



报告日期：2022年6月6日

6月制造业 PMI 大概率重返荣枯线之上，实现 GDP 增速预期目标需要加大政策力度

——5月 PMI 数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

报告概要：

➤ 5月制造业PMI49.60，预期值48.90，前值47.40；5月非制造业PMI47.80，预期值45.0，前值41.90；5月综合PMI48.40，前值42.70。我们点评如下：

风险因素

- 1.我国宏观政策发力程度低于预期；
- 2.下半年出口增速下行幅度超预期；
- 3.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.50%左右”GDP增速目标
- 2.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 3.英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
- 4.英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
- 5.英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 6.英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 7.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 8.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 9.英大宏观评论（20220321）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 10.英大宏观评论（20220314）“俄乌冲突”对我国CPI的冲击有限，3月央行大概率降准或降息
- 11.英大宏观评论（20220307）“5.5%左右”强引领符合预期，2022年房地产投资增速大概率前低后高
- 12.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 13.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

➤ 一、5月制造业PMI与非制造业PMI双双反弹，但是均处于荣枯线之下；

➤ 二、5月内外需出现边际改善，但是内需依旧较为疲弱；

➤ 三、6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行；

➤ 四、5月出厂价格指数跌至荣枯线之下，预示5月PPI当月同比大概率较4月下行；

➤ 五、5月城镇调查失业率大概率在4月的基础上下行，但是下行幅度可能有限；

➤ 六、5月基础设施建设投资完成额累计同比大幅上行的概率较低；

➤ 七、6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，提升A股市场风险偏好；

➤ 八、下半年宏观经济依旧存隐忧，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度。



目录

一、5月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹，但是均处于荣枯线之下	3
二、5月内外需出现边际改善，但是内需依旧较为疲弱	4
三、6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行	5
四、5月出厂价格指数跌至荣枯线之下，预示5月PPI当月同比大概率较4月下行	6
五、5月城镇调查失业率大概率在4月的基础上下行，但是下行幅度可能有限	8
六、5月基础设施建设投资完成额累计同比大幅上行的概率较低	9
七、6月制造业 PMI 大概率重返荣枯线之上，提升 A 股市场风险偏好	11
八、下半年宏观经济依旧存隐忧，实现 GDP 增速预期目标需要加大政策力度	12

事件：5月制造业 PMI49.60，预期值 48.90，前值 47.40；5月非制造业 PMI47.80，预期值 45.0，前值 41.90；5月综合 PMI48.40，前值 42.70。

点评：

一、5月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹，但是均处于荣枯线之下

5月制造业 PMI 录得 49.60，虽然较前值大幅上行 2.20 个百分点，且高于预期 0.70 个百分点，但是该数据还存在以下“不足”之处：**一是**5月 49.60 的读数依旧低于荣枯线，且连续 3 个月位于荣枯线之下，表明我国制造业在 5 月依旧处于收缩状态，虽然收缩程度较 4 月明显收窄；**二是**5月 49.60 的读数低于本轮疫情爆发前的 2 月的 50.20，表明疫情对制造业造成的冲击尚未完全消退；**三是**5月 49.60 的读数是 2005 年以来历年同期次低值，仅高于 2019 年 5 月的 49.40，也就是说，5 月 49.60 的读数远弱于季节性；**四是**从 5 个主要分项看，虽然 5 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别较前值上行 5.60、5.30、0.40、6.90、1.40 个百分点，但是分别录得 48.20、49.70、47.60、44.10、47.90，均低于荣枯线。**从结构的角度看**，大中型企业的制造业 PMI 分别为 51.00、49.40、46.70，分别较前值上行 2.90、1.90、1.10 个百分点。其中，大型企业反弹幅度最大，且重返荣枯线之上，进入扩张区间；中型企业连续 3 个月位于荣枯线之下；小型企业反弹幅度最弱，且自 2021 年 5 月以来持续在荣枯线之下运行。5 月大型企业反弹幅度之所以最大，是因为 4 月大城市疫情防控力度加大冲击大型企业制造业 PMI，而在 5 月大城市疫情出现好转的背景下，大型企业制造业 PMI 相应反弹。

图 1：5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹，但是均处于荣枯线之下（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

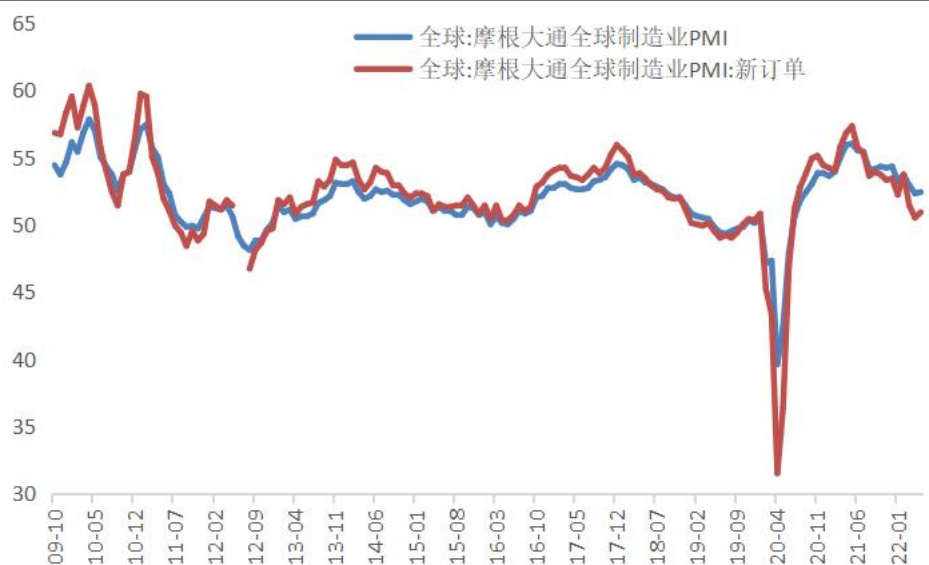
5月非制造业 PMI 为 47.80，虽然较前值大幅上行 5.90 个百分点，且高于预期 2.80 个百分点，但是该数据同样存在以下“不足”之处：**一是**5月 47.80 的读数依旧处于荣枯线

之下，且连续3个月位于荣枯线之下，表明虽然收缩程度较4月明显收窄，但是5月我国非制造业依旧处于收缩状态；二是5月47.80的读数低于本轮疫情爆发前的2月的51.60，表明疫情对非制造业形成的冲击尚未完全消退；三是5月47.80的读数为2007年以来历年同期最低值，且是唯一一个位于荣枯线之下的月度值，表明2022年5月非制造业PMI严重弱于季节性；四是非制造业PMI其余的9个指标，虽然大部分较前值上行，但是位于荣枯线以下的指标有7个，位于50-60之间的指标只有2个，而无位于60以上的指标。从结构的角度看：5月建筑业PMI为52.20，较前值下行0.50个百分点，创2020年3月以来新低；5月服务业PMI为47.10，虽然较前值大幅反弹7.10个百分点，但是依旧位于荣枯线之下。可见，在建筑业PMI下行的背景下，服务业是5月非制造业PMI上行的拉动力量。

二、5月内外需出现边际改善，但是内需依旧较为疲弱

5月新订单、新出口订单与在手订单分别为48.20、46.20、45.00，分别较前值上行5.60、4.60、-1.00个百分点。首先我们来看外需。5月新出口订单为46.20，较前值大幅上行4.60个百分点，但是该读数依旧较弱，因是2021年7月以来的次低值，仅高于2022年4月的41.60。从主要经济体制造业PMI来看：**美国方面**，5月Markit制造业PMI录得57.50，较前值下行1.70个百分点，为近3个月新低，但是5月ISM制造业PMI录得56.10，较前值上行0.70个百分点；**欧元区方面**，5月欧元区制造业PMI录得54.40，较前值下行1.10个百分点，创2020年12月以来新低，其中，德国制造业PMI录得54.70，较前值上行0.10个百分点，但是处于2020年9月以来低位区间；**日本方面**，5月日本制造业PMI录得53.30，较前值下行0.20个百分点；**英国方面**，5月英国制造业PMI录得54.60，较前值下行1.20个百分点，创2021年2月以来新低。

图2：摩根大通全球制造业PMI与新订单5月双双较前值上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

4月出口金额当月同比录得3.90%，较前值大幅下行10.70个百分点，创2020年7月



以来新低。展望5月出口金额当月同比，我们认为大概率在4月的基础上上行。这一判断的依据有以下三点。**第一**，虽然5月新出口订单46.20的读数依旧较弱，但是毕竟较前值大幅上行4.60个百分点，表明新出口订单的收缩区间收窄，出口需求出现边际改善。**第二**，从摩根大通全球制造业PMI看，5月录得52.40，较前值上行0.10个百分点，与此同时，新订单录得50.90，较前值上行0.40个百分点。二者表明5月全球外需尚处于扩张状态。**第三**，4月出口金额当月同比大幅下行的主要原因是，上海等大城市疫情爆发，在封控的背景下长三角等地区的物流与产业链遭受冲击，也就是说，供给因素等内因是4月出口金额当月同比下行的主因。5月物流与产业链供应链等得到修复，因此从供给的角度看，制约4月出口金额当月同比下行的不利因素得到缓解。

其次我们来看内需。5月新订单录得48.20，较前值大幅上行5.60个百分点，在5大分项中的反弹强度仅次于供应商配送时间，但是要看到，该读数尚未修复至疫情前水平，不仅低于2月的50.70，也低于3月的48.80；5月进口指数录得45.10，虽然较前值上行2.20个百分点，但是反弹幅度明显弱于其他分项指标，且为2020年5月以来次低值，表明5月我国内需依旧较为疲弱。这一判断也可以从PMI体系的其他分项来进行推断。**第一**，从直接表征宏观经济“三驾马车”的PMI数据看：**一是**5月制造业PMI录得49.60，虽然较前值大幅上行2.20个百分点，但是依旧位于荣枯线之下；**二是**5月服务业PMI录得47.10，虽然较前值上行7.10个百分点，但是处于历史低位区间；**三是**5月建筑业PMI录得52.20，较前值下行0.50个百分点，创2020年3月以来新低。以上三者从基本面表明5月我国的内需并不十分乐观。**第二**，从PMI价格指数看：**一是**5月制造业出厂价格指数为49.50，较前值下行4.90个百分点，时隔4个月再次滑至荣枯线之下，进入收缩区间；**二是**5月建筑业销售价格为51.50，较前值下行1.70个百分点，创近5个月新低；**三是**5月服务业销售价格录得49.0，较前值上行0.90个百分点，但是依旧位于荣枯线之下。以上价格指标的走势意味着，5月内需大幅上行概率较低。

三、6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行

5月生产指数为49.70，较前值上行5.30个百分点，虽然录得近3个月新高，但是连续3个月位于荣枯线之下，表明5月我国生产依旧承压。分企业规模看，大中小型企业生产PMI分别为52.50、48.90、44.90，分别较前值上行7.30、4.40、2.40个百分点。受上海等大城市停工停产以及社区封控的影响，4月大企业生产指数时隔6个月跌至荣枯线之下，但是5月又快速反弹至荣枯线之上。考虑到6月1日上海全面解封，以及北京在6月进一步分区分级动态实施社会面防控措施，预计6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行。

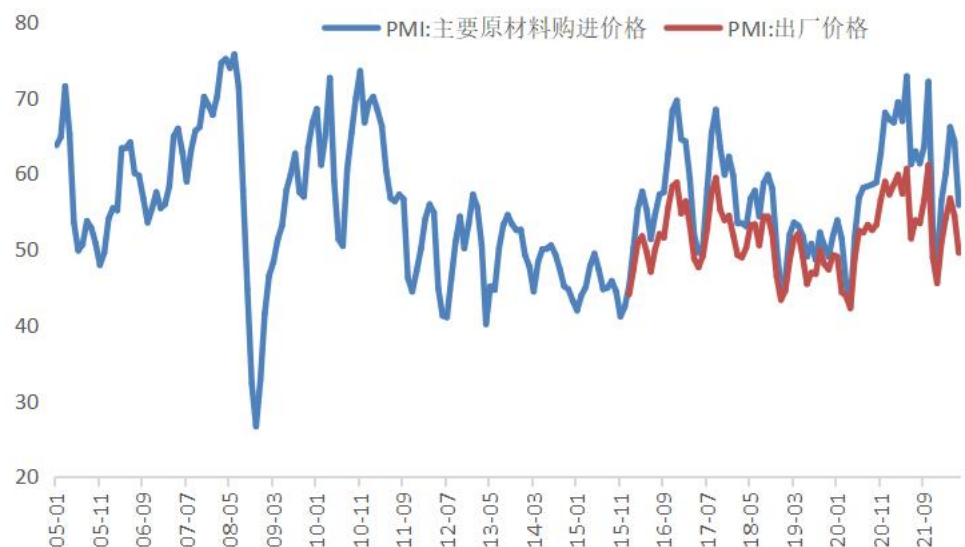
从高频数据看，除了汽车轮胎开工率环比与同比均下行之外，高炉开工率与焦化企业开工率环比与同比均上行，表明5月生产“多空交织”，但是利多因素占上风。**第一**，5月唐山钢厂高炉开工率与全国高炉开工率为56.55%、82.84%，分别较前值上行3.85、

3.33 个百分点，分别较 2021 年 5 月上行 5.96、2.34 个百分点。**第二**，5 月产能<100 万吨、产能 100-200 万吨、产能>200 万吨焦化企业开工率为 76.30%、77.50%、87.48%，分别较前值上行 1.84、4.16、4.94 个百分点，分别较 2021 年 5 月上行 22.66、1.70、6.24 个百分点。**第三**，5 月汽车轮胎半钢胎、全钢胎开工率分别为 56.83%、51.62%，分别较前值下行 10.33、3.44 个百分点，分别较 2021 年 5 月下行 2.48、7.98 个百分点。

在 PMI 数据体系中，与生产高度相关的指标是生产经营预期指数。5 月生产经营活动预期指数为 53.90，虽然较前值上行 0.60 个百分点，但是为近 6 个月次低值，表明生产经营活动预期尚未完全修复。分企业规模看，大中小型企业的生产经营活动预期指数分别为 55.10、53.80、51.50，分别较前值上行 0.80、0.60、0.30 个百分点。虽然三者均位于荣枯线之上，但是大型企业的生产经营活动预期指数表现较佳，体现在两个方面：**一是**5 月的绝对读数最高；**二是**月度边际上行幅度最大。即便如此，还是要看到，5 月大型企业 55.10 的读数，位于 2020 年 4 月以来的低位区间，并未修复至本轮疫情前的水平，但是这也意味着后期大型企业的生产经营活动预期指数还有上行空间。这与上文所提到的“6 月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行”相呼应。

四、5 月出厂价格指数跌至荣枯线之下，预示 5 月 PPI 当月同比大概率较 4 月下行

图 3:5 月出厂价格指数跌至荣枯线之下,预示 5 月 PPI 当月同比大概率较 4 月下行(%)



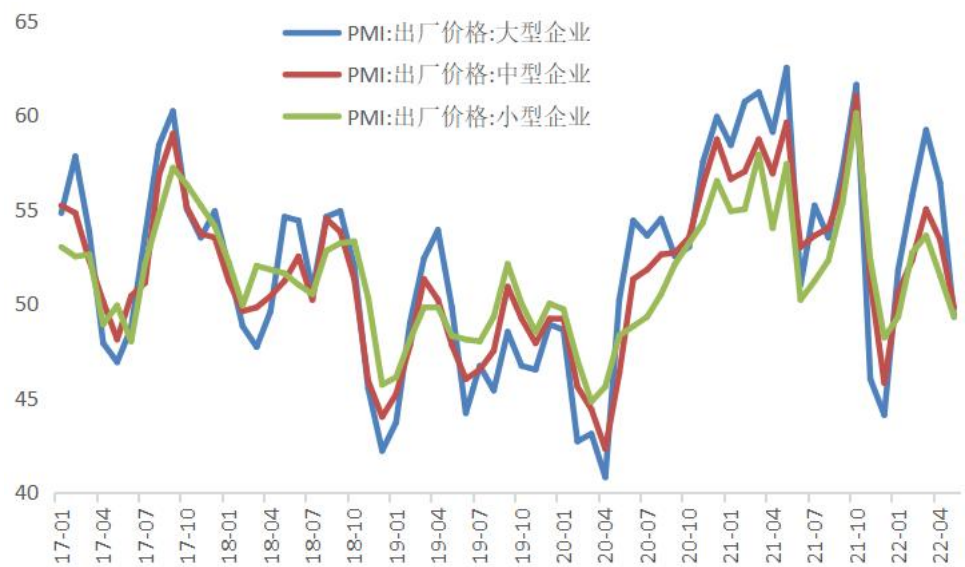
数据来源: WIND 英大证券研究所整理

5 月主要原材料购进价格指数为 55.80，虽然较前值大幅下行 8.40 个百分点，但是依旧位于荣枯线之上，位于扩张区间；5 月出厂价格指数为 49.50，较前值下行 4.90 个百分点，时隔 4 个月再次滑至荣枯线之下，进入收缩区间。5 月“出厂价格指数-主要原材料购进价格指数”这一复合指标录得-6.30 个百分点，较前值收窄 3.50 个百分点，为近 3 个月新低，直接原因是主要原材料购进价格指数的下行幅度大于出厂价格指数的下行幅度。

分企业规模看：5 月大中小企业的主要原材料购进价格分别为 54.50、56.40、57.70，

分别较前值下行 11.70、6.40、4.10 个百分点；5 月大中小企业的出厂价格分别为 49.30、49.80、49.30，分别较前值下行 7.10、3.60、2.20 个百分点。通常情况下，大型企业价格的波动幅度大于中型企业价格的波动幅度，而中型企业价格的波动幅度大于小型企业价格的波动幅度。具体看，主要原材料购进价格方面，大中小企业的标准差分别为 8.35、7.31、6.04，而出厂价格指数方面，大中小企业的标准差分别为 5.35、4.12、3.18。从中可以看出，上游价格的波动大于中游价格的波动，而中游价格的波动大于下游价格的波动。以上特征体现在图形走势上，出厂价格方面，在周期顶部，通常大型企业高于中型企业，而中型企业高于小型企业，而在周期底部，通常大型企业低于中型企业，而中型企业低于小型企业。这一规律也大致适用于主要原材料购进价格方面。

图 4：周期顶部，通常大型企业出厂价格高于中型企业，而中型企业高于小型企业（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

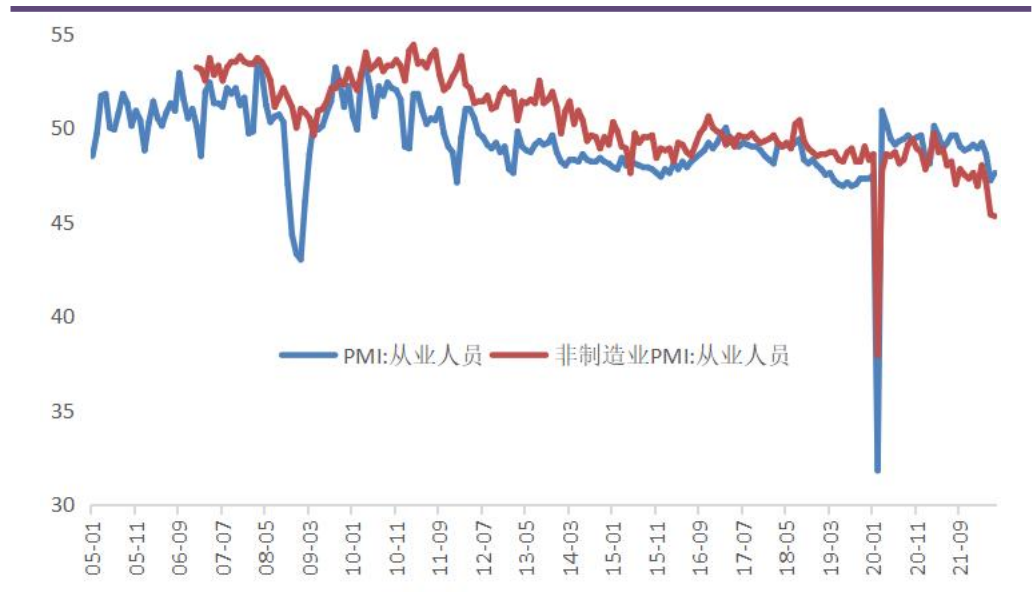
5 月 PMI 体系价格数据的一个显著特征是，出厂价格指数从荣枯线之上跌至荣枯线之下。我们从这一现象出发，寻找 5 月 PPI 当月同比走势的线索。自 2016 年 1 月有数据记录以来，出厂价格指数从荣枯线之上跌至荣枯线之下的次数有 7 次，第 1-6 次分别是 2016 年 4-5 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 -3.40% 上升至 -2.80%）、2017 年 3-4 月（PMI 出厂价格从 53.20 下跌至 48.70，PPI 当月同比从 7.60% 下降至 6.40%）、2018 年 1-2 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 4.30% 下降至 3.70%）、2018 年 10-11 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 3.30% 下降至 2.70%）、2019 年 4-5 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 0.90% 下降至 0.60%）、2021 年 10-11 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 13.50% 下降至 12.90%）。其中，除了第 1 次 PPI 当月同比上行之外，其余 5 次 PPI 当月同比均下行。2022 年 4-5 月，PMI 出厂价格从 54.40 下跌至 49.50，则参照第 1-6 次的经验，5 月 PPI 当月同比较 4 月下行的概率为 83.33%。进一步分析，在第 1-6 次中，第 1 次较为特殊，因为彼时 PPI 当月同比处于负值区间，而第 2-6 次 PPI 当月同比均处于正值区间。2022 年 4 月 PPI

当月同比为 8.0%，处于正值区间，如果参照第 2-6 次的经验，或者说，把第 2-6 次作为样本，则我们推断 2022 年 5 月较 4 月下行的概率为 100%。

我们进一步思考，当 PMI 出厂价格从荣枯线下跃至荣枯线上，PPI 当月同比走势如何？自 2016 年 1 月有数据记录以来，出厂价格指数从荣枯线之下跃至荣枯线之上的次数有 7 次，这 7 次分别是 2016 年 2-3 月（PMI 出厂价格从 47.30 上升至 50.90，PPI 当月同比从-4.90% 上升至-4.30%）、2016 年 6-7 月（PMI 出厂价格从 47.0 上升至 50.0，PPI 当月同比从-2.60% 上升至-1.70%）、2017 年 6-7 月（PMI 出厂价格从 49.10 上升至 52.70，PPI 当月同比持平于 5.50%）、2018 年 3-4 月（PMI 出厂价格从 48.90 上升至 50.20，PPI 当月同比从 3.10% 上升至 3.40%）、2019 年 2-3 月（PMI 出厂价格从 48.50 上升至 51.40，PPI 当月同比从 0.10% 上升至 0.40%）、2020 年 5-6 月（PMI 出厂价格从 48.70 上升至 52.40，PPI 当月同比从-3.70% 上升至-3.0%）、2021 年 12 月-2022 年 1 月（PMI 出厂价格从 45.50 上升至 50.90，PPI 当月同比从 10.30% 下降至 9.10%）。在以上 7 次中，有 5 次 PPI 当月同比较前值上行，占比为 71.43%，有 1 次持平于前值，即第 3 次，有 1 次较前值下行，即第 7 次。其中，较前值下行的第 7 次，PPI 当月同比居于高位，而持平的第 3 次，PPI 当月同比位于次高位。综上，当 PMI 出厂价格从荣枯线之下跃至荣枯线之上，且 PPI 当月同比位于低位，则次月 PPI 当月同比上行的概率为 100%。

五、5 月城镇调查失业率大概率在 4 月的基础上下行，但是下行幅度可能有限

图 5：制造业 PMI 从业人员指数与非制造业 PMI 从业人员指数相背而行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

关于就业情况，**制造业方面**，5 月制造业 PMI 从业人员指数录得 47.60，较前值上行 0.40 个百分点，为 2020 年 2 月新冠肺炎疫情爆发以来的次低值。从结构上看，5 月大中小企业的从业人员指数分别为 47.80、47.50、47.20，分别较前值上行 0.30、-0.20、1.30 个百分点。其中，中型企业从业人员指数较前值下行，与大型企业及小型企业从业人员指数走



势背离。之所以产生这一现象，是因为大型企业受益于大城市封控逐步解除，而小型企业则受益于纾困政策不断出台与落地。**非制造业方面**，5月非制造业从业人员指数为45.30，较前值下行0.10个百分点，为2020年2月新冠肺炎疫情爆发以来的最低值，剔除掉2020年2月的37.90，为2007年1月有数据记录以来的最低值。其中，5月建筑业从业人员为45.50，较前值上行2.40个百分点；5月服务业从业人员为45.30，较前值下行0.50个百分点，为2012年7月有数据记录以来次低值，仅高于2020年2月的38.90，表明服务业从业情况不乐观，是5月非制造业从业人员下行的拖累项。

展望5月城镇调查失业率，我们认为大概率在4月6.10%的基础上下行。这一判断的依据主要有以下三点。**第一**，5月制造业PMI从业人员较前值上行0.40个百分点，该上行幅度大于非制造业PMI从业人员较前值0.10个百分点的下行幅度。**第二**，从基本面看，4月是疫情防控的高峰期，企业停工停产，以及居民社区封闭，与之相印证的是，4月供货商配送时间录得37.20的历史次低值，在此背景下，4月城镇调查失业率录得6.10%。在5月复工复产以及社区逐步解封的背景下，叠加考虑5月供货商配送时间录得44.10，较前值上行6.90个百分点，预计就业情况大概率好转。**第三**，从历史数据看，2018年-2021年5月城镇调查失业率绝大多数较4月下行，具体看，2018年-2021年下行幅度分别为0.10、0、0.10、0.10个百分点。

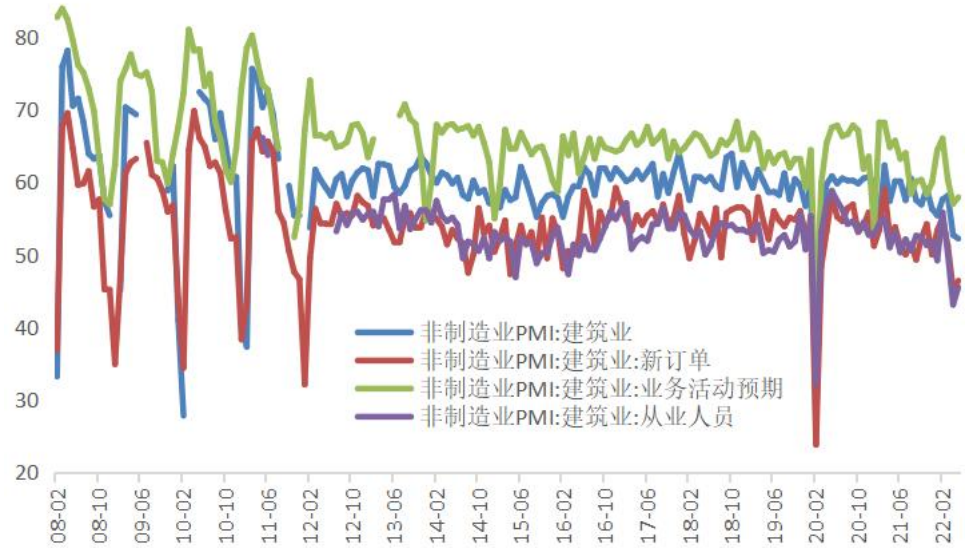
在认为5月城镇调查失业率大概率在4月6.10%的基础上下行的同时，我们同样认为5月城镇调查失业率大幅下行的概率较低。这一判断的依据有以下三点。**第一**，5月新冠肺炎月度新增确诊病例数为7547例，虽然较4月大幅下行，但是就其绝对读数而言并不低。**第二**，5月初北京市加大疫情防控力度。**第三**，从利润数据看，4月工业企业亏损企业单位数同比录得15.50%，较前值大幅上行6.0个百分点，创2021年2月以来新高，与此同时，4月工业企业亏损企业亏损额累计同比录得39.70%，较前值大幅上行8.10个百分点，创2020年5月以来新高。预计短期之内工业企业大幅扭亏概率较低，进而施压城镇调查失业率。

六、5月基础设施投资建设完成额累计同比大幅上行的概率较低

从建筑业PMI指标体系推断，5月基建投资增速大幅上行的概率较低，具体看：5月建筑业PMI录得52.20，较前值下行0.50个百分点，创2020年3月以来新低；5月建筑业新订单录得46.40，较前值上行1.10个百分点，为2020年3月以来次低值，仅高于2022年4月；5月建筑业业务活动预期录得57.90，较前值上行0.90个百分点，为2020年3月以来第三低值；5月建筑业从业人员录得45.50，较前值上行2.40个百分点，为2020年3月以来次低值，仅高于2022年4月。**值得指出的是**，该组数据或位于荣枯线之上，或较前值上行，但是有一个共同的特征，就是均为2020年3月以来的最低值、次低值或第三低值。以建筑业从业人员为例，虽然5月较前值上行，但是45.50的读数并不好，体现在以下三点：**一是**该读数位于荣枯线之下，表明建筑业从业人员处于收缩状态；**二是**拉长周期看，该读数处于历史底部区间；**三是**通常情况下，建筑业从业人员常年居于荣枯线之上，

而5月位于荣枯线之下，表明建筑业从业人员的表现远弱于季节性。

图 6：5月建筑业 PMI 指标体系各分项走势较为疲弱（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 7：4月挖掘机销量同比增速快速下跌（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

在以上分析的基础上，我们进一步研判中短期之内基建投资增速。6月1日，国务院常务会议指出，“对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行8000亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制”，对基建投资增速形成利多。即便如此，近期也出现一些利空基建投资增速的因素。**第一**，5月18日财政部称，“将严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制，对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为”，做到“发现一起，查处一起，问责一起”，“持续强化监督，有效防范化解隐性债务风险”。**第二**，在新冠肺炎疫情



情冲击下，地方政府财政压力进一步加大，体现在以下三点：**一是**4月公共财政收入当月同比录得-41.34%，较前值下行44.76个百分点，为1990年1月有数据记录以来新低；**二是**4月公共财政收入累计同比录得-4.80%，较前值下行13.40个百分点，2021年2月以来首次跌至负值区间；**三是**4月国有土地使用权出让收入累计同比仅录得-29.80%，较前值下行2.40个百分点，创2016年2月以来新低。**第三**，4月挖掘机销量同比增速快速下跌。4月全行业挖掘机销量24534台，同比下滑47.3%，其中，国内市场销量16032台，同比骤降61.0%；出口8502台，同比增长55.2%。

七、6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，提升A股市场风险偏好

6月制造业PMI能否重返荣枯线之上是当前资本市场关注的焦点之一。如果6月制造业PMI跃至荣枯线之上，则将对市场信心产生较大提振作用，大概率提升A股市场的风险偏好。

众所周知，PMI是宏观经济的领先指标。因此研判PMI走势的底层逻辑是研判宏观经济走势，即“三驾马车”的走势。如果“三驾马车”走势向好，则宏观经济处于扩张区间，PMI就高于荣枯线。当然，这里面存在“悖论”：通常情况下，我们用PMI来预测宏观经济走势，但是目前我们从宏观经济走势反推PMI走势。当然，如果我们对宏观经济“三驾马车”的走势很有把握，通过这种途径来预测PMI走势也未尝不可。除此之外，我们还可以通过“间接途径”来预判PMI走势，也就是通过宏观政策走势：如果宏观政策“稳增长”力度很大，主基调是“宽松”，则大概率推升国内外需求，尤其是国内需求，PMI大概率位于扩张区间；如果宏观经济主基调是“收紧”，则大概率压缩国内外需求，尤其是国内需求，大概率推动PMI向下运动。

基于以上分析，我们从两个角度判断6月制造业PMI能否重返荣枯线之上。**首先看宏观政策走势**。5月25日国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，李克强总理指出，“当前正处于决定全年经济走势的关键节点，必须抢抓时间窗口，努力推动经济重回正常轨道”，“把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生”，在宏观政策方面，“确保中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策举措上半年基本实施完成，为加大实施力度，国务院常务会议确定6方面33条稳经济一揽子政策措施5月底前要出台可操作的实施细则、应出尽出”。

其次看宏观经济基本面。**第一**，6月1-4日，新冠肺炎新增确诊病例数为176例，较5月1-4日少增1808例，表明新冠肺炎疫情在5月的基础上进一步好转。**第二**，自6月1日起，上海市全面恢复生产生活秩序，后期全面有序推进复工复产复市、多措并举稳外资稳外贸、大力促进消费加快恢复、全力发挥投资关键性作用、切实加强民生保障工作、保障城市安全有序运行和优化营商环境。**第三**，6月6日起，北京进一步分区分级动态实施社会面防控措施，除丰台区全域及昌平区部分区域外，餐饮经营单位开放堂食。以上表明6月宏观经济基本面较5月边际好转。



八、下半年宏观经济依旧存隐忧，实现 GDP 增速预期目标需要加大政策力度

在 6 月制造业 PMI 大概率重返荣枯线之上的背景下，资本市场关心的另外一件事情是，2 季度 GDP 不变价当季同比是否高于 1 季度的 4.80%？我们认为 2 季度 GDP 不变价当季同比大概率低于 4.80%。我们采取对比法进行分析。**首先我们判断 5 月宏观经济。**从 5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 看，5 月宏观经济整体较 4 月好转，但是 5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 均位于荣枯线之下，预示 5 月宏观经济好转的幅度不会非常大，属于企稳且有所回升。**其次我们将 4-5 月与 1-3 月进行对比。**1-3 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 的均值分别为 49.93、50.37，而 4-5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 的均值分别为 48.50、44.85，较 1-3 月均值分别低 1.43、5.52 个百分点。换个角度看，与 3 月相比，4 月宏观经济主要指标较 3 月大幅下滑，此外，对比 1 季度的 1-2 月宏观经济取得“开门红”，2 季度的 5-6 月宏观经济受 5 月的拖累，总体可能不会太好。综上，2 季度的 4 月差于 1 季度的 3 月，2 季度的 5-6 月差于 1 季度的 1-2 月，这就意味着 2 季度 GDP 当季同比大概率低于 1 季度的 4.80%。如果这个判断成立，叠加考虑 2 季度 GDP 在全年 GDP 中的比重高于 1 季度 2.0-3.0 个百分点，则 1-2 季度 GDP 累计同比大概率低于 4.80%。

在上半年 GDP 增速低于 4.80%的情况下，全年要实现 5.50%左右的 GDP 增速目标，下半年 GDP 增速要达到 6.13%之上。客观而言，实现这一目标有一定难度，因为下半年我国宏观经济存在以下三点隐忧。**第一**，不排除新冠肺炎疫情在下半年出现反复的可能。**第二**，在 PPI 当月同比下行的背景下，预计下半年出口增速将面临一定压力。**第三**，5 月 18 日财政部称“将严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制”，对基建投资增速形成利空。

在存在以上三点隐忧的背景下，下半年 GDP 增速要达到 6.13%之上的难度较大，因此，中央大概率继续加大宏观政策“稳增长”的力度。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
