

2020 年 05 月 31 日

固定收益研究

研究所

证券分析师：
021-68930187
联系人：
021-60338170靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
姜雅芯 S0350119080005
jiangyx@ghzq.com.cn

经济复苏的结构性考验

——2020 年 5 月 PMI 数据点评

投资要点：

相关报告

《2020 年 4 月经济数据点评：经济“战疫”2.0 时代》——2020-05-15

《4 月 CPI、PPI 数据点评：疫情后周期，价格数据双降》——2020-05-12

《4 月金融数据点评：持续高增长的金融数据，真的完美吗？》——2020-05-11

《2020 年 4 月 PMI 数据点评：外需冲击，经济复苏受考验》——2020-04-30

《2020 年 3 月经济数据点评：疫情后半段，经济新挑战》——2020-04-18

■ **事件** 2020 年 5 月 31 日国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。其中制造业 PMI 指数为 50.6%，较上月回落 0.2 个百分点。非制造业 PMI 为 53.6%，较上月上升 0.4 个百分点

■ **点评 PMI 数据微降，生产持续恢复** 5 月制造业 PMI 为 50.6%，较上月回落 0.2 个百分点。**生产持续恢复，但增速放缓。**5 月 PMI 生产指数为 53.2%，较上月回落 0.5 个百分点。在国内疫情防控形势持续向好和各地政府出台的复工复产政策持续推进的背景下，企业生产经营活动持续恢复，超 80% 的企业已经恢复到正常生产水平的八成以上。5 月 PMI 生产经营活动预期为 57.9%，较上月上升 3.9 个百分点，企业生产信心也出现改善。

■ **需求整体改善，外需表现不佳** 5 月 PMI 新订单指数为 50.9%，较上月上升 0.7 个百分点，新出口订单为 35.3%，较上月上升 1.8 个百分点，PMI 进口为 45.3%，较上月上升 1.4 个百分点。**需求整体改善，但仍弱于生产。外需表现不佳，拖累了需求的回暖程度。内需方面，**第三批一万亿地方政府专项债在 5 月陆续发行，基建也随之开始复苏，叠加各地政府出台的消费刺激政策，内需出现一定程度的回暖。**外需方面，**5 月海外疫情防控进展仍未出现较明显的改善，海外订单回暖程度受限。**下一阶段，内需方面，**政府工作报告再一次强调扩大地方政府专项债额度，多措并举扩大消费。但在疫情之下，居民收入受到一定程度的影响，居民消费需或将难以快速释放，因此内需的回暖还需关注相关政策落地及企业生产的改善情况。**外需方面，**随着海外各国复工复产的阶段性推进，出口订单需求量会出现改善。但在中美贸易摩擦影响之下，部分产业生产经营受到限制，外需的改善存在较大的不确定性。

■ **价格回升，企业库存去化** 随着 OPEC 及其合作伙伴的联合减产协议在 5 月开始生效，石油价格出现回升。在此影响之下，价格数据出现回升，5 月 PMI 购进价格上升 6.5 个百分点至 48.7%，PMI 出厂价格上升 9.1 个百分点至 51.6%。PMI 出厂价格-购进价格差值为 -2.9%，较上月环比下滑 2.6 个百分点，企业盈利承压。**从各项数据来看，企业库存去化。**5 月产成品库存为 47.3%，较上月下降 2.0 个百分点；原材料库存为 47.3%，较上月下降 0.9 个百分点。采购

量为 50.8%，较上月下降 1.2 个百分点。受需求改善和生产增速放缓的影响，叠加采购量的下滑，企业库存开始去化。

- **就业压力不减，关注政策落地情况** 就业压力不减。5 月制造业 PMI 从业人员项为 49.4%，较上月下降 0.8 个百分点，重新回到荣枯线以下。非制造业从业人员项为 48.5%，较上月下降 0.1 个百分点。受需求整体弱于生产的影响，以及疫情之下部分企业生产经营困难的影响，企业用工需求出现回落，就业压力不减。下一阶段，随着政府工作报告将稳就业保民生作为 2020 年经济发展的首要目标，叠加加大企业信贷投放等政策的推进，就业情况或将有所改善，但具体情况还需关注经济复苏能否持续及相关政策的落地情况。
- **整体来看，5 月 PMI 数据仍处于扩张区间，指向经济持续复苏。但经济复苏也面临着结构性考验**，在外需表现不佳的影响下，需求弱于生产。价格数据的回升也进一步压缩了企业的盈利空间，叠加就业压力不减，下一阶段，经济复苏的结构性考验或将持续，仍需关注海内外疫情的防控进展以及政府相关政策的推进情况。
- **风险提示** 疫情控制不达预期；中美贸易摩擦风险超预期；政策支持力度不达预期；通胀超预期。

1、事件

2020年5月31日国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。其中制造业 PMI 指数为 50.6%，较上月回落 0.2 个百分点。非制造业 PMI 为 53.6%，较上月上升 0.4 个百分点。

2、点评

2.1、PMI 数据微降，生产持续恢复

5 月制造业 PMI 为 50.6%，较上月回落 0.2 个百分点。从各分项上来看，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均位于荣枯线以上，而原材料库存指数和从业人员指数则低于临界点。

图 1：制造业 PMI 指数雷达图

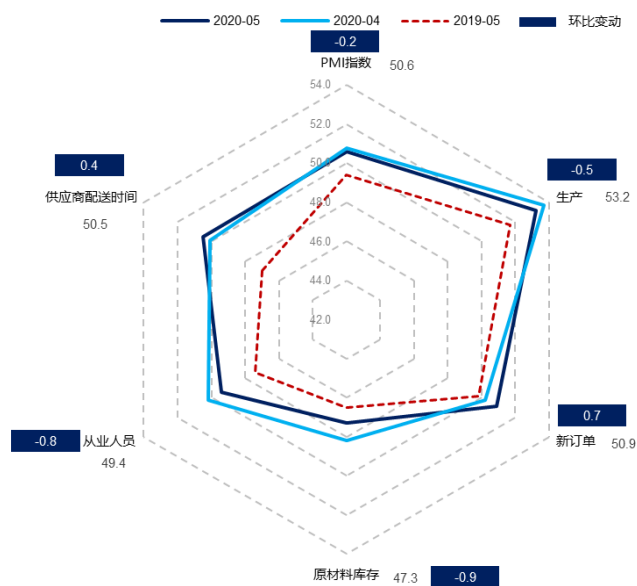
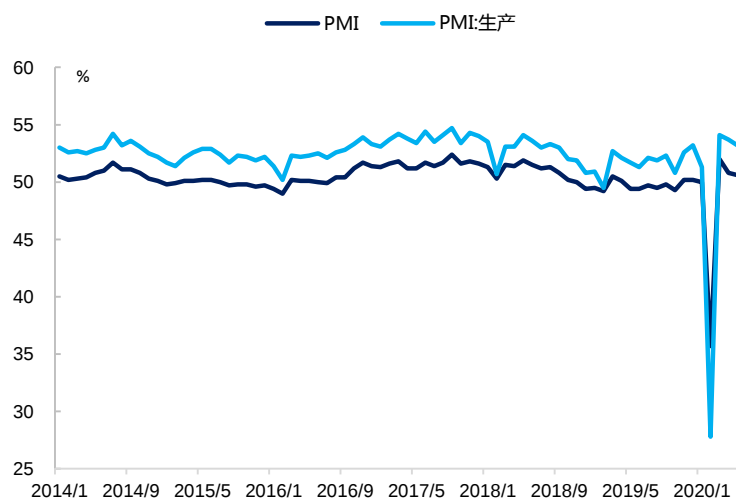


图 2：PMI 和 PMI 生产指数



资料来源：wind、国海证券研究所

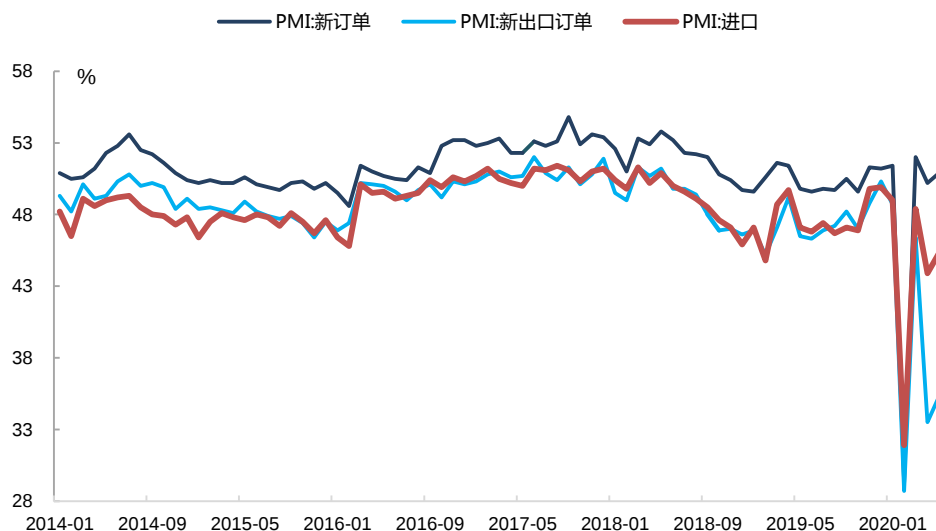
资料来源：wind、国海证券研究所

生产持续恢复，但增速放缓。5 月 PMI 生产指数为 53.2%，较上月回落 0.5 个百分点。在国内疫情防控形势持续向好和各地政府出台的复工复产政策持续推进的背景下，企业生产经营活动持续恢复，超 80% 的企业已经恢复到正常生产水平的八成以上。5 月 PMI 生产经营活动预期为 57.9%，较上月上升 3.9 个百分点，企业生产信心也出现改善。

2.2、需求整体改善，外需表现不佳

5月PMI新订单指数为50.9%，较上月上升0.7个百分点，新出口订单为35.3%，较上月上升1.8个百分点，PMI进口为45.3%，较上月上升1.4个百分点。需求整体改善，但仍弱于生产。外需表现不佳，拖累了需求的回暖程度。

图 3：PMI 新订单、新出口订单和 PMI 进口



资料来源：wind、国海证券研究所

内需方面，第三批一万亿地方政府专项债在5月陆续发行，基建也随之开始复苏，叠加各地政府出台的消费刺激政策，内需出现一定程度的回暖。**外需方面**，5月海外疫情防控进展仍未出现较明显的改善，海外订单回暖程度受限。

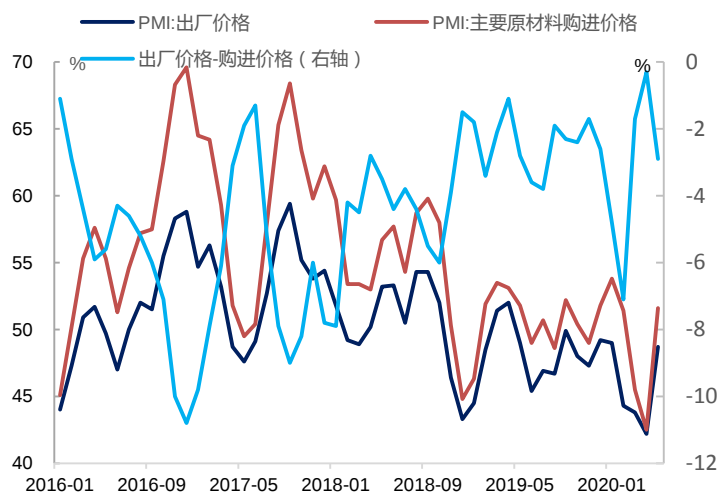
下一阶段，内需方面，政府工作报告再一次强调扩大地方政府专项债额度，多措并举扩大消费。但在疫情之下，居民收入受到一定程度的影响，居民消费或将难以快速释放，因此内需的回暖还需关注相关政策落地及企业生产的改善情况。**外需方面**，随着海外各国复工复产的阶段性推进，出口订单需求量会出现改善。但在中美贸易摩擦影响之下，部分产业生产经营受到限制，外需的改善存在较大的不确定性。

2.3、价格回升，企业库存去化

价格数据出现回升，企业盈利承压。随着 OPEC 及其合作伙伴的联合减产协议在5月开始生效，石油价格出现回升。在此影响之下，价格数据出现回升，5月

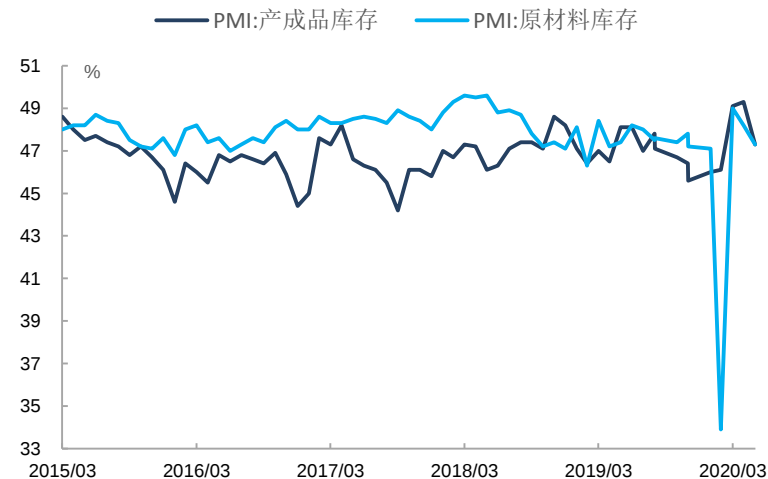
PMI 购进价格上升 6.5 个百分点至 48.7%，PMI 出厂价格上升 9.1 个百分点至 51.6%。PMI 出厂价格-购进价格差值为-2.9%，较上月环比下滑 2.6 个百分点，企业盈利承压。

图 4: PMI 出厂价格与购进价格



资料来源: wind、国海证券研究所

图 5: PMI 产成品库存和原材料库存



资料来源: wind、国海证券研究所

从各项数据来看，企业库存去化。5 月产成品库存为 47.3%，较上月下降 2.0 个百分点；原材料库存为 47.3%，较上月下降 0.9 个百分点。采购量为 50.8%，较上月下降 1.2 个百分点。受需求改善和生产增速放缓的影响，叠加采购量的下滑，企业库存开始去化。

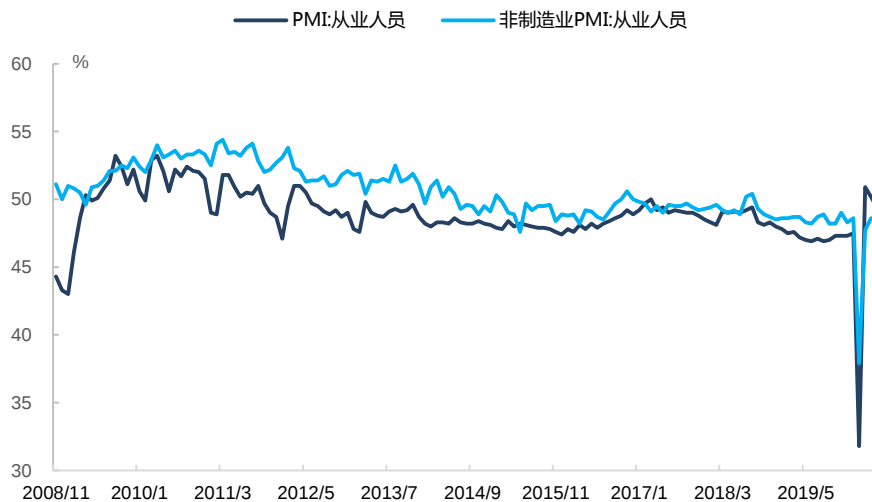
2.4、就业压力不减，关注政策落地情况

就业压力不减。5 月制造业 PMI 从业人员项为 49.4%，较上月下降 0.8 个百分点，重新回到荣枯线以下。非制造业从业人员项为 48.5%，较上月下降 0.1 个百分点。受需求整体弱于生产的影响，以及疫情之下部分企业生产经营困难的影响，企业用工需求出现回落，就业压力不减。

下一阶段，随着政府工作报告将稳就业保民生作为 2020 年经济发展的首要目标，叠加加大企业信贷投放等政策的推进，就业情况或将有所改善，但具体情况还需关注经济复苏能否持续及相关政策的落地情况。

整体来看，5 月 PMI 数据仍处于扩张区间，指向经济持续复苏。但经济复苏也面临着结构性的考验，在外需表现不佳的影响下，需求弱于生产。价格数据的回升也进一步压缩了企业的盈利空间，叠加就业压力不减，下一阶段，经济复苏的结构性考验或将持续，仍需关注海内外疫情的防控进展以及政府相关政策的推进情况。

图 6：制造业与非制造业 PMI 从业人员数据



资料来源：WIND、国海证券研究所

风险提示：疫情控制不达预期；中美贸易摩擦风险超预期；政策支持力度不达预期；通胀超预期。

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_4867

