



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 制造业恢复进行时

——2022年5月PMI数据点评

日期：2022年05月31日

分析师：胡月晓  
Tel: 021-53686171  
E-mail: huyuexiao@shzq.com  
SAC 编号: S0870510120021  
分析师：陈彦利  
Tel: 021-53686170  
E-mail: chenyanli@shzq.com  
SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

- 《疫情冲击延续，经济待修复》  
——2022年05月16日
- 《货币高增后临快落》  
——2022年05月14日
- 《工业品涨势收敛》  
——2022年05月11日

### ■ 主要观点

#### 制造业恢复进行时

5月随着主要城市疫情形势的好转，复工复产开始推进，制造业也呈现出明显的恢复。供需两端双双回暖，价格指数回落，企业成本压力缓解。大企业恢复较快，重回扩张区间。企业采购需求改善，但产品库存仍偏高，或仍受到物流不畅的影响，物流运转仍待进一步改善。非制造业中，恢复情况分化。服务业中交通运输恢复较好，而接触性服务业仍然低迷；建筑业维持扩张区间，土木工程行业维持高景气度。我们一直认为今年稳增长的抓手在基建投资。疫情冲击下，土木工程行业受到的影响有限。而随着后续加快基建项目政策的落实，以及专项债资金的配套，基建投资有望进一步加快。

#### “抑”阶段中等待机会

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，政策预期平稳，在疫情延续、地缘政治事件和楼市违约风险等综合扰动的影响已过去，资本市场已重新步入平稳运行期，但仍将在“抑”中等待“扬”的阶段到来。

#### 政策应出尽出，经济二次修复

经济下行压力持续加大，高层会议明确困难在某些方面和一定程度上比2020年疫情严重冲击时还大。为稳住经济大盘，各项政策全面出击。财政政策继续加码，房地产政策利好频传。一揽子政策中要求因城施策支持刚性和改善性住房需求，5年期LPR下调，各地调控政策松绑，有助于提振需求，稳定信贷。货币政策方面，后续政策或维持偏松格局，“降息、降准”或提前至年中前后，总量与结构并重，进一步降低企业的融资成本，加大对实体经济的支持力度。随着6月复工复产全面推进，疫情冲击影响终将消退，经济修复有望加速。

### ■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

## 目 录

<b>1 事件：5月官方制造业 PMI 数据公布</b> .....	<b>3</b>
<b>2 事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	<b>3</b>
2.1 复工复产推进，制造业反弹修复 .....	3
2.2 供需均有改善 .....	4
2.3 价格指数继续回落，成本压力有所缓解 .....	4
2.4 各类型企业均有改善，大型企业改善最快 .....	5
2.5 采购需求改善，产成品库存仍高位 .....	6
2.6 物流有待进一步改善 .....	6
<b>3 事件影响：对经济和市场</b> .....	<b>7</b>
3.1 制造业恢复进行时 .....	7
3.2 “抑”阶段中等待机会 .....	7
<b>4 事件预测：趋势判断</b> .....	<b>8</b>
4.1 政策应出尽出，经济二次修复 .....	8
<b>5 风险提示：</b> .....	<b>8</b>

## 图

图 1 官方制造业 PMI (%) .....	4
图 2 新订单及生产指数 (%) .....	4
图 3 价格指数 (%) .....	5
图 4 大中小型企业 PMI (%) .....	6
图 5 库存及采购量指数 (%) .....	6
图 6 从业人员及经营活动指数 (%) .....	7

## 1 事件：5月官方制造业 PMI 数据公布

5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.6%，虽低于临界点，但比上月上升 2.2 个百分点，制造业总体景气水平有所改善。

5 月份，非制造业商务活动指数为 47.8%，比上月上升 5.9 个百分点，非制造业景气水平明显改善。

5 月份，综合 PMI 产出指数为 48.4%，比上月上升 5.7 个百分点，表明我国企业生产经营景气水平有所恢复。

## 2 事件解析：数据特征和变动原因

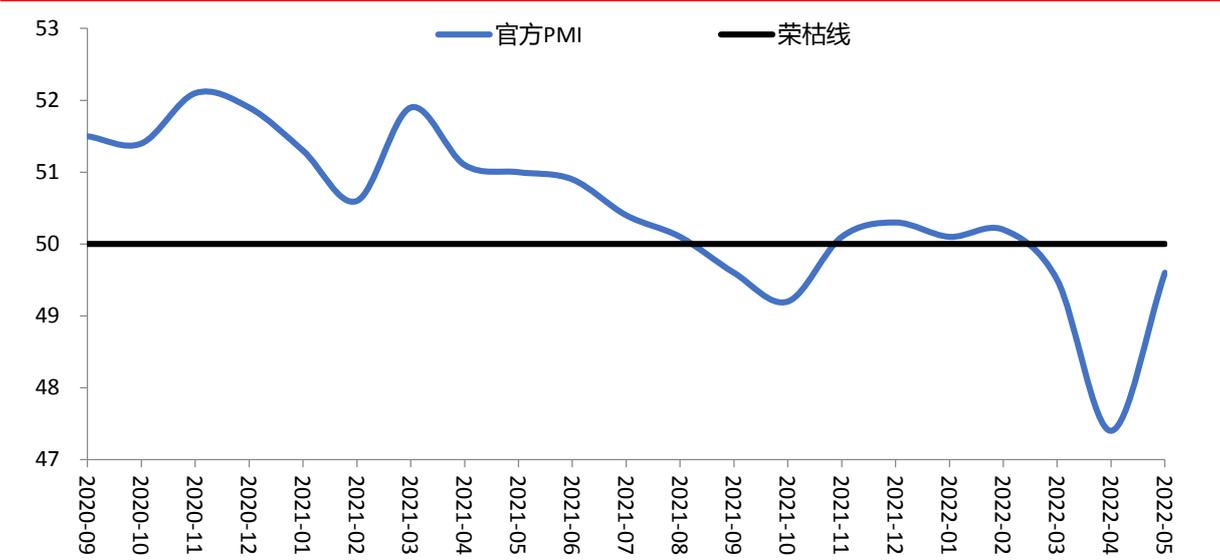
### 2.1 复工复产推进，制造业反弹修复

5 月主要城市疫情形势好转，部分企业开始推进逐步复工复产，制造业 PMI 底部反弹修复，制造业景气度明显改善。5 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.6%，虽低于临界点，但比上月上升 2.2 个百分点，已临近 50 一线。并且在调查的 21 个行业中，PMI 位于扩张区间的行业由上月的 9 个增加至 12 个，制造业景气面扩大。从分类指数看，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数均位于临界点以下，但较上月均有不同程度的回升。

疫情期间非制造业受到的影响更大，本月的回升幅度也更大。5 月份，非制造业商务活动指数为 47.8%，高于上月 5.9 个百分点。非制造业中服务业景气度修复较快，为 47.1%，高于上月 7.1 个百分点。行业中，零售、运输物流改善程度较多，接触性服务业仍然处于低景气度区间，市场活跃度持续较低。而建筑业较上月微升 0.5 个百分点，而其中土木工程建筑业在高基数水平上继续上升，表明基建活动仍在加快，助力稳增长。

3 月综合 PMI 产出指数为 48.4%，高于上月 5.7 个百分点，表明我国企业生产经营景气水平有所恢复。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 49.5% 和 48.4%，均有所回升。

图1 官方制造业 PMI (%)

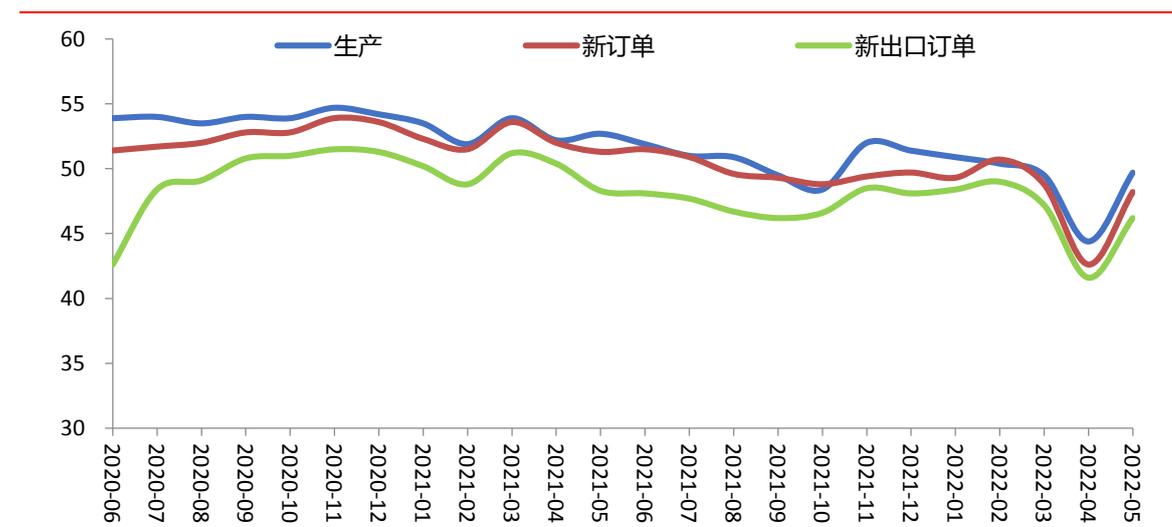


资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 2.2 供需均有改善

随着部分企业的复工复产, 供需两端均有改善。生产指数和新订单指数分别为 49.7%和 48.2%, 比上月回升 5.3 和 5.6 个百分点, 生产指数也接近临界点, 供需差额也有所缩小。从行业来看, 化纤、专用设备、企业等行业生产指数高于上月 10.0 个百分点以上, 修复速度较快; 石油、化工、黑色金属冶炼等原材料制造业新订单指数重回扩张区间, 说明了市场需求的好转。进出口指数也同步改善, 4 月出口大幅回落, 但在整个疫情形势缓和后, 本月进出口或将有所回升。

图2 新订单及生产指数 (%)

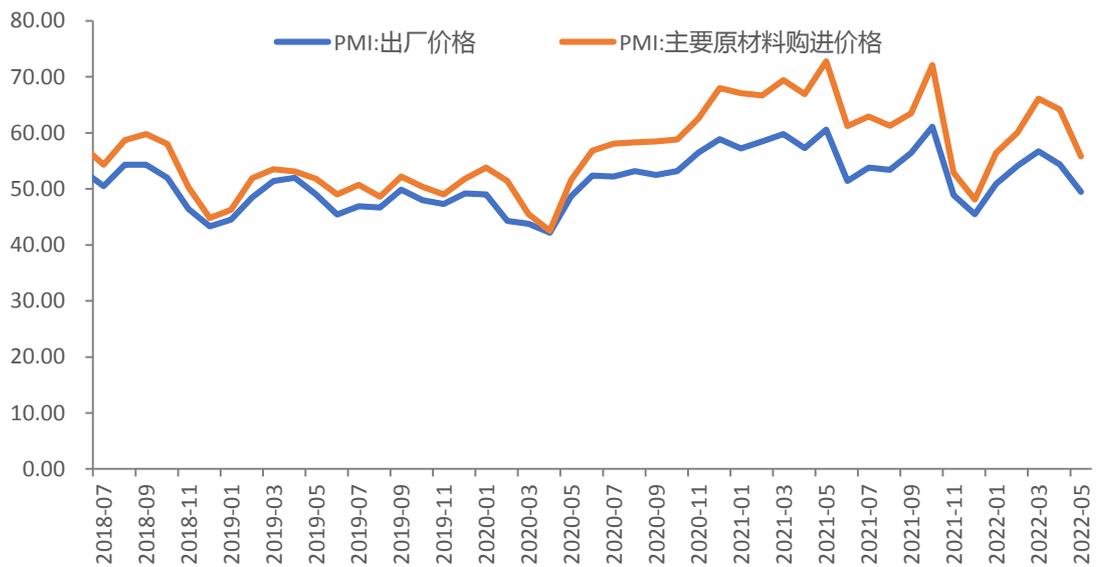


资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 2.3 价格指数继续回落, 成本压力有所缓解

价格指数继续回落。主要原材料购进价格指数为 55.8%，低于上月 8.4 个百分点，继续高于 55.0%，制造业原材料采购价格回落加快，但仍处于相对较高水平。原材料价格回落有助于缓解企业成本压力，但部分行业如石油、化工、医药等行业原材料价格仍然处于 60 以上高位。出厂价格指数为 49.5%，低于上月 4.9 个百分点，年内首次降至收缩区间，产品销售价格有所回落。两个指数间的差值也有所收窄。

图 3 价格指数 (%)

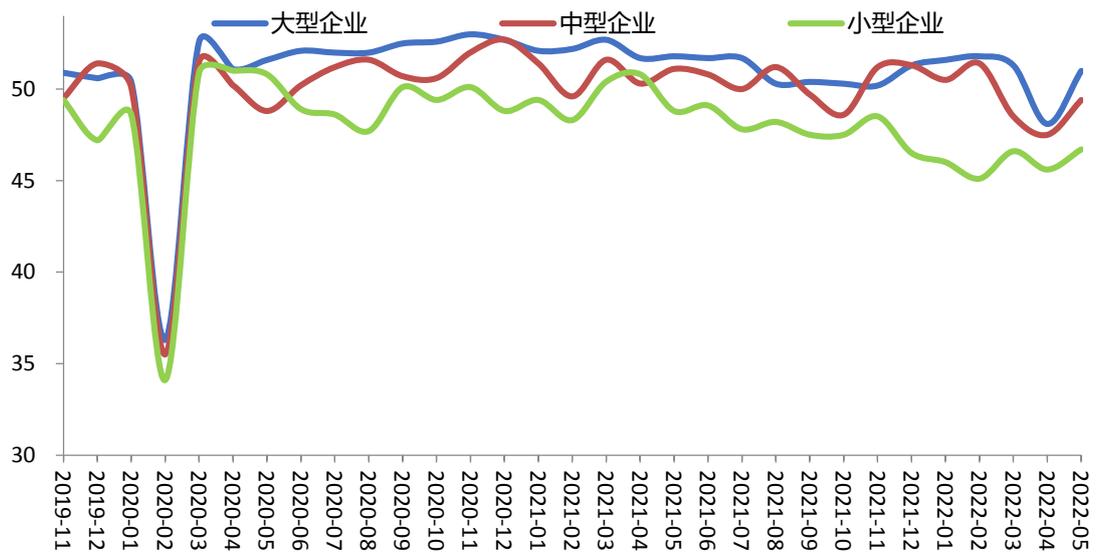


资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 2.4 各类型企业均有改善，大型企业改善最快

4月在疫情冲击之下，各类型企业PMI在临界点以下，尤其是大型企业回落幅度较多。而本月随着复工复产的推进，大型企业明显恢复最快，高于上月2.9个百分点，为51%，重回扩张区间。其中生产指数和新订单指数分别为52.5%和50.7%，高于制造业总体2.8和2.5个百分点，大型企业产需好于制造业总体。而中小型企业恢复稍慢，中、小型企业PMI分别为49.4%和46.7%，高于上月1.9和1.1个百分点，景气水平虽有所改善，但仍低于临界点。

图 4 大中小型企业 PMI (%)

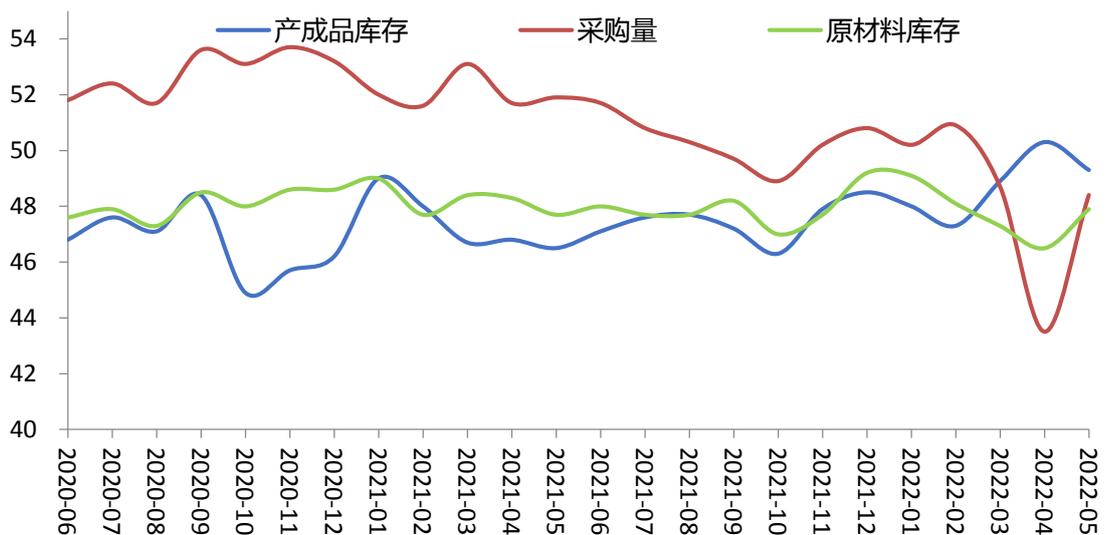


资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 2.5 采购需求改善, 产成品库存仍高位

由于疫情形势的向好, 复工复产推进, 企业采购需求明显走强, 上升 4.9 个百分点至 48.4%, 并带动原材料库存由历史低位有所回升。而生产需求的回暖也有助于消耗过高的产成品库存, 产成品库存下降 1 个百分点, 但仍处于高位, 或仍受到当前物流不畅的制约。随着后续复工复产地推进, 库存有望进一步消化, 企业主动补库意愿也将进一步增强。

图 5 库存及采购量指数 (%)

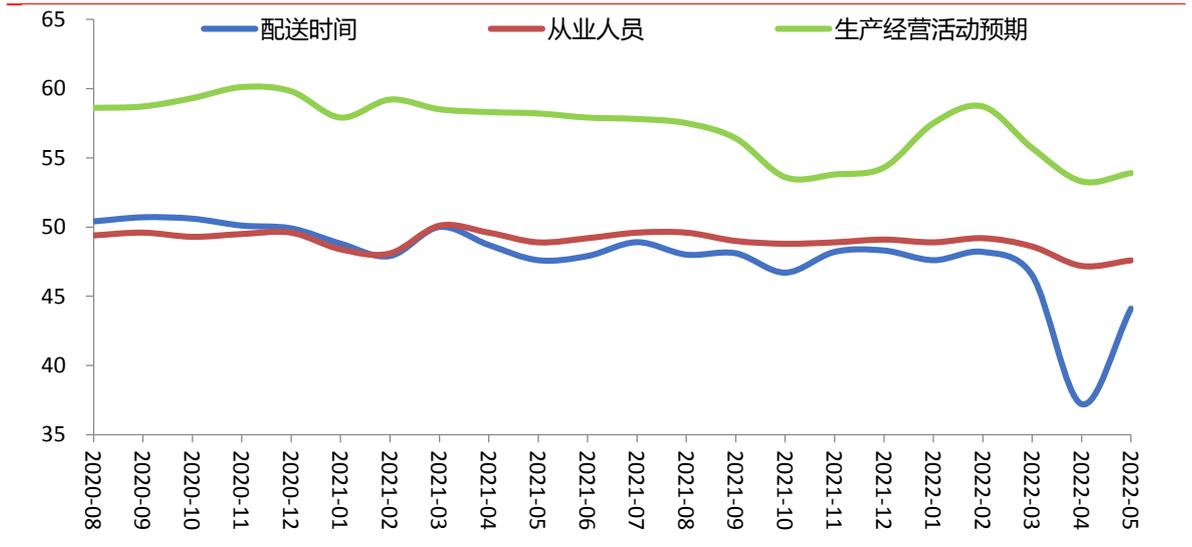


资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 2.6 物流有待进一步改善

从业人员指数为 47.6%，比上月上升 0.4 个百分点，表明制造业企业用工景气水平小幅回升。值得关注的是，由于疫情防控措施的影响，造成物流以及供应链运转不畅，供应商配送时间指数一度降至 37.2% 的低位。5 月虽有所回升，但在 PMI 的主要指数当中仍然偏低，说明当前的物流运输环境还有待进一步改善。生产经营活动预期指数为 53.9%，下降 3 个百分点，上升 0.6 个百分点，企业信心在逐渐恢复。

图 6 从业人员及经营活动指数指数 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 3 事件影响：对经济和市场

#### 3.1 制造业恢复进行时

5 月随着主要城市疫情形势的好转，复工复产开始推进，制造业也呈现出明显的恢复。供需两端双双回暖，价格指数回落，企业成本压力缓解。大企业恢复较快，重回扩张区间。企业采购需求改善，但产品库存仍偏高，或仍受到物流不畅的影响，物流运转仍待进一步改善。非制造业中，恢复情况分化。服务业中交通运输恢复较好，而接触性服务业仍然低迷；建筑业维持扩张区间，土木工程行业维持高景气度。我们一直认为今年稳增长的抓手在基建投资。疫情冲击下，土木工程行业受到的影响有限。而随着后续加快基建项目政策的落实，以及专项债资金的配套，基建投资有望进一步加快。

#### 3.2 “抑”阶段中等待机会

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，政策预期平稳，在疫情延续、地缘政治事件和楼市违约风险等综合扰动的影响已过去，

资本市场已重新步入平稳运行期，但仍将在“抑”中等待“扬”的阶段到来。

## 4 事件预测：趋势判断

### 4.1 政策应出尽出，经济二次修复

经济下行压力持续加大，高层会议明确困难在某些方面和一定程度上比 2020 年疫情严重冲击时还大。为稳住经济大盘，各项政策全面出击，已出台的政策要抓好落实，增量政策积极谋划，落实细节。财政政策继续加码，房地产政策利好频传。一揽子政策中要求因城施策支持刚性和改善性住房需求，5 年期 LPR 下调，各地调控政策松绑，有助于提振需求，稳定信贷。货币政策方面，后续政策或维持偏松格局，“降息、降准”或提前至年中前后，总量与结构并重，进一步降低企业的融资成本，加大对实体经济的支持力度。宏观政策仍有空间，各项政策应出尽出，加强逆周期调节，预计宏观杠杆率也会有所提高。随着 6 月复工复产全面推进，疫情冲击影响终将消退，经济修复有望加速。

## 5 风险提示：

**通胀继续上行：**疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突扩大化以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

**疫情反复变化再度超出预期：**防控措施的延长，复工复产不及预期，对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

**政策超预期改变：**大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。