

## 紊乱的 PMI 信号，确定的经济重启

2022 年 05 月 31 日

5 月 31 号，国家统计局公布 5 月 PMI 数据。制造业 PMI 意料之中的回升，毕竟疫情冲击在逐步消退。

制造业 PMI 可反应经济景气程度，本月读数（49.6）甚至略超过 3 月（49.5）。若按直观读数理解，似乎 5 月经济修复至 3 月水平，显然这一状态违背微观感知。

**高频数据反应 5 月经济的确经历了疫后修复，然而修复程度还不能与疫情之前的 3 月相提并论。**

### ➤ 如何评估 5 月经济修复幅度？这是本月 PMI 留给我们的挑战

**不仅如此，5 月 PMI 分项并不一致性指向单边修复，不同分项给出的信号不尽相同。**

新订单指数、生产指数、供应商配送时间、采购量等分项似乎表明经济正在有力复苏。

然而从业人员指数、与企业生产经营预期，这两大分项又表明企业生产经营改善不明显。

再看出厂价格指数、原材料购进价格指数，两大分项反而下跌，似乎又表明下游需求可能回落。

### ➤ 看似矛盾的 PMI 信号意味着什么？5 月经济面临疫后重启

**因为疫情，4 月经济被按下“暂停键”。5 月经济迎来重启，经济重启并非全面均衡的修复，换言之，5 月经济并非一次典型的复苏。5 月经济重启呈现三点特征：**

**供给约束释放快于新增需求表达。**对应到 5 月 PMI 分项数据，新订单指数、新出口订单指数、生产指数、供应商配送时间、采购量指数较上月环比提升幅度最大。

**库存消耗快于新增生产。**对应到 5 月 PMI 分项数据，原材料库存环比只增长了 1.4 个百分点，在手订单指数与产成品库存指数甚至降低了 1 个百分点。这都是库存消耗快于生产的表现

**生产经营快于实际就业。**对应到 5 月 PMI 分项数据，从业人员指数依旧疲软，环比改善幅度不大，仅 0.4 个百分点。

### ➤ 5 月经济重启对全年来说意味着什么？上半年方向已定，关注重点来到下半年

**4 月确认是今年经济的一个底部，未来短期方向已经确定。**

今年 3 至 4 月，国内最大的宏观不确定性来自疫情。若未来疫情进一步收敛，复工复产如期推进，则二季度末甚至三季度初，宏观核心主线落在疫情修复。

短期之内，外需韧性、复工复产推进与稳增长政策加码，构成经济修复的三个利好。预计 6 月复工复产节奏快于 5 月。

**关注重点来到了下半年。如果下半年疫情没有太大扰动，后续关注稳增长政策落地效果以及出口动能。**

疫情之中，稳增长政策效果无法充分显现。随着疫情逐步退却，稳增长政策效果将会水落石出。关注稳增长主线下的三大需求重点，基建、地产和消费。

下半年还需要关注的另一个变量是出口。今年的出口同比大概率前高后低，关注下半年海外需求减弱之后中国出口最终收敛在怎样的水平。

**风险提示：**经济走势超预期；疫情发展超预期；地缘政治超预期。



**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

## 目 录

一、本月 PMI 分项给出的信号较为紊乱 .....	3
二、看似矛盾的 PMI 分项指向经济重启 .....	3
三、展望后续经济趋势.....	5
四、风险提示 .....	5
插图目录 .....	7

5月31号，国家统计局公布5月PMI数据。5月份，制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI同步回升，分别为49.6、47.8和48.4，明显高于上月2.2、5.9和5.7个百分点。

## 一、本月PMI分项给出的信号较为紊乱

本月PMI读数回升完全在市场意料之中，毕竟4月受疫情冲击，数据全面走弱。5月高频数据显示经济整体状态好于4月。所以5月PMI较4月修复，这一趋势并不令人诧异。

令人困惑的是，本月制造业PMI读数（49.6）甚至略超过3月（49.5），是否意味着当前经济已经修复至3月水平？这一点值得我们探讨。

高频数据显示5月经济已有修复，然而还不至于完全修复至疫情前的3月。我们不能因为PMI直观读数，而直将5月经济状态解读为已修复至3月水平。

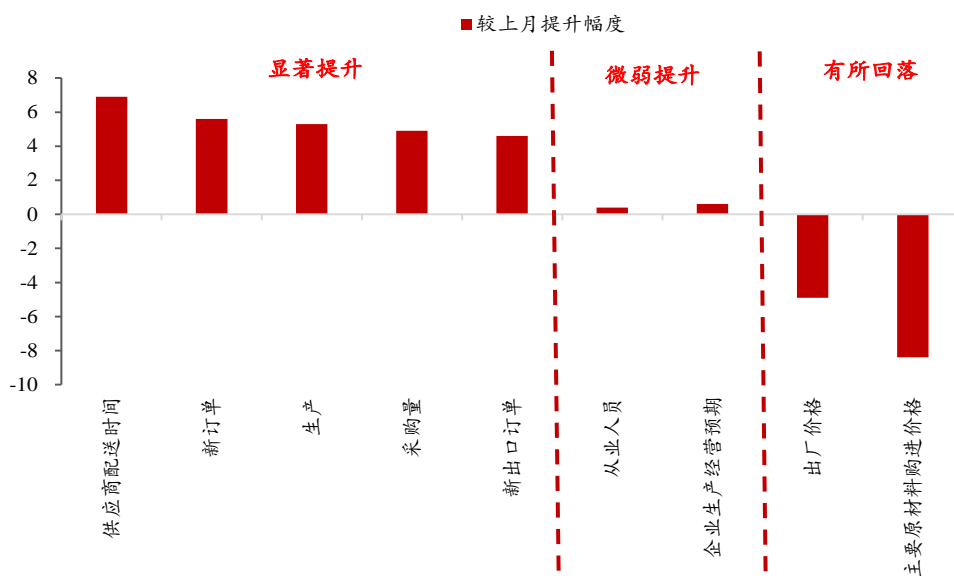
**5月PMI分项指标给出的方向信号差异较大，为我们评估5月的经济状态提出了挑战。**

有些分项表明经济似乎正在有力复苏。5月新订单指数、新出口订单指数、生产指数、供应商配送时间、采购量指数较上月环比提升幅度较大，分别提高5.6、4.6、5.3、5.9和4.9个百分点。

有些分项似乎表明企业生产经营改善并不显著。从业人员指数与企业生产经营预期只比上月提高了0.4和0.6个百分点。

有些分项引发下游需求是否回落担忧。出厂价格指数、原材料购进价格指数甚至反而下跌，拖累制造业PMI，较上月分别回落4.9和8.4个百分点。

图1：5月PMI分项指标的分化（单位：%）



资料来源：Wind, 民生证券研究院

## 二、看似矛盾的PMI分项指向经济重启

4月疫情冲击经济，尤其是冲击生产与物流供应链，供给成为经济运行的瓶颈。5月疫情防控有序改善，复工复产持续推进，物流供应链逐步恢复。物流瓶颈解除，供给约束打开后，经济运行正经历从供给约束到供应畅通。

**看似相互矛盾的数据指向背后，实际上描绘了5月经济的重启进程。**

经济重启阶段有三点典型表现：

**其一，供给约束释放快于新增需求表达。**

供需同时重启，供给直接推动企业生产经营，快于需求间接拉动企业生产经营。

对应到5月PMI分项数据，新订单指数、新出口订单指数、生产指数、供应商配送时间、采购量指数较上月环比提升幅度最大，都接近5个百分点。

**其二，库存消耗快于新增生产。**

前期受供给约束的订单需求与新增订单需求同步启动，企业原材料进货以及安排生产都需要时间。更多通过已有库存发货交付，在这一阶段企业被动去库。

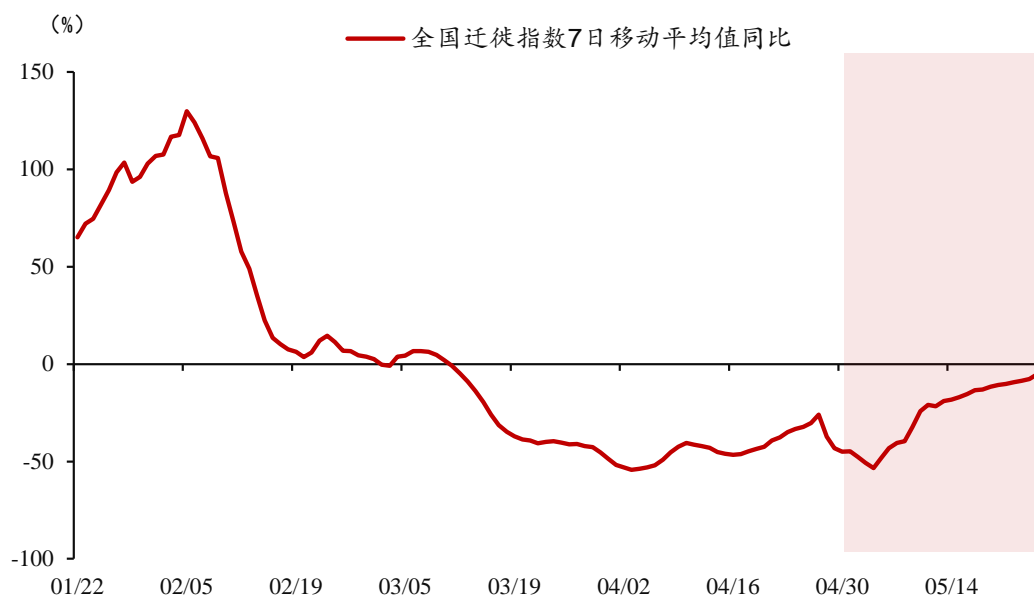
对应到5月PMI分项数据，原材料库存环比只增长了1.4个百分点，在手订单指数与产成品库存指数甚至降低了1个百分点。这都是库存消耗快于生产的表现。

**其三，生产经营快于实际就业。**

重启阶段的生产快速启动，就业增长是一个更长期的滞后过程。企业扩大招工的前提是稳定需求预期，这都需要一段时间。

对应到5月PMI分项数据，从业人员指数依旧疲软，虽然环比改善，但幅度不大，只有0.4个百分点。

**图2：全国交通正在恢复（单位：%）**



资料来源：iFind，民生证券研究院

### 三、展望后续经济趋势

经济正处于修复过程中，4月确认为一个经济底。

我们之前在《走过至暗的4月，走向希望的5月》已经给出判断，4月经济大概率是今年上半年的一个底部。5月PMI的读数回升与分项指标的结构特征再次印证了这一点。

短期之内，外需韧性、复工复产推进与稳增长政策的加码，构成经济修复的三个利好因素。我们预计6月复工复产节奏快于5月。

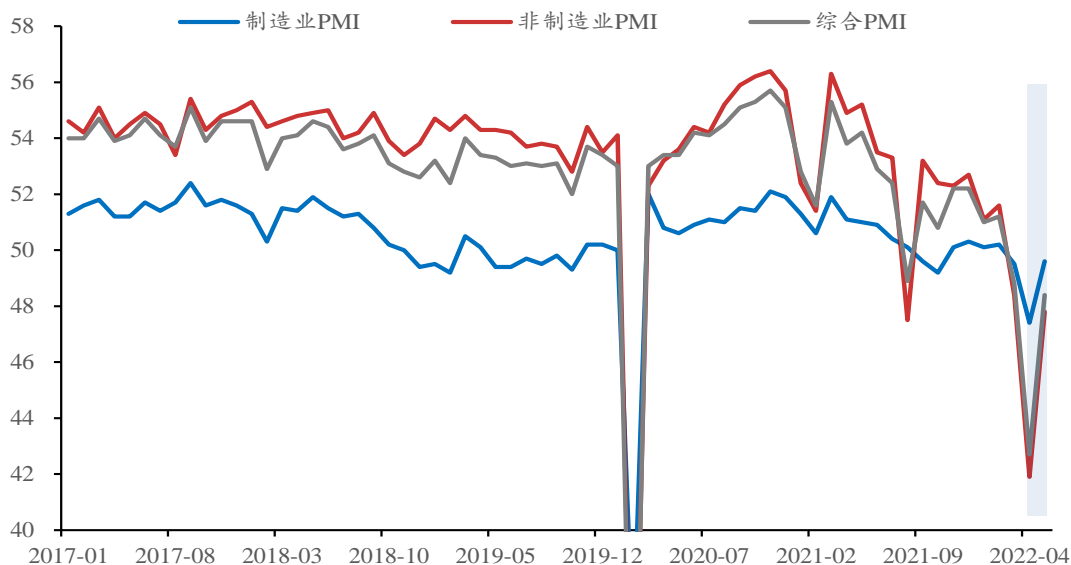
当然，经济持续修复需要一个前提条件，疫情得到有效控制，复工复产进程能够持续顺利推进。

短期内经济修复仍是主线，后续关注稳增长政策效果以及出口动能。

展望下半年，如果抗疫政策不发生取向变化，二季度末甚至三季度初，宏观核心主线仍在于疫情修复。再往后看，需要关注稳增长政策落地效果以及出口走势。

疫情之中，稳增长政策效果无法充分显现。随着疫情逐步退却，稳增长政策效果将会水落石出。关注稳增长主线下的三大需求重点：基建、地产和消费。下半年还需要关注的另一个变量是出口。

图3：PMI显示经济正在修复（单位：%）



资料来源：iFind，民生证券研究院

### 四、风险提示

1) 经济走势超预期。经济大幅度变动，则政策力度可能将有相应调整，可能超出我们预期。

2) 疫情发展超预期。新增确诊人数出现大幅度的波动，可能超出我们预期。

3) **海外地缘政治超预期。**海外地缘冲突发展超出预期，影响上游大宗价格，可能超出我们预期。

## 插图目录

图 1：5 月 PMI 分项指标的分化（单位：%） .....	3
图 2：全国交通正在恢复（单位：%） .....	4
图 3：PMI 显示经济正在修复（单位：%） .....	5

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001