

宏观利率

报告原因：定期点评

2022年5月31日

经济弱修复，就业改善不足

——2022年5月PMI点评

宏观/点评报告

本报告分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

张治 CFA

执业登记编码：S0760522030002

邮箱：zhangzhi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座

28层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

主要观点

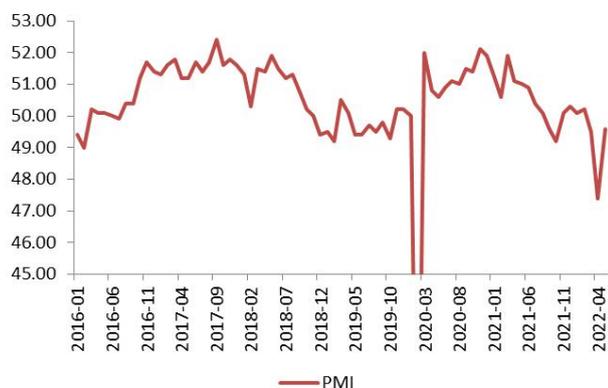
- **需求恢复慢于生产。**5月制造业PMI49.6%（前值47.4%），有所回升但仍低于荣枯线，2016年以来分位数17.1%。5月生产49.7%（前值44.4%），新订单48.2%（前值42.6%）。回顾4月，受疫情冲击，生产和新订单均回落至2016年来1.3%的分位水平，5月则分别为7.8%、2.6%，很明显在保产保供和企业前期在手订单较高的情况下，生产端恢复快于需求端。
- **企业产成品库存积压，采购积极性不高。**5月产成品库存49.3%（前值50.3%），处于2016年来97.3%的分位数，显示产成品存货积压仍严重。这也是企业生产、采购积极性不高的原因之一。5月采购量48.4%（前值43.5%），2016年来分位数5.2%。同时企业生产信心恢复偏慢。5月企业生产经营活动预期指数53.9%（前值53.3%）。
- **制造业产品价格差有所恢复，但仍处于低位。**5月制造业出厂价格49.5%（前值54.4%），年内首次降至收缩区间，表明制造业产品销售价格水平总体回落。主要原材料购进价格55.8%（前值64.2%），虽然有所降低，但仍处于较高水平。在较低的价格差下，中下游企业利润不断被侵蚀，但边际看，价格差有所好转。5月出厂价与购进价之差为-6.3%（前值-9.8%）。
- **服务业景气度仍偏低。**5月，服务业PMI47.1%（前值40.0%），景气度较快修复，但分位数水平处于2016年以来的7.6%，显示景气度仍较低。其中，住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于40.0%以下低位，市场活跃度持续较低；零售、铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业位于扩张区间，业务总量环比有所增长。
- **就业恢复偏慢。**5月制造业从业人员指数47.6%（前值47.2%），服务业从业人员指数45.3%（前值45.8%），仍处于回落区间。
- **建筑业仍保持扩张。**5月建筑业PMI小幅走低至52.2%（前值52.7%）。但政策密集出台，尤其是基建领域逆周期发力的预期使得建筑业业务活动预期指数回升至57.9%（前值57.0%）。建筑业新订单指数为46.4%（前值45.3%），2016年以来分位数3.8%，高于制造业新订单分位数。
- **5月PMI对债市的启示。**5月随着疫情的边际好转，制造业景气度环比好转但力度不足。生产和需求均有所修复，但需求端恢复慢于生产端，企业产成品库存积压现象仍较严重，同时在较低的价格差和需求情况下，中下游企业利润持续被侵蚀，从而影响生产、采购和经营预期。无论是制



制造业还是服务业，就业情况均未明显好转，服务业就业情况仍在转差。整体而言，经济当前还未明显切换到一个良性循环的态势。但另一方面，随着社会流动的恢复，前期和近期布局的稳增长政策尤其是稳投资促消费、宽信用政策等得以释放，最重要的是在专项债加快发行的情况下基建发力靠前，起到较好的托底作用。经济复苏前路虽远，但行则将至。经济基本面主线对债市的友好性短期还在，但需关注转折点的到来。资金面、配置需求等短期仍支撑债市，估值层面短期不利。

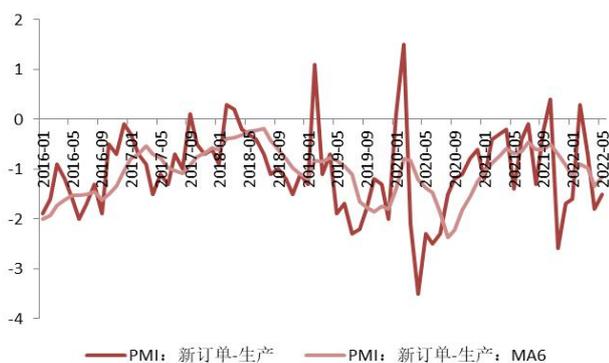
➤ **风险提示：**疫情反复；通胀大幅上行；房地产政策效果不及预期等。

图 1：制造业 PMI (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 3：PMI：新订单-生产 (%)



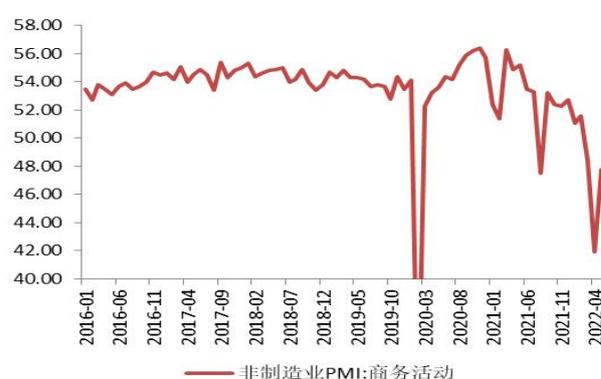
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 5：PMI：采购量-原材料库存 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



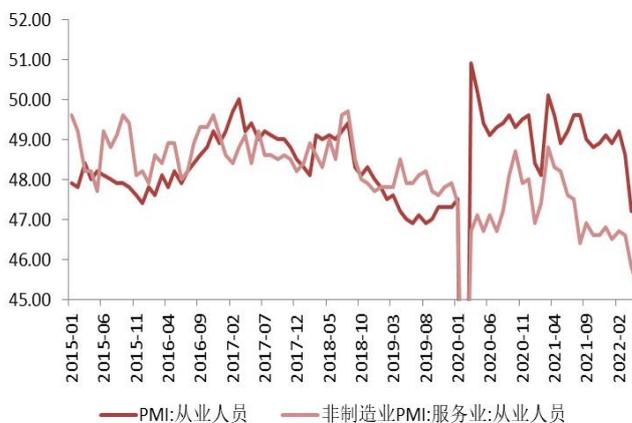
数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4：PMI：出厂价-购进价 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 6：PMI：从业人员 (%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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_42447

