



Research and
Development Center

低谷期已过，经济正在努力爬坡 ——5 月 PMI 点评

2022 年 5 月 31 日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

低谷期已过，经济正在努力爬坡——5月PMI 点评

2022年5月31日

摘要: 5月份，制造业企业表现出产需的恢复，并进入被动去库存周期，其中大型企业重回景气扩张区间。非制造业方面，服务业景气水平明显回升，建筑业持续扩张，整体出现边际改善。

- **制造业 PMI 明显回升，产需得到恢复。** 5月制造业 PMI 回升 2.2 个百分点至 49.6%，新订单指数和生产订单指数分别回升 5.6 和 5.3 个百分点。产需恢复下，企业生产动能也有所改善，但当前时点还不够，后续还有极大的修复空间。
- **企业进入被动去库存周期。** 5月产成品库存指数下降，原材料库存指数上升，企业已从前两月的被动补库存转变为被动去库存。后续随着需求的改善，企业将进入主动补库存周期，即加大原材料采购力度，保障足量的存货能应对后疫情时期旺盛的下游需求。
- **建筑业持续扩张，服务业景气大幅回升。** 5月建筑业 PMI 较 3 月环比回落 0.5 个百分点，但仍处扩张区间。随着专项债和后续增量工具对基建的持续推进，此情况预计将持续到年底。服务业 PMI 得益于疫情的好转和各地不断出台的促进文旅消费等政策出现大幅回升，但距离扩张区间尚需一段时间的爬坡期。
- **风险因素:** 疫情反复出现，政策落地速度慢



目 录

一、制造业景气边际改善.....	3
二、制造业企业进入被动去库存周期.....	5
三、建筑业持续扩张，服务业景气回升.....	6
风险因素	8

图 目 录

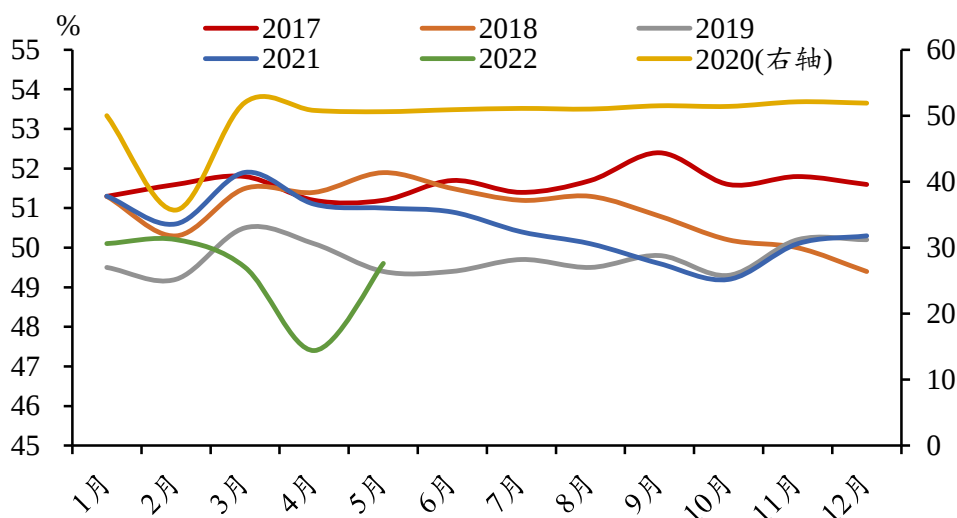
图 1：5 月制造业景气水平明显改善.....	3
图 2：5 大分项指数出现不同程度的回升	3
图 3：产需缺口收窄，生产动能略有恢复但不够	4
图 4：价格指数继续回落.....	4
图 5：大型企业重回扩张区间.....	5
图 6：5 月制造业企业被动去库存	5
图 7：建筑业仍处扩张区间，服务业景气回升	6
图 8：非制造业业务活动预期指数明显回升	6
图 9：我国综合 PMI 产出指数大幅回升	7



一、制造业景气边际改善

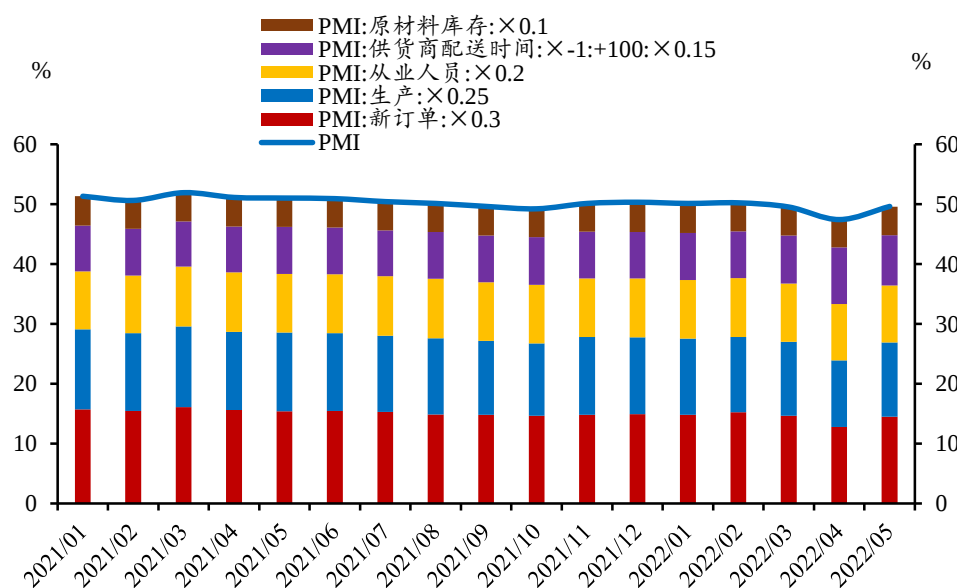
随着疫情形势逐渐好转，5月制造业PMI明显回升。我国4月一整月的当日新增确诊病例数在6.5万人以上，为开年以来疫情最严重的一个月，随着疫情防控工作的严密推进，5月该项数值已降至0.75万人，防疫工作成效显著。疫情形势的好转推动了疫情区的复产复工，随之带来的是制造业景气水平的改善。5月制造业PMI为49.6%，虽仍低于临界点，但高于4月2.2个百分点，表明制造业虽未出现扩张，但已在逐渐恢复中。从5个分项指数构成看，新订单指数、生产指数、从业人员指数、供货商配送时间指数和原材料库存指数分别高于上月5.6、5.3、0.4、6.9和1.4个百分点，反映出5月需求、生产、就业、物流交货和原材料采购均处于边际修复与改善中，但还全部处于临界点以下，假如没有爆发新一轮疫情，预计以上指数可能在下半年高于临界点，届时整个制造业经济将在今年的后疫情期处于扩张区间。

图1：5月制造业景气水平明显改善



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图2：5大分项指数出现不同程度的回升

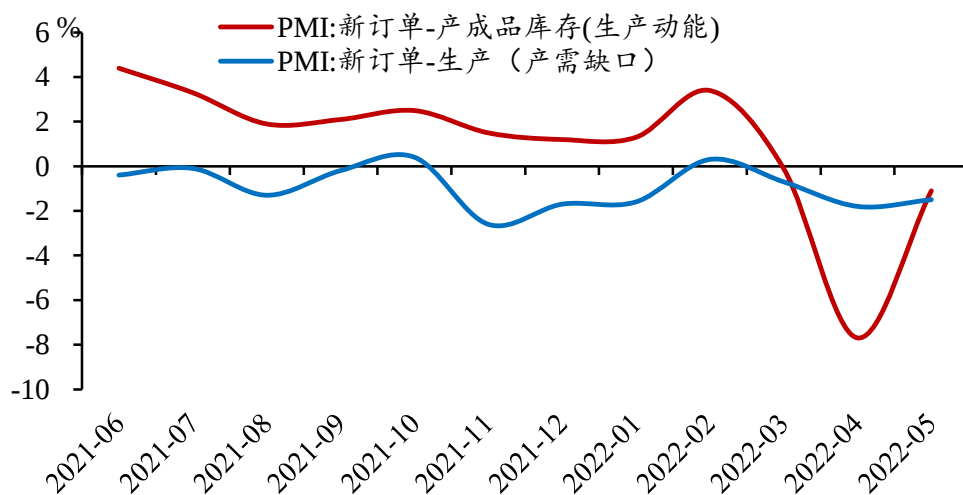


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 供货商配送时间指数为逆指数, 回升后占比下降



产需缺口略有收窄，企业生产动能有所恢复，但都还不够。5月新订单与生产指数之差（前者代表需求、后者代表供给，二者之差可以衡量需-产缺口）虽然从4月的-1.8%收窄0.3个百分点到-1.5%，但仍为负，说明需求的恢复要慢于生产的修复，因为复产复工是可以在短期内有序推进的，但毕竟疫情还没结束，需求短时间内更具黏性，当前时刻仍被压抑，预计只有疫情基本消失，需求才能得到充分解放。本月新订单与库存指数之差（前者代表新增需求，后者代表现有库存，二者之差可以衡量新增需求消化现有库存的能力，消化力越强，企业再生产动能越强）大幅回升至-1.1%，高于4月6.6个百分点，表明需求消化库存能力显著增强，但负值意味着当前时点的消化力还没有达到企业需要大规模补库存，进而需要扩张生产的程度，生产动能还差火候。

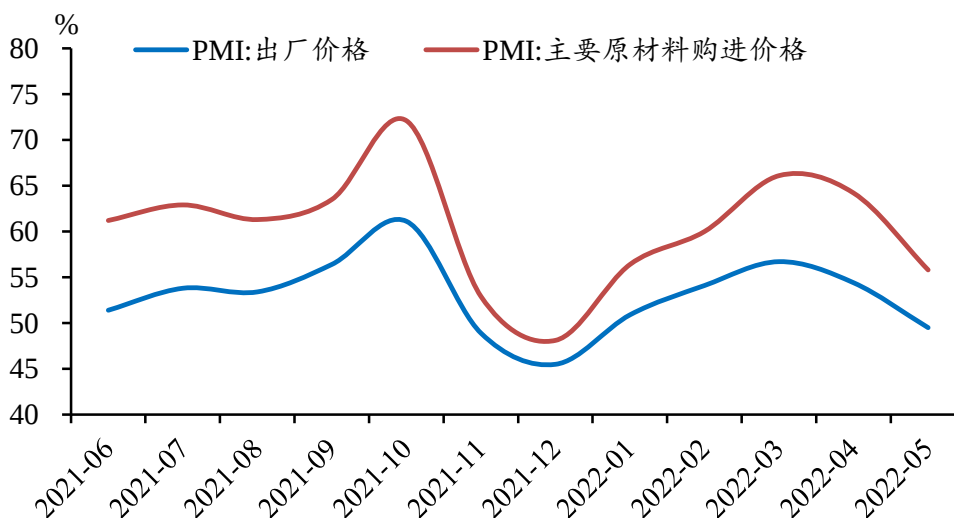
图3：产需缺口收窄，生产动能略有恢复但不够



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

价格指数延续3月以来持续回落趋势，出厂价格已降至收缩区间。需求弱于生产通常会引起产品价格指数的走低，5月出厂价格指数已降至49.5%，年内首次进入收缩区间。而主要原材料购进价格指数虽也明显下降，但5月仍在55%以上，原材料成本压力依然较大，企业的利润空间仍显不足。随着政策端对能源保供的强化，后续上游的压力可能会有所减轻，而下游的需求随着疫情的有效控制也将在边际上得到改善，下半年企业的利润空间可能得到扩张。

图4：价格指数继续回落

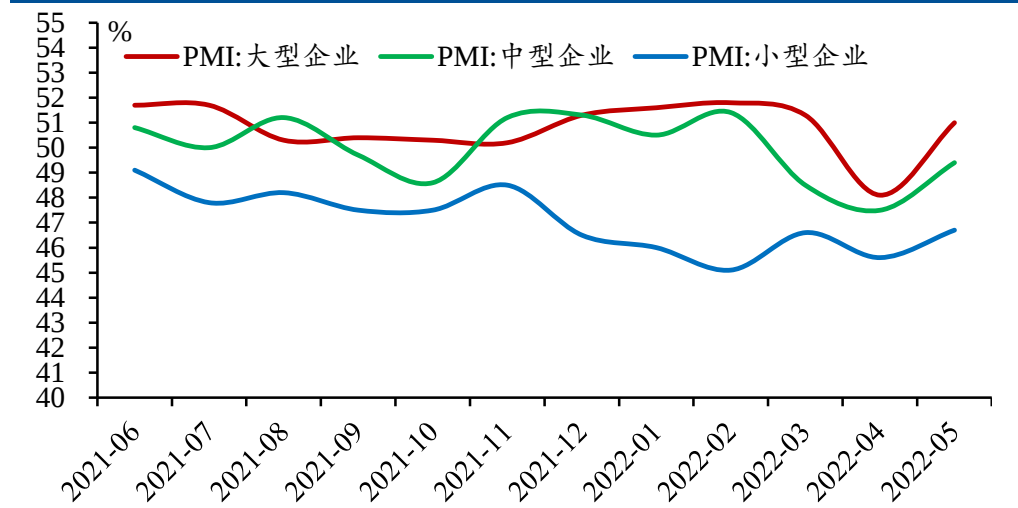


资料来源: Wind, 信达证券研发中心



大中小型企业生产景气度都出现了回升，其中大型企业已重回生产扩张区间。5月大中小型企业 PMI 分别为 51.0%、49.4%和 46.7%，分别高于上月 2.9、1.9 和 1.1 个百分点。这其中大型企业表现亮眼，景气水平大幅提升下，已重回扩张区间。相比之下，小型企业景气度仍明显低于临界点，回升程度也最小。预计下月中型企业也能重回扩张，小型企业的景气回升幅度也将明显提升，但重回扩张可能要往后再推迟一些。

图 5：大型企业重回扩张区间

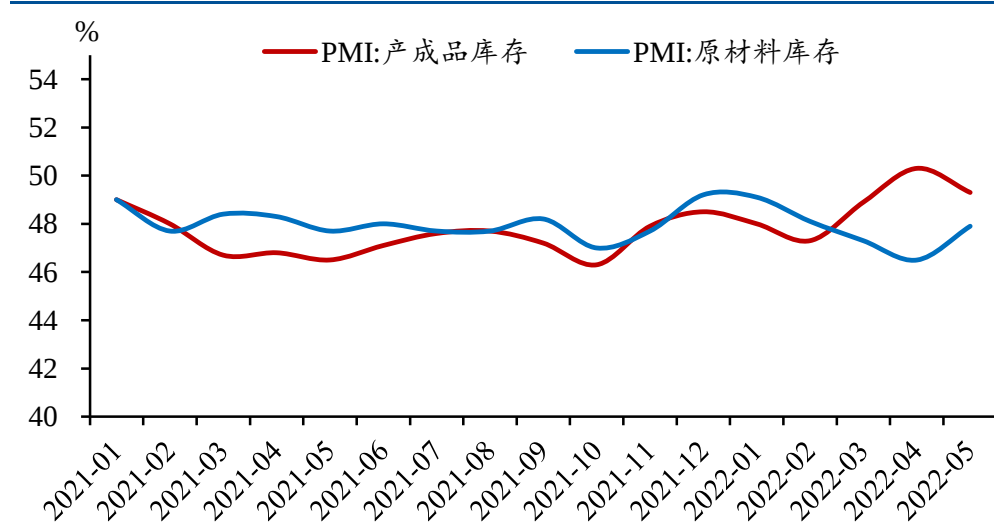


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、制造业企业进入被动去库存周期

需求的边际改善使得企业进入被动去库存周期。3月以来，产成品库存指数和原材料库存指数一直呈现背离状态，而5月数据显示两者开始相向而行，即产成品库存指数下降，原材料库存指数上升。这体现出在需求端有所恢复的情况下，一方面商品销售好于上月，存货减少；另一方面，原材料采购力度不再进一步减弱，正如我们在《疫情之下需求比供给更弱》中的预计，由于上海疫情临近结束，复工复产提上日程，以及各地促消费举措的加码，企业从3月以来的被动补库存到5月已转变为被动去库存。后续随着各疫情区在6月逐步恢复正常生产生活秩序，预计企业还将延续被动去库存。只有当疫情基本结束，国际形势出现好转，被压抑的消费需求得到充分释放的时候，旺盛的需求才会促使企业进入主动补库存周期，即产成品库存和原材料库存指数都出现上升，企业加大原材料采购力度并保障存货足以应对陆陆续续的新订单。这个日期的早晚取决于疫情、政策效果和国际形势等内外部因素。

图 6：5月制造业企业被动去库存



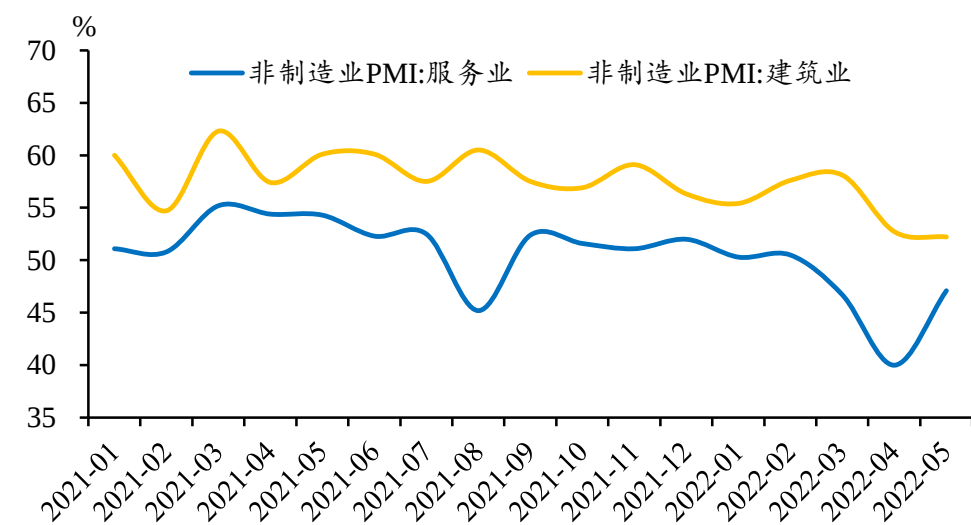
资料来源: Wind, 信达证券研发中心



三、建筑业持续扩张，服务业景气回升

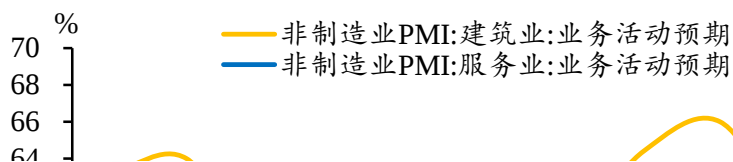
5月建筑业延续扩张趋势，服务业受益于疫情好转景气水平大幅提升。5月建筑业商务活动指数为52.2%，低于上月0.5个百分点，继续处于扩张区间。这与开年以来基建的持续推进密不可分，截至5月底，新增专项债已发行约2万亿元，投向基建的比例达到65%以上。作为财政投向基建的重要抓手，随着5月30日在京召开的全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议指出“省级财政部门要抓紧调整专项债券发行计划，合理选择发行时间，加快支出进度，确保今年新增专项债券在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕”的指示，以及重磅增量工具的使用（参考《稳经济靠财政——2022年中期财政政策展望》），后续基建强度大概率将有增无减。与此对应的是建筑业业务活动预期指数高于上月0.9个百分点，达到了57.9%。服务业方面，5月商务活动指数高于上月7.1个百分点，其景气回升主要还是和疫情好转有关。随着全国各地疫情已经逐渐平息，服务业业务活动预期指数达到了55.2%，高于上月2.2个百分点。

图7：建筑业仍处扩张区间，服务业景气回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图8：非制造业业务活动预期指数明显回升



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_42446

