

没有 V 型反弹，但平稳复苏在推进

——点评 5 月 PMI 数据

宏观数据点评

2020 年 6 月 1 日

报告摘要：

5 月 PMI 超预期下滑，生产和需求趋向收敛，外需仍是隐忧。

● **PMI 生产回落，预示工业生产回升幅度趋于放缓。**

复工带来的扰动趋于消退，5 月份 81.2% 的企业已达正常生产水平的八成以上。5 月 PMI 生产再次下滑，较 4 月有所加快。尽管 5 月高频数据显示工业增加值可能继续回升，但是 PMI 生产指数的“力竭”预示工业生产大幅回升的时期可能已经过去。

● **需求回暖促进供需收敛，价格回升预示 PPI 环比有望转正。**

5 月生产指数向下和新订单指数向上，供需缺口如期收敛，反映了内生动能正在修复和供需的动态再平衡。在此背景下，制造业生产经营活动预期指数显著回升，企业信心增强，表明需求回暖或具有可持续性。两大价格指数回升与原材料高频数据相符，进一步佐证了需求回暖，PPI 同比下滑最快的时期可能已经过去。

● **外需仍是隐忧，去库存仍将延续。**

5 月 PMI 新出口订单的小幅回升与海外经济逐渐开放相符。但是，PMI 新出口订单指数仍处于历史低位，外需仍是隐忧。PMI 库存指数结束连续四个月上升趋势。由于疫情影响，中美库存周期从年初至今存在较大背离。美国的内需修复存在较大不确定性，短期内难以看到库存回升，预示我国去库存仍将持续。

● **V 型反弹难现，复苏斜率需要政策呵护。**

5 月 PMI 分项数据有起有落，反映的是中国经济没有 V 型反弹，但平稳复苏在推进。一方面，复工复产趋于收敛，制造业新出口订单持续不景气，这些因素使得 V 型反弹并不现实。另一方面，制造业、建筑业、服务业市场需求持续回暖，企业对未来预期向好，这些因素将推动中国经济继续向好。资产配置上，股市存在结构性机会，债市前期超调后或迎来修复行情。

● **风险提示：全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

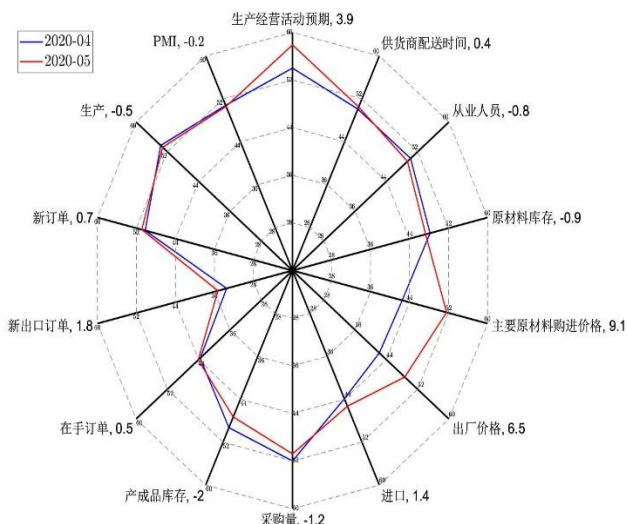
中国 5 月官方制造业 PMI 50.6%，前值 50.8%。

中国 5 月官方非制造业 PMI 53.6%，前值 53.2%。

一、产需缺口缩小，平稳复苏在推进

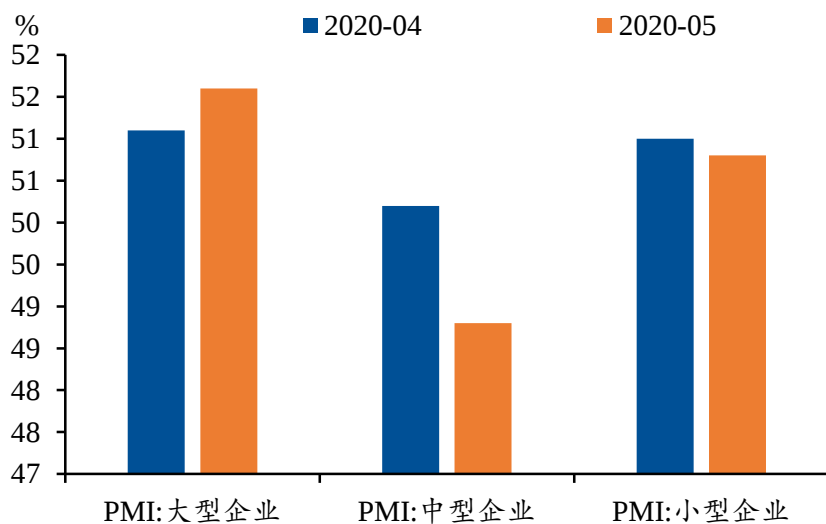
PMI 仍处于景气区间，生产继续回落。5 月 PMI 较上月回落 0.2 个百分点至 50.6%，低于市场预期，仍处于“枯荣线”之上（图 1）。按企业规模来看，大型企业小幅上升，中小型企业均有所回落，其中以中型企业较为突出（图 2）。除了企业经营预期上升以外，中型企业的多项重要指标全面下滑，新订单指数重回不景气区间。5 月 PMI 生产指数继续下滑至 53.2%，下滑速度较 4 月有所加快，与 PMI 从业人员下滑相印证。发电耗煤和高炉开工率等高频数据显示 5 月工业生产向好，预示工业增加值增速回升的势头仍在，与 PMI 生产指数处于景气区间相符。但是，前期生产复苏的动力主要来自复工复产。目前，复工带来的扰动趋于消退，5 月份 81.2% 的企业已达正常生产水平的八成以上。PMI 生产指数的“力竭”说明了工业生产恢复的最快时期可能已经过去。因而，我们推断，在完成一阶段快速复苏之后，未来工业生产的复苏斜率可能逐渐放缓。

图 1：5 月生产回落，需求回升，产需缺口缩小



资料来源：Wind，民生证券研究院

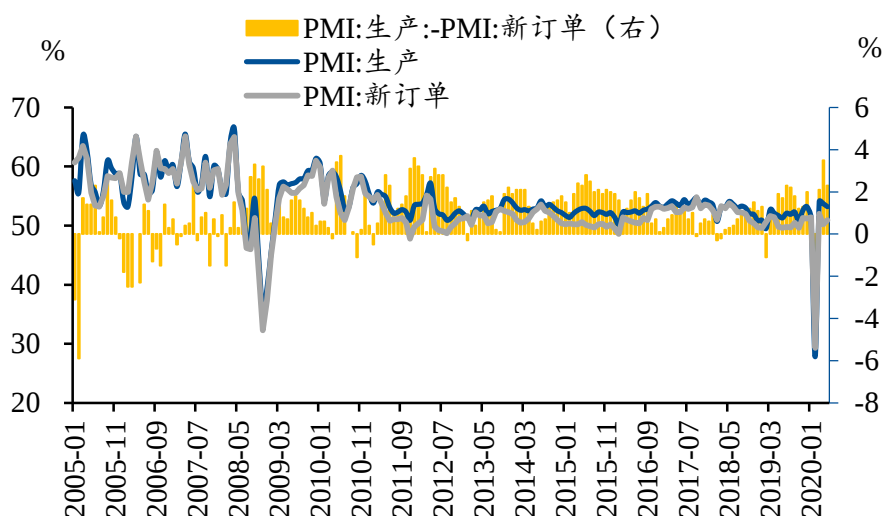
图 2：5 月中型企业 PMI 显著回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

制造业市场需求有所回暖，外需仍是隐忧。5 月新订单指数为 50.9%，比上月上升 0.7 个百分点，与生产指数差值有所缩小。我们在 4 月 PMI 点评中指出，历史经验表明当供需差值处于历史高位时，缺口会随着需求回升而逐渐缩小，5 月数据验证了我们的观点（图 3）。当前的难点在于需求复苏的强度和可持续性。国内方面，两会财政政策落地，力度并未超预期，倾向于依靠需求的内生动能自发恢复。不过，5 月制造业生产经营活动预期指数明显回升 3.9 个百分点至 57.9%，企业信心增强，表明内需修复可能具有一定的可持续性。制约需求复苏强度的主要因素是外需。5 月制造业新出口订单指数和进口指数分别为 35.3% 和 45.3%，虽比上月回升 1.8 和 1.4 个百分点，但均处于历史较低水平。

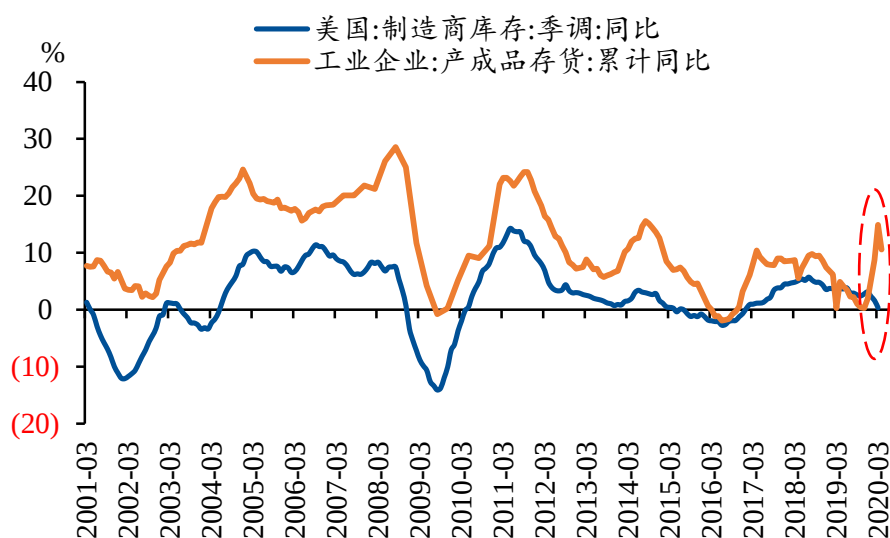
图 3：4 月 PMI 供需差值接近历史峰值，5 月如期收敛



资料来源：Wind，民生证券研究院

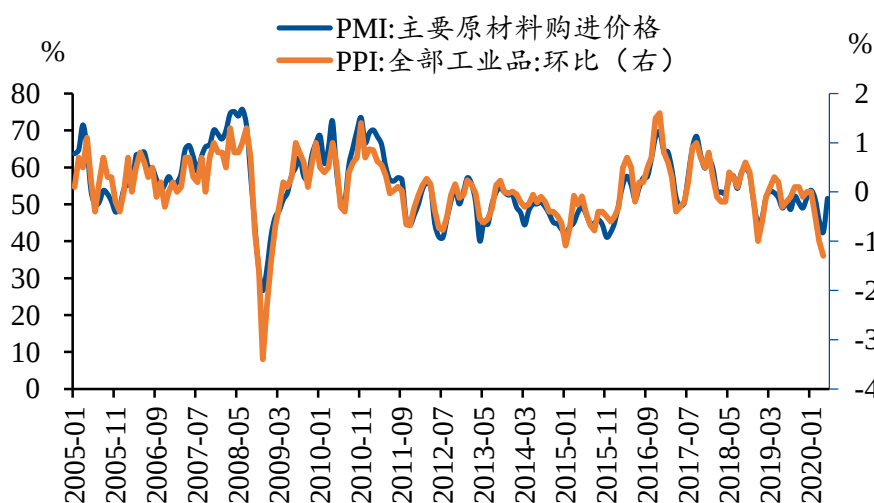
制造业继续去库存，美国现状恐延缓下一轮加库存的开启。5月PMI产成品库存指数结束连续四个月的上升趋势，较4月下滑2个百分点至47.3%，与4月工业企业数据的库存趋势相符。目前，产成品库存的绝对水平处于2015年来的高位，5月前的库存上升与美国的制造商库存连续下滑存在较大背离（图4）。虽然美国已经逐渐进入复工复产的一阶段，但是多项经济数据显示美国内需的恢复存在较大不确定性。其中，美国核心资本品新订单同比已经连续3个月下滑；在政府发放现金支撑下，4月居民可支配收入大幅上升，但是消费支出同比创下历史最大跌幅，两者形成巨大“剪刀差”。究其原因，基于对失业率高企的担忧，美国居民可能进入“缩衣紧食”的状态，阻碍美国内需恢复和库存回升。中美库存周期的同步性预示了我国制造业去库存的趋势可能将持续一段时间。

图4：美国库存短期内难以回升，预示我国去库存仍将继续



资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：PMI价格指数预计5月PPI环比有望转正



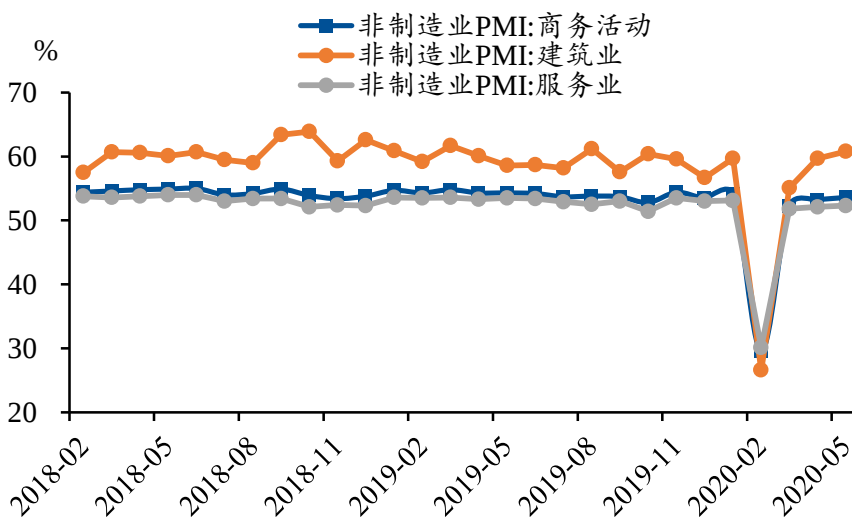
资料来源：Wind，民生证券研究院

两大价格显著回升，PPI 环比有望转正。5 月主要原材料价格和出厂价格指数分别较上月明显回升 9.1 个和 6.5 个百分点，进一步佐证了市场需求回暖。高频数据上看，5 月以来，重要原材料价格的环比涨幅均有显著改善：建筑的高需求推动水泥、铁矿石和螺纹钢价格上升；原油价格大幅上涨，LME 铜价的环比增速转正。随着海外复工复产的推进和原材料价格逐渐向出厂价格传导，企业盈利有望继续改善。另一方面，PMI 主要原材料价格与 PPI 环比走势具有高度同步性，5 月 PPI 环比可能转正，反映 PPI 同比下滑最快的时期已经过去（图 5）。

二、非制造业 PMI 继续改善，建筑业活动构成主要拉动力

服务业稳步复苏，建筑业加快回暖。5月非制造业商务活动指数为53.6%，高于上月0.4个百分点，其中建筑业回升幅度较大，构成主要拉动因素（图6）。自复工复产开启以后，房地产市场持续回暖：房地产投资累计同比有望率先转正，房销回补可能促进5月销售面积当月同比转正。另外，3月和4月挖掘机销量大增，加上“两新一重”的推进，基建趋势向好。两者合力推动建筑业商务活动指数持续上升。5月服务业PMI的21个行业中有15个行业处于景气区间，比4月多出一个，说明服务业重新开放也在有序进行。其中，交通运输、住宿餐饮、电信、互联网软件等行业商务活动指数位于55.0%以上，均高于上月，市场活跃度有所增强。综合来看，制造业PMI和非制造业PMI一降一升，综合PMI产出指数为53.4%，与上月持平，表明企业生产运营稳步改善。

图6：服务业稳定复苏，建筑业热度有望延续



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：经济复苏难有 V 型，复苏斜率需要政策持续呵护

股市存在结构性行情，债市可能仍有机会。5 月 PMI 分项数据有起有落，反映的是中国经济没有 V 型反弹，但平稳复苏在推进。一方面，复工复产趋于收敛，制造业新出口订单持续不景气，这些因素使得 V 型反弹并不现实。另一方面，制造业、建筑业、服务业市场需求持续回暖，企业对未来预期向好，这些因素将推动中国经济继续向好。当需求走出低谷时，市场的纠结之处是经济复苏斜率。我国货币政策需要平衡汇率、通胀率、实体经济和宏观审慎原则等多种目标，调控难度高于美联储的两大核心目标。因而，对于股市行情的无风险利率贡献明显不如美联储的“破釜沉舟”，导致股市可能更加偏向结构性行情。考虑到海外需求恢复的不确定性、地缘政治风险上升和疫情二次爆发的潜在风险，债市前期超调后或迎来修复行情。

风险提示

全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4839

