

疫情冲击减缓, 制造业景气度有所改善 ——2022年5月官方PMI点评

2022年5月31日

➤ 事件:

2022年5月, 官方制造业PMI录得49.6%, 较上月+2.2PCTS; 非制造业PMI录得47.8%, 较上月+5.9PCTS, 其中建筑业PMI 52.2%, 较上月-0.5PCTS, 服务业PMI 47.1%, 较上月+7.1PCTS; 综合PMI产出指数为48.4%, 比上月+5.7PCTS。

➤ 核心观点:

- **需求、生产同步改善, 5月制造业景气度下滑趋势得到明显遏制, 但仍需时间重回扩张区间:** 5月官方制造业PMI录得49.6%, 较上月+2.2PCTS, 虽有改善, 但仍然位于荣枯线之下。季节性上看, 今年5月制造业PMI为有记录以来5月次低, 但较4月的变化明显高于历年均值, 表明5月制造业景气度虽然仍处在收缩区间, 但下滑的趋势得到明显遏制。结构上看, 在PMI供应商配送时间指数带动PMI下行, 令PMI指标存在一定的“虚减”的情况下, 5月PMI新订单指数和生产指数是本月官方制造业PMI上行的主要支撑项。
- **疫情影响减退, 物流恢复, 供需同步回升:** 5月, 随着全国范围内疫情的逐渐好转, 制造业需求和生产均有改善, PMI新订单指数和生产指数均较4月明显回升。历史同期数据看: 今年5月PMI新订单指数和生产指数均为历年5月最低, 但较上月改善的程度也远超历史均值, 表明疫情在5月对制造业需求和生产仍有冲击, 但随着疫情减缓和一系列保制造业需求和生产的政策效果显现, 5月制造业需求和生产受冲击程度均较4月改善。5月制造业需求和生产的边际改善, 很大程度上得益于更加灵活精准的防控政策之下, 物流堵点的持续打通。统计局调查结果显, 5月份反映物流运输不畅的企业比重较上月下降8.0个百分点。
- **PMI出厂价格指数和主要原材料价格指数下行, 预计5月PPI同比继续下行:** 5月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为49.5%和55.8%, 分别较上月-4.9PCTS和-8.4PCTS, 继上月之后继续下行。PMI出厂价格指数-PMI主要原材料购进价格指数由上月的-9.8PCTS缩窄到-6.3PCTS, 中下游制造业企业成本端压力有所缓解。结合翘尾因素, 预计5月PPI同比+6.5%左右, 较4月继续下行。
- **服务业景气度回升, 建筑业继续扩张:** 5月服务业PMI明显回升, 显示疫情冲击有所减弱, 业务活动预期指数为55.2%, 高于上月2.2个百分点, 服务业信心有所增强。5月建筑业PMI录得52.2%, 仍然处在扩张区间, 基建的靠前发力、加速发力对建筑业景气度有较强的支撑作用。
- **后续判断: 政策频出托底, 经济企稳在望:** 总体而言, 5月PMI数据反映了5月疫情冲击减弱之后, 制造业和非制造业总体景气度的改善。但这种改善更多的意义在于景气度下滑的趋势得到了明显遏制, 而非景气度转头向上。总体上看, 近期各项稳增长政策的密集出台, 对我国经济运行的企稳将起到重要作用, 展现了中央稳定经济, 实现既定经济增长目标的决心。4月经济低点后, 5月随着疫情缓和, 主要经济指标预计边际改善, 但幅度有限。进入6月后, 如果疫情能够保持改善的趋势, 各地复工复产有序推进, 则随着政策的进一步发力, 政策效果显现将带动经济进一步企稳回升, 预计制造业和服务业PMI有望在6月重回扩张区间, 市场悲观预期将得到修正, 资本市场将进入交易复苏阶段。

股市有风险入市须谨慎

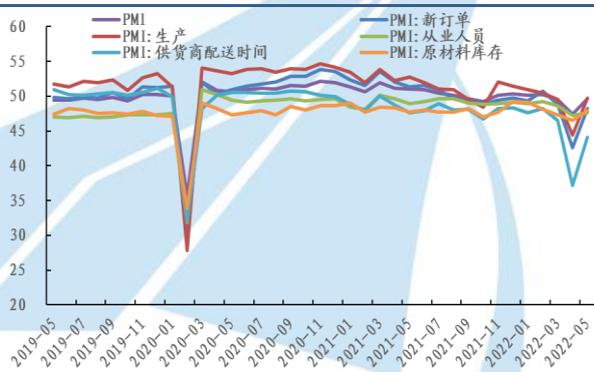
请务必阅读正文后的免责条款部分

(1) 需求、生产同步改善，5月制造业景气度下滑趋势得到明显遏制，但仍需时间重回扩张区间

2022年5月官方制造业PMI录得49.6%，较上月+2.2PCTS，虽有改善，但仍然位于荣枯线之下。季节性上看，今年5月制造业PMI仅高于2019年5月，为有记录以来5月次低（最低为2019年的49.4%），但较4月PMI+2.2PCTS的变化明显高于历年5月PMI较4月变化均值的-1.3PCTS。5月制造业景气度较4月明显超季节性改善，但仍然位于荣枯线之下，表明相比4月，5月制造业景气度下滑的趋势得到明显遏制，但仍需时间重回扩张区间。

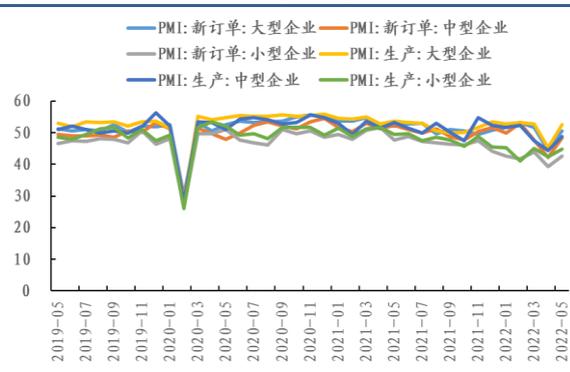
结构上看，5月PMI新订单指数48.2%（较上月+5.6PCTS，下同）、PMI生产指数49.7%（+5.3PCTS）、PMI从业人员指数47.6%（+0.4PCTS）、PMI供应商配送时间指数44.1%（+6.9PCTS）、PMI原材料库存指数47.9%（+1.4PCTS）。在PMI供应商配送时间指数带动PMI下行1.0个百分点，令PMI指标存在一定的“虚减”的情况下（供应商配送时间指数为逆指标，变大说明交货时间缩短、经济活跃度下降，但本月供应商配送时间的缩短显然主要代表物流改善，并不代表经济活跃度下降），PMI新订单指数和生产指数分别带动官方制造业PMI上行1.7个百分点左右和1.3个百分点左右，是本月官方制造业PMI上行的主要支撑项。分大中小企业看，本月大、中和小型制造业企业景气度均较上月改善，PMI分别较上月上行2.9PCTS、1.9PCTS和1.1PCTS，但只有大型企业PMI重回荣枯线之上，录得51.0%。大中小型企业PMI上行均主要系PMI新订单指数和生产指数上行拉动，但大型企业新订单和生产指数改善幅度明显高于中、小型企业。

图表1: PMI指数及其五大构成指数走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表2: 不同规模企业新订单和生产指数走势(%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

(2) 疫情影响减退，物流恢复，产需同步回升

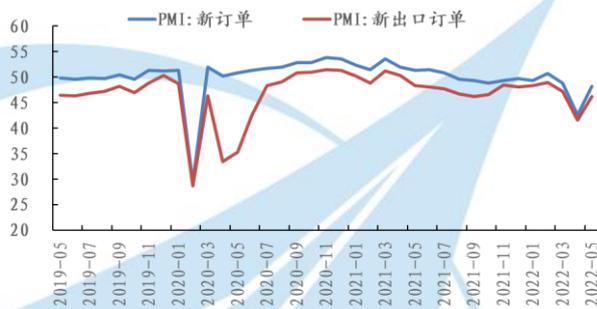
4月疫情影响加深，PMI新订单指数和生产指数同时大幅度下行，5月，随着全国范围内疫情的逐渐好转，制造业需求和生产均有改善，PMI新订单指数和生产指数均较4月明显回升，分别录得48.2%和49.7%，较上月+5.6PCTS和+5.3PCTS。5月新出口订单指数录得46.2%，较上月+4.6PCTS，连续两个月下滑之后迎来反弹，显示内需改善的同时，出口链条亦有所改善。历史同期数据看：今年5月PMI新订单指数为历年5月最低，也是历史上5月PMI新订单指数第3次位于荣枯线之下（前两次分别为2012年5月的49.8%和2019年5月的49.8%）。今年5月PMI生产指数同样为历年5月最低，也是有记录以来5月值首次位于荣枯线之下。但另一方面，5月的PMI新订单指数和生产指数较上月改善的程度也远超历史均值（2005到2021年，5月PMI新订单指数和生产指数分别较4月平均-2.0PCTS和-1.9PCTS），表明疫情在5月对制造业需求和生产仍有冲击，使得PMI新订单和生产指数仍然位于荣枯线之下，但随着疫情减缓和一系列保制

造业需求和生产的政策效果显现，5月制造业需求和生产受到的冲击程度均较4月明显改善。

5月制造业需求和生产的边际改善，很大程度上得益于更加灵活精准的防控政策之下，物流堵点的持续打通。5月PMI供货商配送时间指数录得44.1%，较4月大幅回升6.9PCTS，反映物流明显改善，与整车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数、公共物流园吞吐量等反映物流通畅程度的高频数据变化趋势一致。统计局调查结果显示，近期出台的一系列打通物流和产业上下游衔接堵点政策成效有所显现，5月份反映物流运输不物的企业比重较上月下降8.0个百分点。

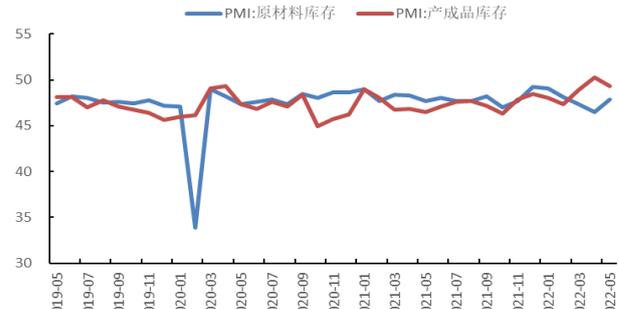
5月，PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别为49.3%和47.9%，分别较上月-1.0PCTS和+1.4PCTS，同时，PMI采购量指数录得48.4%，较上月+4.9PCTS。PMI生产经营活动预期指数录得53.9%，较上月+0.6PCTS，连续两个月下行之后迎来反弹。物流堵点逐步打通、生产和需求逐步修复之下，制造业企业原材料获取到一定恢复，产生了一定补原材料库存的需求，同时产品销路畅通之下，产成品库存得到一定去化，对未来的预期也边际转强。

图表3：内外需同时改善(%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图表4：原材料库存和产成品库存走势(%)

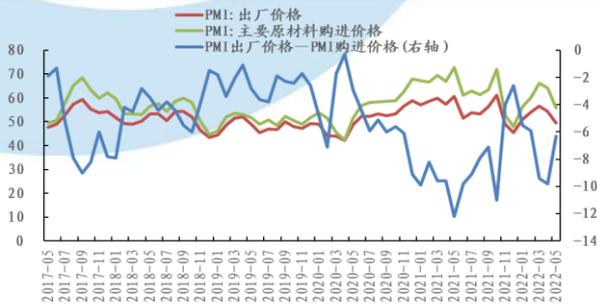


资料来源：wind，中航证券研究所

(3) PMI出厂价格指数和主要原材料价格指数下行，预计5月PPI同比继续下行

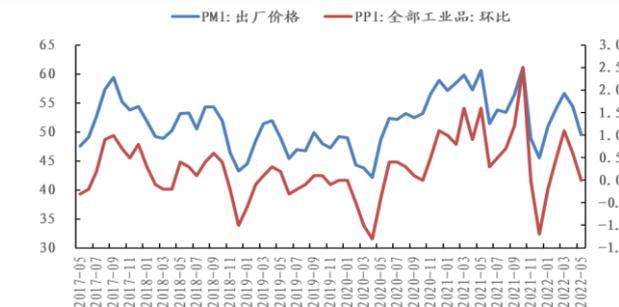
5月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为49.5%和55.8%，分别较上月-4.9PCTS和-8.4PCTS，继上月之后继续下行。PMI出厂价格指数-PMI主要原材料购进价格指数由上月的-9.8PCTS缩窄到-6.3PCTS，中下游制造业企业成本端压力有所缓解。5月，无烟煤、普通混煤、1/3焦煤等煤种价格继续同比上涨，但涨幅较上月普遍下降，螺纹钢、线材、普通中板等钢材价格同比下行，下行幅度较上月加深，国际油价继续同比上行，上行幅度略强于上月。结合翘尾因素，预计5月PPI同比+6.5%左右，较4月继续下行。

图表5：PMI出厂价格与购进价格之差缩窄(%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图表6：PMI出厂价格与PPI环比走势(%)



资料来源：wind，中航证券研究所

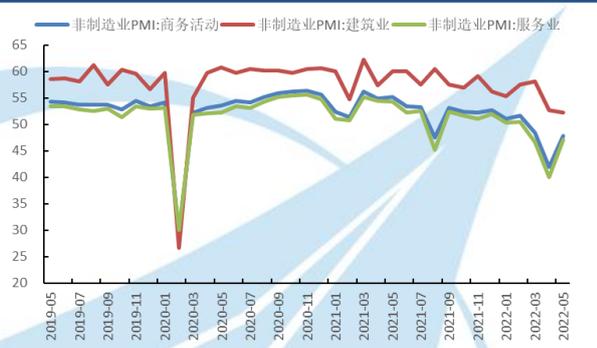
(4) 服务业景气度回升，建筑业继续扩张

2022年5月，非制造业商务活动指数47.8%，较上月+5.9PCTS，其中，建筑业PMI52.2%，较上月-0.5PCTS，继续处在荣枯线之上，服务业PMI47.1%，较上月+7.1PCTS，明显改善。

5月服务业PMI明显回升，显示疫情冲击有所减弱。从行业情况看，调查的21个行业中有17个商务活动指数高于上月，其中零售、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，业务总量环比有所增长；住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于40.0%以下低位，市场活跃度持续较低，显示疫情之下，居民聚集受到抑制对这些行业仍有拖累。从市场预期看，业务活动预期指数为55.2%，高于上月2.2个百分点，服务业信心有所增强。

5月建筑业PMI录得52.2%，仍然处在扩张区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数分别为62.7%和59.1%，分别较上月+1.7PCTS和+6.8PCTS，表明基建的靠前发力、加速发力对建筑业景气度有较强的支撑作用。

图表7：非制造业景气度恢复（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

(5) 后续判断：政策频出托底，经济企稳在望

总体而言，5月PMI数据反映了5月疫情冲击减弱之后，制造业和非制造业总体景气度的改善。但同时也要注意，除建筑业外，制造业和服务业景气度虽然较上月改善，但仍然处在收缩区间，这种改善更多的意义在于景气度下滑的趋势得到了明显遏制，而非景气度转头向上。

5月23日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，进一步部署稳经济一揽子措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。5月23日，人民银行、银保监会召开主要金融机构货币信贷形势分析会，同日，央行还召开了全系统货币信贷形势分析电视会议，会议强调要引导和支持地方法人金融机构加大贷款投放，优化信贷结构，降低融资成本等。5月25日，全国稳住经济大盘电视电话会议召开，在会议上，李克强总理强调要扎实推动稳经济各项政策落地见效，保市场主体保就业保民生，确保经济运行在合理区间，对很多稳增长措施进行了详尽指导。

总体上看，近期各项稳增长政策的密集出台，对我国经济运行的企稳将起到重要作用，展现了中央稳定经济，实现既定经济增长目标的决心。4月经济低点后，5月随着疫情缓和，主要经济指标预计边际改善，但幅度有限。进入6月后，如果疫情能够保持改善的趋势，各地复工复产有序推进，则随着政策的进

一步发力，政策效果显现将带动经济进一步企稳回升，预计制造业和服务业 PMI 有望在 6 月重回扩张区间，市场悲观预期将得到修正，资本市场将进入交易复苏阶段。



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符昞（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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：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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。