

紊乱的 PMI 信号，确定的经济重启

2022 年 05 月 31 日

5 月 31 号，国家统计局公布 5 月 PMI 数据。制造业 PMI 意料之中的回升，毕竟疫情冲击在逐步消退。

制造业 PMI 可反应经济景气程度，本月读数（49.6）甚至略超过 3 月（49.5）。若按直观读数理解，似乎 5 月经济修复至 3 月水平，显然这一状态违背微观感知。

高频数据反应 5 月经济的确经历了疫后修复，然而修复程度还不能与疫情之前的 3 月相提并论。

➤ 如何评估 5 月经济修复幅度？这是本月 PMI 留给我们的挑战

不仅如此，5 月 PMI 分项并不一致性指向单边修复，不同分项给出的信号不尽相同。

新订单指数、生产指数、供应商配送时间、采购量等分项似乎表明经济正在有力复苏。

然而从业人员指数、与企业生产经营预期，这两大分项又表明企业生产经营改善不明显。

再看出厂价格指数、原材料购进价格指数，两大分项反而下跌，似乎又表明下游需求可能回落。

➤ 看似矛盾的 PMI 信号意味着什么？5 月经济面临疫后重启

因为疫情，4 月经济被按下“暂停键”。5 月经济迎来重启，经济重启并非全面均衡的修复，换言之，5 月经济并非一次典型的复苏。5 月经济重启呈现三点特征：

供给约束释放快于新增需求表达。对应到 5 月 PMI 分项数据，新订单指数、新出口订单指数、生产指数、供应商配送时间、采购量指数较上月环比提升幅度最大。

库存消耗快于新增生产。对应到 5 月 PMI 分项数据，原材料库存环比只增长了 1.4 个百分点，在手订单指数与产成品库存指数甚至降低了 1 个百分点。这都是库存消耗快于生产的表现

生产经营快于实际就业。对应到 5 月 PMI 分项数据，从业人员指数依旧疲软，环比改善幅度不大，仅 0.4 个百分点。

➤ 5 月经济重启对全年来说意味着什么？上半年方向已定，关注重点来到下半年

4 月确认是今年经济的一个底部，未来短期方向已经确定。

今年 3 至 4 月，国内最大的宏观不确定性来自疫情。若未来疫情进一步收敛，复工复产如期推进，则二季度末甚至三季度初，宏观核心主线落在疫情修复。

短期之内，外需韧性、复工复产推进与稳增长政策加码，构成经济修复的三个利好。预计 6 月复工复产节奏快于 5 月。

关注重点来到了下半年。如果下半年疫情没有太大扰动，后续关注稳增长政策落地效果以及出口动能。

疫情之中，稳增长政策效果无法充分显现。随着疫情逐步退却，稳增长政策效果将会水落石出。关注稳增长主线下的三大需求重点，基建、地产和消费。

下半年还需要关注的另一个变量是出口。今年的出口同比大概率前高后低，关注下半年海外需求减弱之后中国出口最终收敛在怎样的水平。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；地缘政治超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

目 录

一、本月 PMI 分项给出的信号较为紊乱	3
二、看似矛盾的 PMI 分项指向经济重启	3
三、展望后续经济趋势.....	5
四、风险提示	5
插图目录	7

5月31号，国家统计局公布5月PMI数据。5月份，制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI同步回升，分别为49.6、47.8和48.4，明显高于上月2.2、5.9和5.7个百分点。

一、本月PMI分项给出的信号较为紊乱

本月PMI读数回升完全在市场意料之中，毕竟4月受疫情冲击，数据全面走弱。5月高频数据显示经济整体状态好于4月。所以5月PMI较4月修复，这一趋势并不令人诧异。

令人困惑的是，本月制造业PMI读数（49.6）甚至略超过3月（49.5），是否意味着当前经济已经修复至3月水平？这一点值得我们探讨。

高频数据显示5月经济已有修复，然而还不至于完全修复至疫情前的3月。我们不能因为PMI直观读数，而直将5月经济状态解读为已修复至3月水平。

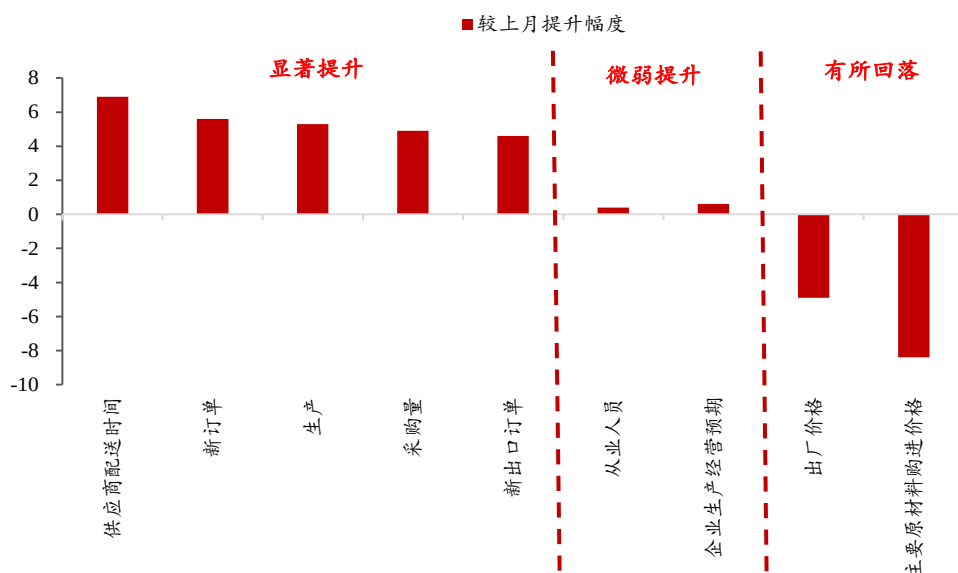
5月PMI分项指标给出的方向信号差异较大，为我们评估5月的经济状态提出了挑战。

有些分项表明经济似乎正在有力复苏。5月新订单指数、新出口订单指数、生产指数、供应商配送时间、采购量指数较上月环比提升幅度较大，分别提高5.6、4.6、5.3、5.9和4.9个百分点。

有些分项似乎表明企业生产经营改善并不显著。从业人员指数与企业生产经营预期只比上月提高了0.4和0.6个百分点。

有些分项引发下游需求是否回落担忧。出厂价格指数、原材料购进价格指数甚至反而下跌，拖累制造业PMI，较上月分别回落4.9和8.4个百分点。

图1：5月PMI分项指标的分化（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、看似矛盾的PMI分项指向经济重启

4月疫情冲击经济，尤其是冲击生产与物流供应链，供给成为经济运行的瓶颈。5月疫情防控有序改善，复工复产持续推进，物流供应链逐步恢复。物流瓶颈解除，供给约束打开后，经济运行正经历从供给约束到供应畅通。

看似相互矛盾的数据指向背后，实际上描绘了5月经济的重启进程。

经济重启阶段有三点典型表现：

其一，供给约束释放快于新增需求表达。

供需同时重启，供给直接推动企业生产经营，快于需求间接拉动企业生产经营。

对应到5月PMI分项数据，新订单指数、新出口订单指数、生产指数、供应商配送时间、采购量指数较上月环比提升幅度最大，都接近5个百分点。

其二，库存消耗快于新增生产。

前期受供给约束的订单需求与新增订单需求同步启动，企业原材料进货以及安排生产都需要时间。更多通过已有库存发货交付，在这一阶段企业被动去库。

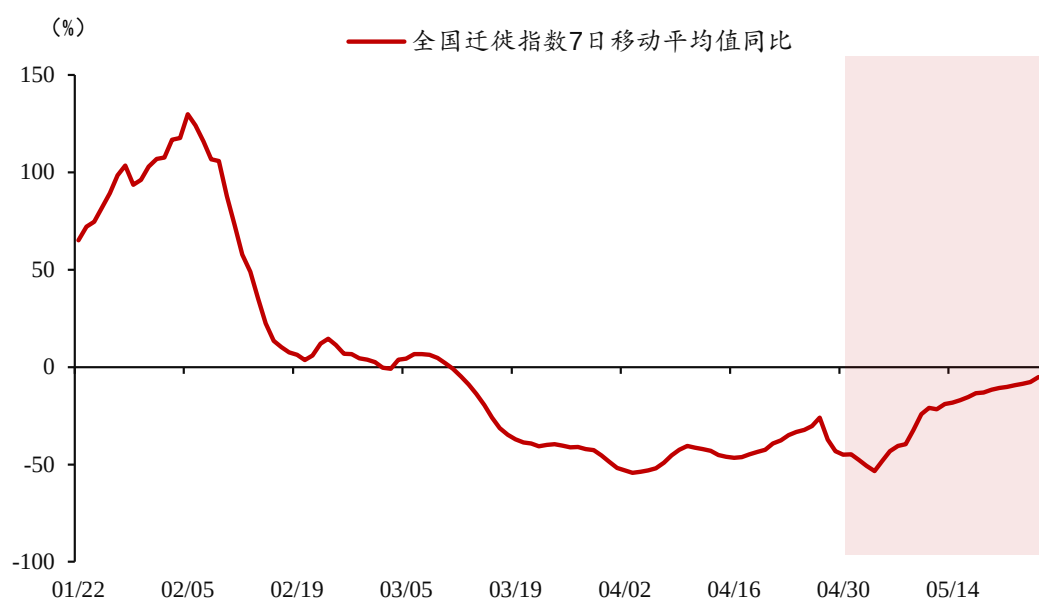
对应到5月PMI分项数据，原材料库存环比只增长了1.4个百分点，在手订单指数与产成品库存指数甚至降低了1个百分点。这都是库存消耗快于生产的表现。

其三，生产经营快于实际就业。

重启阶段的生产快速启动，就业增长是一个更长期的滞后过程。企业扩大招工的前提是稳定需求预期，这都需要一段时间。

对应到5月PMI分项数据，从业人员指数依旧疲软，虽然环比改善，但幅度不大，只有0.4个百分点。

图2：全国交通正在恢复（单位：%）



资料来源：iFind, 民生证券研究院

三、展望后续经济趋势

经济正处于修复过程中，4月确认为一个经济底。

我们之前在《走过至暗的4月，走向希望的5月》已经给出判断，4月经济大概率是今年上半年的一个底部。5月PMI的读数回升与分项指标的结构性特征再次印证了这一点。

短期之内，外需韧性、复工复产推进与稳增长政策的加码，构成经济修复的三个利好因素。我们预计6月复工复产节奏快于5月。

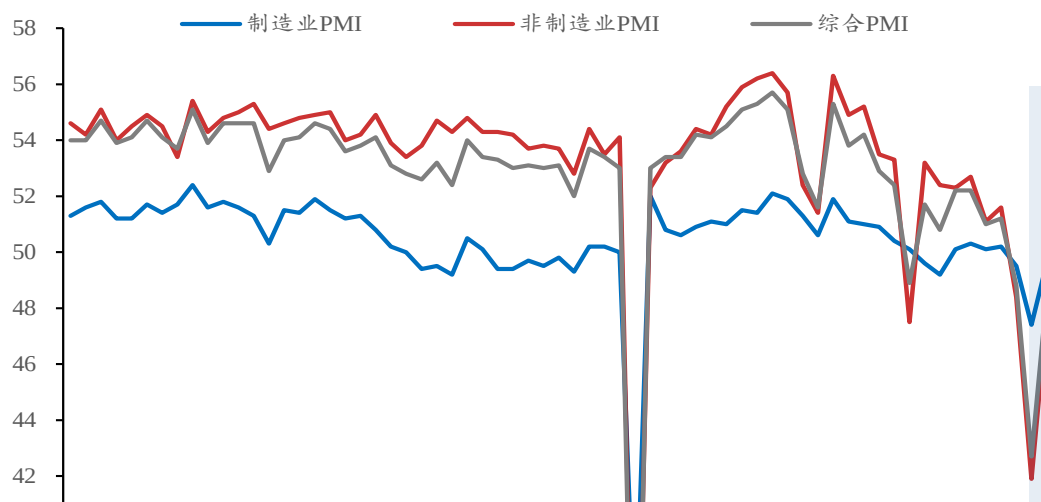
当然，经济持续修复需要一个前提条件，疫情得到有效控制，复工复产进程能够持续顺利推进。

短期内经济修复仍是主线，后续关注稳增长政策效果以及出口动能。

展望下半年，如果抗疫政策不发生取向变化，二季度末甚至三季度初，宏观核心主线仍在于疫情修复。再往后看，需要关注稳增长政策落地效果以及出口走势。

疫情之中，稳增长政策效果无法充分显现。随着疫情逐步退却，稳增长政策效果将会水落石出。关注稳增长主线下的三大需求重点：基建、地产和消费。下半年还需要关注的另一个变量是出口。

图3：PMI显示经济正在修复（单位：%）



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_42547

