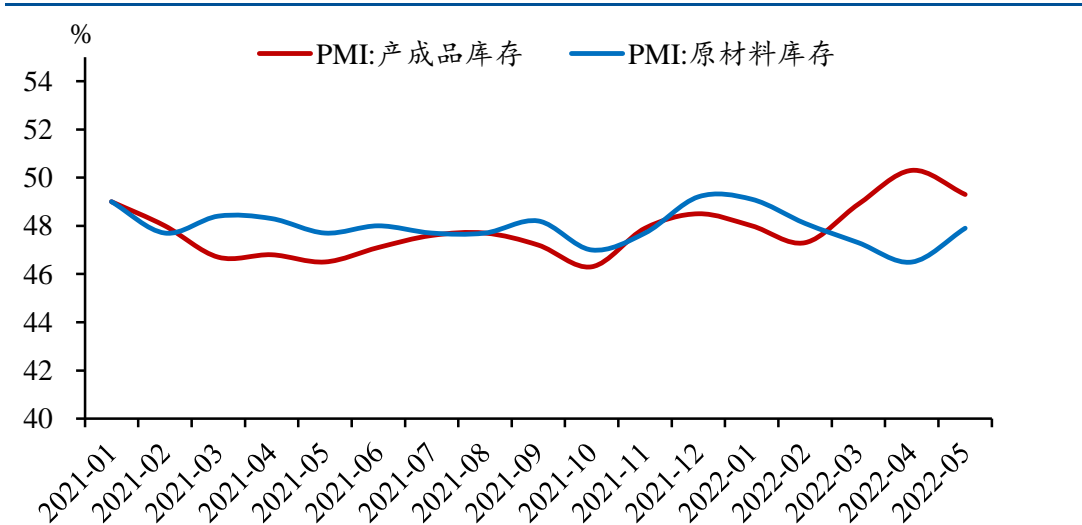


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、制造业企业进入被动去库存周期

需求的边际改善使得企业进入被动去库存周期。3月以来，产成品库存指数和原材料库存指数一直呈现背离状态，而5月数据显示两者开始相向而行，即产成品库存指数下降，原材料库存指数上升。这体现出在需求端有所恢复的情况下，一方面商品销售好于上月，存货减少；另一方面，原材料采购力度不再进一步减弱，正如我们在《疫情之下需求比供给更弱》中的预计，由于上海疫情临近结束，复工复产提上日程，以及各地促消费举措的加码，企业从3月以来的被动补库存到5月已转变为被动去库存。后续随着各疫情区在6月逐步恢复正常生产生活秩序，预计企业还将延续被动去库存。只有当疫情基本结束，国际形势出现好转，被压抑的消费需求得到充分释放的时候，旺盛的需求才会促使企业进入主动补库存周期，即产成品库存和原材料库存指数都出现上升，企业加大原材料采购力度并保障存货足以应对陆陆续续的新订单。这个日期的早晚取决于疫情、政策效果和国际形势等内外部因素。

图 6：5月制造业企业被动去库存

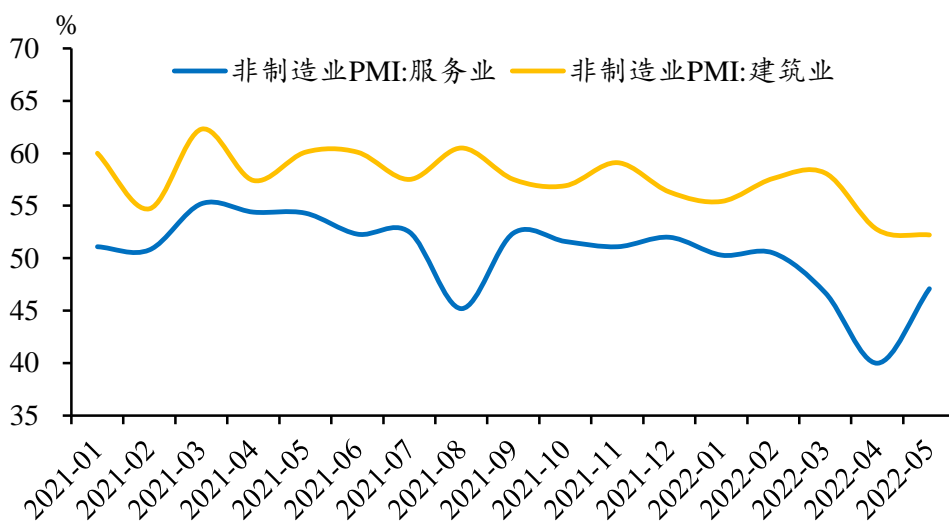


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、建筑业持续扩张，服务业景气回升

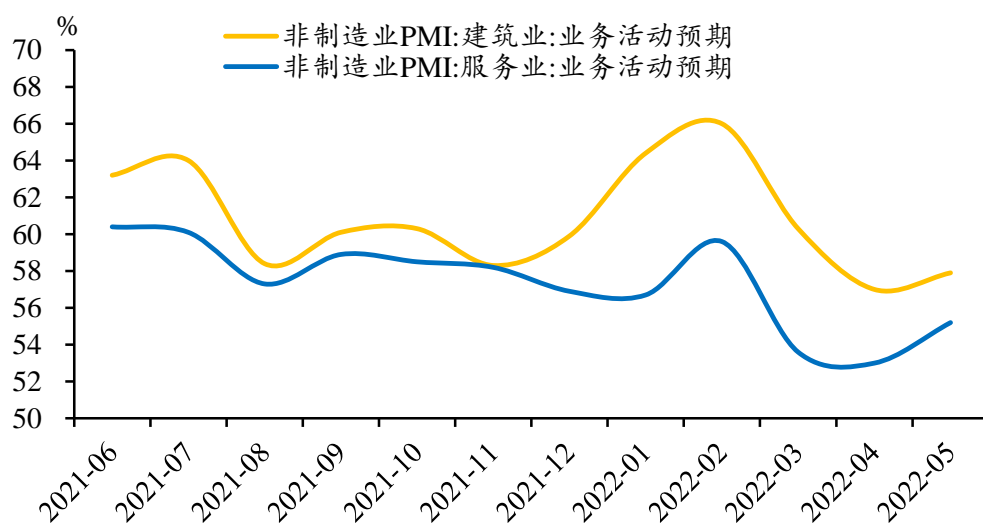
5月建筑业延续扩张趋势，服务业受益于疫情好转景气水平大幅提升。5月建筑业商务活动指数为52.2%，低于上月0.5个百分点，继续处于扩张区间。这与开年以来基建的持续推进密不可分，截至5月底，新增专项债已发行约2万亿元，投向基建的比例达到65%以上。作为财政投向基建的重要抓手，随着5月30日在京召开的全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议指出“省级财政部门要抓紧调整专项债券发行计划，合理选择发行时间，加快支出进度，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”的指示，以及重磅增量工具的使用（参考《稳经济靠财政——2022年中期财政政策展望》），后续基建强度大概率将有增无减。与此对应的是建筑业业务活动预期指数高于上月0.9个百分点，达到了57.9%。服务业方面，5月商务活动指数高于上月7.1个百分点，其景气回升主要还是和疫情好转有关。随着全国各地疫情已经逐渐平息，服务业业务活动预期指数达到了55.2%，高于上月2.2个百分点。

图7：建筑业仍处扩张区间，服务业景气回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

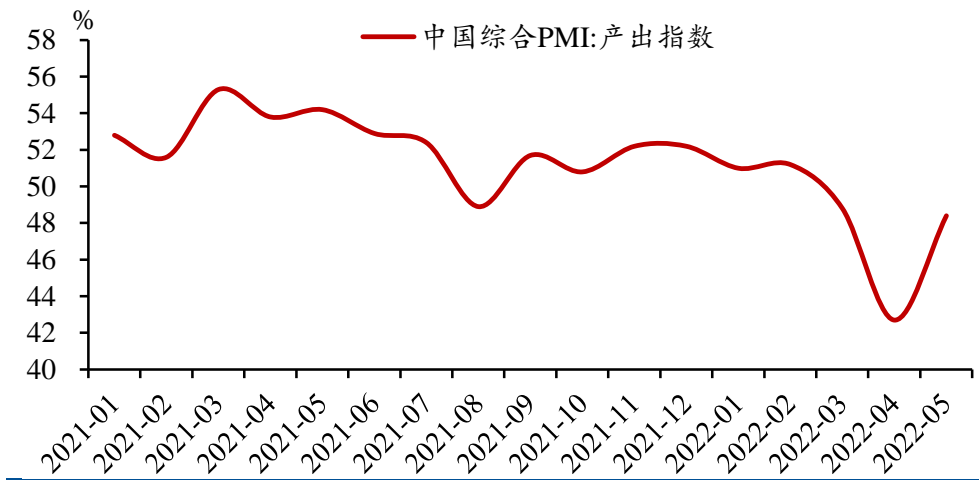
图8：非制造业业务活动预期指数明显回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

5月综合PMI产出指数录得48.4%，高于4月5.7个百分点，疫情还未结束使得我国企业生产经营景气水平仍低于临界点，但边际上的大幅回升表明整体的景气度在快速改善中，并可能在下半年重回扩张。

图9：我国综合PMI产出指数大幅回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情反复出现，政策落地速度慢

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jjiali@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 许锦川 | 13699765009 | xujinchuan@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准20%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。