

2022年05月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

至暗时刻已过，经济触底回升

事件

分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔
执业证书编号：S1050521110004
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

2022年的5月31日，国家统计局公布了5月份PMI数据，制造业和非制造业PMI分别较上月回升2.2和5.9个百分点，经济开始回暖。

投资要点

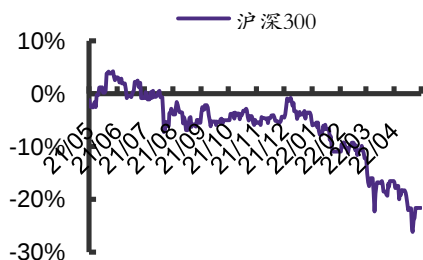
■ 核心观点

- 1、供需回暖，内需恢复快于外需；后续出口仍有压力，稳外贸需进一步发力。
- 2、价格创新低，5月PPI将继续回落，但后续仍有上涨压力。
- 3、5月份企业库存情况有所改善，物资运输通道得到进一步打通，为复工复产提供了支持。
- 4、大中小企业景气度全面回升，但中小企业仍在荣枯线之下，期待保主体政策的落实和宽信用通道的打通。
- 5、5月份雇工需求有一定回暖，但企业用工景气度仍处在低位，保就业任务艰巨。
- 6、服务业从底部反弹，建筑业虽有回落，但基建仍然是2022年稳经济的重要抓手。
- 7、5月份PMI数据出现了整体性的回暖，但仍处在荣枯线以下，仍需政策持续发力，预计6月经济有所回暖，但动能不强，挑战犹存，预计为U型反转。

■ 风险提示

- (1) 疫情持续时间超预期
- (2) 基建投资不及预期
- (3) 稳增长力度不及预期

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《社融塌陷的远虑与近忧》20220514
《4月非农数据点评：喜忧参半，会有75BP加息吗》20220510
《5月美联储议息会议点评：如期的加息缩表，罕见的鹰中带鸽》20220505

5月份制造业PMI49.6%，非制造业PMI47.8%，分别较上月回升2.2和5.9个百分点，虽然仍处在荣枯线以下，但是显示出4月份疫情冲击开始逐渐消散，经济开始恢复。

1、供需回暖，出口压力犹存

供需回暖，内需恢复快于外需；后续出口仍有压力，稳外贸需进一步发力。从供给端来看，5月份PMI生产指数为49.7%，较上月回升5.3个百分点，企业生产景气度大幅回升。从需求端来看，5月PMI新订单较上月回暖5.6%，出口和进口分别较上月回升4.6和2.2个百分点，内需恢复快于外需。出口订单虽然有一定的上涨，但因为疫情对出口订单的影响往往滞后三个月，6月份出口订单仍会承压。同时，当前中国出口面临着产业转移和外需下降两大因素：5月份美国消费者信心指数58.4%，是2011年以来的最低值，长期来看下半年出口压力犹存。出口对2021年经济增提贡献20.9%，需要稳外贸政策进一步发力，来保持出口对经济的支撑，才能实现全年经济目标。

2、价格创新低，后续输入性通胀压力仍值得关注

价格创新低，5月PPI将继续回落，但后续输入性通胀压力仍值得关注。从价格来看，5月原材料指数大幅回落8.4个百分点，出厂价格回落4.9个百分点，均创2022年的新低，其中出厂价格指数降至49.5%，低于荣枯线，后续PPI将会加快回落。从分项上来看，4月份电力，煤炭，石油等原材料的价格均出现了逆势上涨。5月31日，欧盟透露对于禁止从俄罗斯进口石油的决定，全球能源供需进一步紧张，未来能源价格居高难下。5月份PPI预计会继续回落，但降幅会低于市场预期。

3、库存改善，运输通道畅通

5月份企业库存情况有所改善，物资运输通道得到进一步打通，为复工复产提供了支持。从库存来看，5月PMI原材料库存回升1.4个百分点，结束了2022年以来的下滑趋势，主要是复工复产工作的推进和原材料价格的下降，企业采购意愿加强。产成品库存下降1个百分点来到49.3%，虽然仍处在高位，但是随着疫情的好转和物流运输的畅通，企业库存已经开始有所改善。供货商配送时间指数大幅回升6.9个百分点到44.1%，523国常会提出“取消来自疫情低风险地区通行限制”和“客货运司机异地免费核酸检测”等要求，保证运输通道的畅通是实现稳经济的重要一环。预计伴随着各地的具体落地实施，物流运输通道将进一步畅通。

4、企业景气度回升，中小企业仍待恢复

大中小型企业景气度全面回升，但中小企业仍在荣枯线之下，期待保主体政策的落实和宽信用通道的打通。大型企业景气度已经来到了荣枯线以上51%，较上个月上升2.9个百分点。而中小企业虽然有所恢复，但仍处在50以下，疫情对中小企业的影响相对于

大企业来说更沉重，恢复起来也相对没那么容易：5月份中小型企业PMI分别较上月回升1.9和1.1个百分点，均低于大型企业的涨幅。525电视电话会议中提出保经济主体的要求，目前上海和青岛已经出台了具体的保主体细则，包括详细的减税退费，免除房租等措施，进一步纾困企业。除此之外，央行也出台了支农支小再贷款、普惠小微贷款、再贷款再贴现等各项结构性货币政策，帮助企业进一步打通宽信用的通道，预计6月份能看到中小企业景气度的进一步回升。

5、企业用工需求小幅回暖，但就业压力仍存

5月份雇工需求有一定回暖，但企业用工景气度仍处在低位，保就业任务艰巨。制造业从业人员指数为47.6%，比上月上升0.4个百分点，非制造业PMI从业人员指数为45.3%，较上个月下降0.1个百分点，主要是服务业的拖累：服务业从业指数45.3%，较上月下降0.5%。而建筑业从业人员指数受到各地加快推动基建得到迅速恢复，较上个月回升2.4个百分点来到45.5%。但总体来看，雇工需求仍处在荣枯线以下，服务业修复仍有难度，同时作为就业吸纳主体的中小微企业还在困境求生，就业形势依然比较严峻。

6、服务业反弹，建筑业超预期回落

服务业从底部反弹，建筑业虽有回落，基建仍然是2022年稳经济的重要抓手。非制造业商务活动指数为47.8%，比上月上升5.9个百分点，其中服务业商务活动指数47.1%，较上月大幅回升7.1个百分点。建筑业小幅回落0.5个百分点来到52.2%，仍处在景气区间。建筑业主要由基建和房地产构成，0.5%的回落主要是受到了房地产的拖累：4月份房屋新开工面积同比回落进一步扩大，房地产市场仍待进一步的修复。基建是今年稳经济的重要抓手，基建将从新老基建入手，增量存量同发力：国务院支持将新基建纳入专项债适用范围内，要求通过加码REITs等盘活存量资产。从增量资金来看，未来的基建投资可能有三点支撑：一，专项债资金前置；二，特别国债；三、类似于1998年首创的专项建设债。

7、经济回暖，开始U型反转

5月份PMI数据出现了整体性的回暖，但仍处在荣枯线以下，仍需政策持续发力，预计6月经济有所回暖，但动能不强，挑战犹存，预计为U型反转。总体来看，疫情对经济的扰动正在逐渐消散，经济已经四月触底开始反弹，但目前仍弱，需要政策的持续发力。从政策实施角度来说，目前的政策将继续按照525电视电话会议的部署，按照先保，再稳，后增的思路逐步出台和落实，目前上海已经出台了提振经济50条，青岛出台了稳经济89条，6月份经济将迎来进一步的回暖。从后续政策增量来说，7月份的中央政治局会议是重要的时间点，预计会出台专项债前置或特别国债的相关增量政策。

经济已经在四月份达到了底部，但当前恢复动力不强，不会出现2020年的V型反转而是U型反转。自发性融资（企业中长期贷款和居民中长期贷款）是我们观察信用周期的核心指标，当前自发性融资仍在底部区域。从企业的角度来说，需要通过财政政策纾困，同时通过货币政策打通信用通道。国务院5月31日要求进一步利用发挥存款利率市场化调整机制，推动实际贷款利率稳中有降，预计未来5年期LPR降息可期，而平均贷款利率一般高于房贷利率，贷款利率的下降也会给房贷利率打开下调空间；居民消费除了目前各地出台的刺激消费政策，也需要通过有效投资进一步拉动居民的消费意愿和消费信心，实现投资到消费的自循环。5月份PMI数据出现了整体性的回暖，但仍处在荣枯线以下，仍需政策持续发力，预计6月经济有所回暖，但动能不强，挑战犹存，预计为U型反转。

图表 1：5 月 PMI 数据一览

	较上期变动	2022年5月	2022年4月	2022年3月
制造业PMI	▲	49.6	47.4	49.5
生产	▲	49.7	44.4	49.5
新订单	▲	48.2	42.6	48.8
新出口订单	▲	46.2	41.6	47.2
主要原材料购进价格	▼	55.8	64.2	66.1
出厂价格	▼	49.5	54.4	56.7
原材料库存	▲	47.9	46.5	47.3
产成品库存	▼	49.3	50.3	48.9
从业人员	▲	47.6	47.2	48.6
供货商配送时间	▲	47.6	47.2	48.6
生产经营活动预期	▲	53.9	53.3	55.7
大型企业	▲	51	48.1	51.3
中型企业	▲	49.4	47.5	48.5
小型企业	▲	46.7	45.6	46.6
高技术制造业	-	-	50.1	50.4
装备制造业	-	-	45.8	49.5
消费品行业	-	-	48.4	49.3
基础原材料行业	-	-	47.3	49.5
非制造业PMI	▲	47.8	41.9	48.4
服务业	▲	47.1	40	46.7
建筑业	▼	52.2	52.7	58.1
综合PMI:产出指数	▲	48.4	42.7	48.8

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_42448

