

宏观点评报告

2020 年 5 月 31 日

制造业景气度回调 供需矛盾仍未可轻视

——5 月 PMI 数据点评

核心内容:

★制造业景气度环比回调但维持荣枯线上景气预期，反映经济修复的趋势与复杂性。5 月制造业 PMI 为 50.6%，较上月小幅回落 0.2%，表明经济仍处于逐步恢复态势，内外需求的疲弱仍对生产恢复形成一定制约。我们认为，近三月来的 PMI 数据一方面反映了经济修复正在途中的客观趋势，另一方面也反映了经济复苏的复杂性。预计随着复工复产基本完成内需逐步修复，但外需承压短期难见好转，做好今年的经济工作仍需按照党中央国务院的统一部署，在底线思维基础上建立托底对冲风险的宏观政策安排。

★非制造业稳步恢复。5 月 PMI 非制造业经营活动状况为 53.6%，比上月回升 0.4%，但低于近年当月均值。本月建筑业发展动能仍在，在政策利好的推动下，服务业也呈现渐进式恢复态势，未来非制造业数据有望继续保持稳定回升。建筑业或将持续改善，全年房地产投资增长预计平稳，基建投资预计稳步温和增长，固定资产投资仍是经济的重要支撑。

★就业随生产小幅回落，新增城镇就业 900 万人的年度目标当前看很有挑战性，需要宏观政策统筹安排加以托底保证。5 月 PMI 就业分项指标回落至 49.4%，比上月下降 0.8%，从业人员指数与生产指数存在高度相关性，随生产同步出现小

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

幅回调。内外需疲软的现状使得企业裁员多、部分中小企业尤其是服务业企业经营陷入困境、岗位新增少等问题凸显，进一步加大了稳就业的压力。若以去年6.1%经济实际增长带动1325万新增就业人口的增长-就业弹性关系看，本年度名义经济增长（实际经济增长+居民消费品价格通胀预期水平）3.5-4%左右的预期之下，完成城镇新增就业目标的挑战仍然十分艰巨。对此，需要宏观政策作出统筹安排，积极对冲经济下行压力，实现“六保、六稳”目标统领下的稳就业、稳增长。

一、制造业景气度显示经济稳步修复但形势依然复杂

制造业景气度环比回调但维持荣枯线上景气预期，反映经济修复的趋势与复杂性。5月制造业PMI为50.6%，较上月小幅回落0.2%，表明经济仍处于逐步恢复态势，内外需求的疲弱仍对生产恢复形成一定制约。我们认为，近三月来的PMI数据一方面反映了经济修复正在途中的客观趋势，另一方面也反映了经济复苏的复杂性。预计随着复工复产基本完成内需逐步修复，但外需承压短期难见好转，做好今年的经济工作仍需按照党中央国务院的统一部署，在底线思维基础上建立托底对冲风险的宏观政策安排。

第一，内需恢复仍需要时间，库存去化预期显示主动去库存或是正在进行时，需求回升动能暂时存疑。

从分项指标具体来看，生产动能虽然继续修复但回升动能有所放缓。5月生产指标小幅回落0.5%，为53.2%，回升势头稍有放缓，但绝对值较高且位于荣枯线之上。在国内

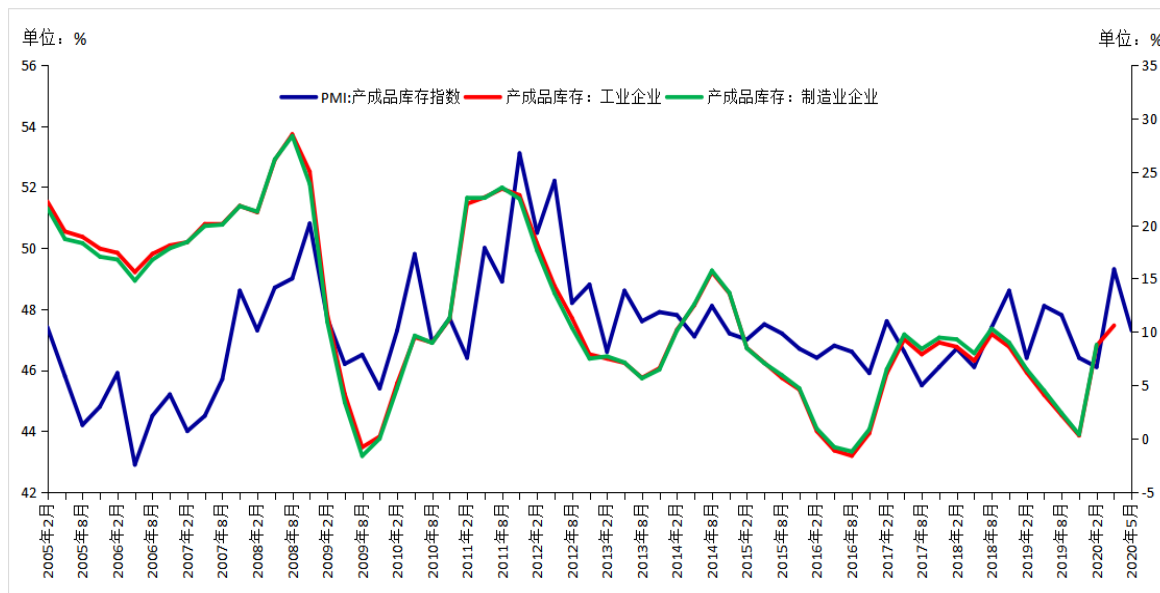
疫情得到有效控制的背景下，企业生产活动已接近正常状态，5月日均电力耗煤量自2月以来重新回到60万吨以上，同比时隔4个月转正至13.7%。5月新订单指标回升0.7%至50.9%，进口指标为45.3%，较上月上升1.4%。

居民消费信心逐步恢复带动终端内需有所修复，但后期预计仍面临去库存压力，经济回升在二季度恐难十分强劲。我们认为，受一季度可支配收入与名义经济增速同步下降等因素影响，消费短期大幅反弹可能性较小，难以贡献终端需求持续走强。从库存周期角度看，制造业PMI新订单指数回升，产成品库存下降，因此经济动能指标（新订单-产成品库存）回升2.7个点至3.6（上月为0.9），显示需求端有一定提振。

但问题在于，PMI库存指标近年来与工业企业实际库存变动显示出一定的背离，我们倾向于认为，PMI库存指标更多地表现了厂商对于库存未来变化的预期（如图1）。短暂的2、3月补库预期后，代表厂商库存预期的PMI库存结构显示，5月全面复工后，经济动能指标（新订单-产成品库存）仅为3.6，距离疫情发生前1月份该指标所示水平5.4尚有差距，经济动能指标在6月能否回到此前的水平暂时存疑。往前看隐忧在于5月供给端恢复受市场需求不足制约开始迟缓，而需求恢复速度较慢，供大于求矛盾可能仍未可掉以轻心。

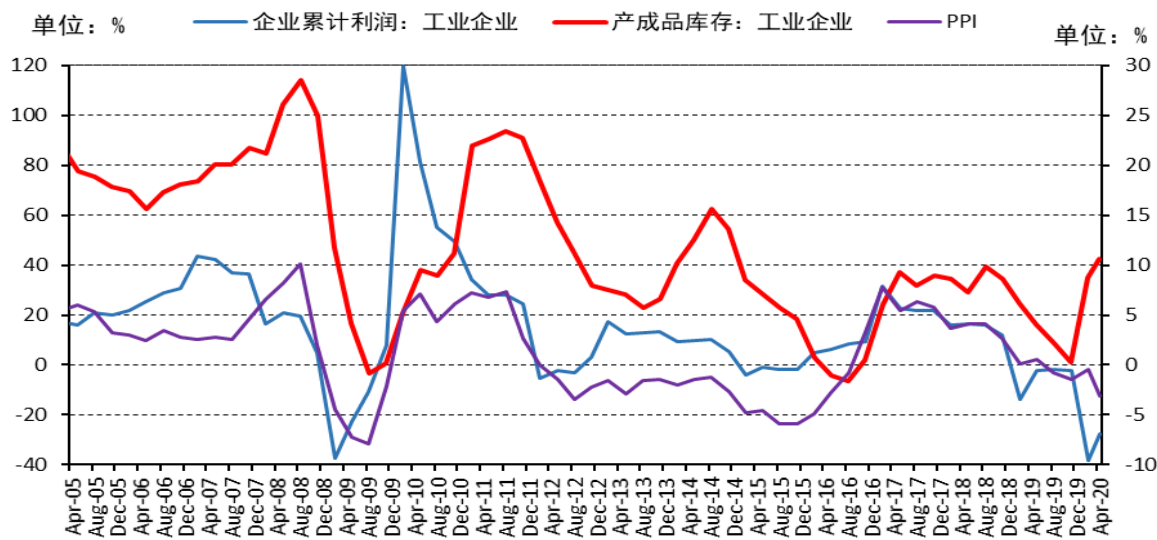
我们认为PPI所示工业品价格引领工业企业利润对于厂商库存预期与工业企业实际库存变动存在领先关系。当4月PPI同比增速下探近四年低位（-3.1%），虽然5月PPI同比可能有所修复，但是预计依然在0值附近波动难以强劲回升，预示经济动能依然弱势与二季度库存去化压力的延续（图2）。综合来看需求疲弱所致的供需矛盾可能仍是二季度主导经济运行的主要逻辑。

图1：制造业PMI库存与工业企业实际库存变动存在一定的背离



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 2：工业品价格走势预示二季度经济依然弱势

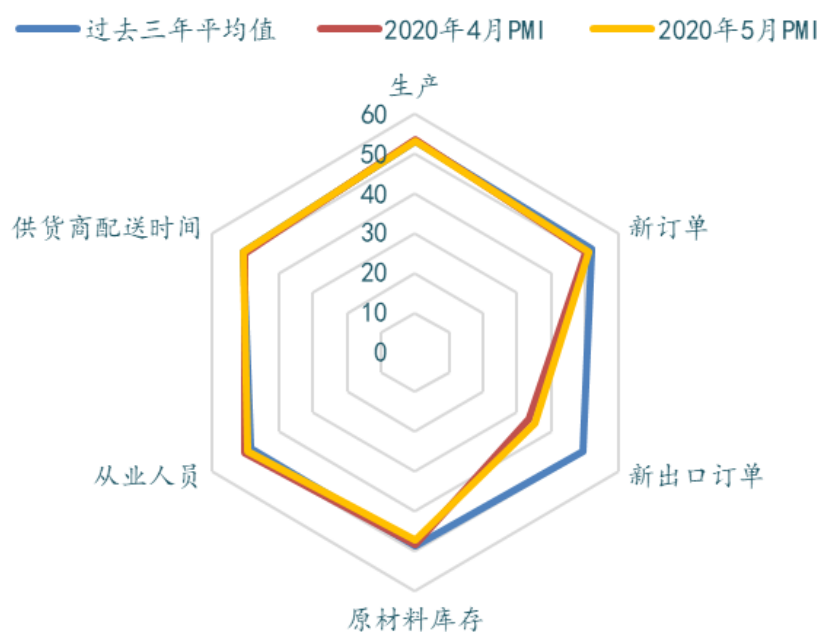


资料来源：Wind 中国银河证券研究院

第二，从外需形势来看，部分国家虽然已开始重启经济，但主要经济体疫情控制形势依然存在变数，且社会极化撕裂情形不同程度存在，经济恢复进程依然存不确定性，对我国供应链的稳定和出口需求仍将产生负面影响。

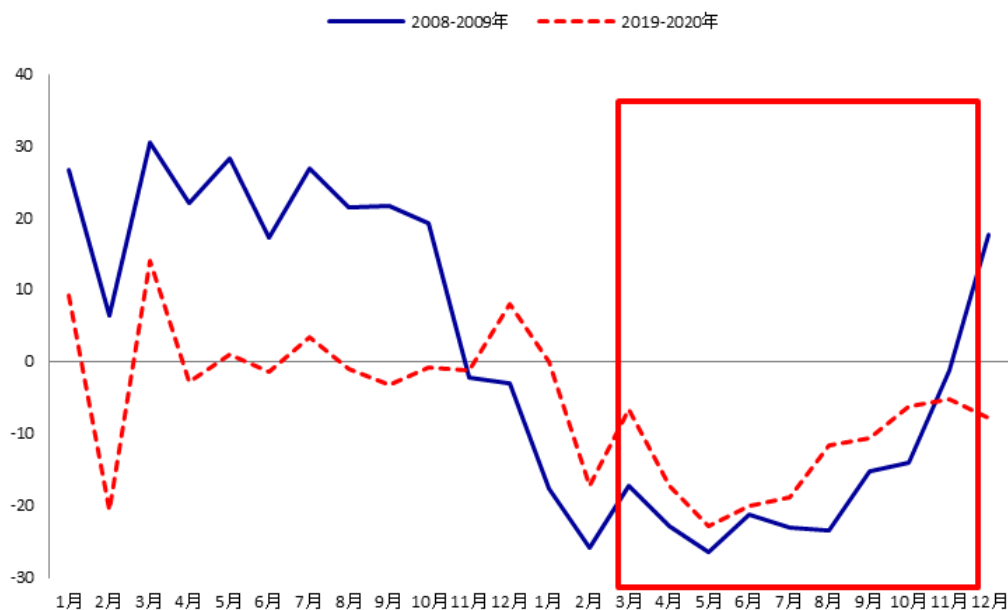
4月新出口订单为35.3%，较上月回升1.8%，但仍处于较低水平，持续低于荣枯线和过去三年同期均值水平，显示外需仍然是需求面的主要拖累（图3），二季度预计该趋势难以有实质性改观。疫情对发达经济体经济增长的冲击主要体现在二季度，而欧美出口市场，合计占2019年我国出口的三分之一以上，加上近期美国对我国高技术产业出口限制措施的升级，海外需求预计将持续萎缩。我们预计本次由于全球抗疫所致的经济停滞性衰退，可能使得出口直接下滑12%以上，这样出口额度基本回到了2014-2015年的状态，影响最严重预计在第2、3季度。但我国进口可能表现会相对平稳，我国国内需求仍然需要时间恢复，但考虑到农产品、铁矿石等进口仍然较为旺盛，未来进口可能好于出口（图4）。

图3：出口新订单所示的外需减少仍是需求主要拖累



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

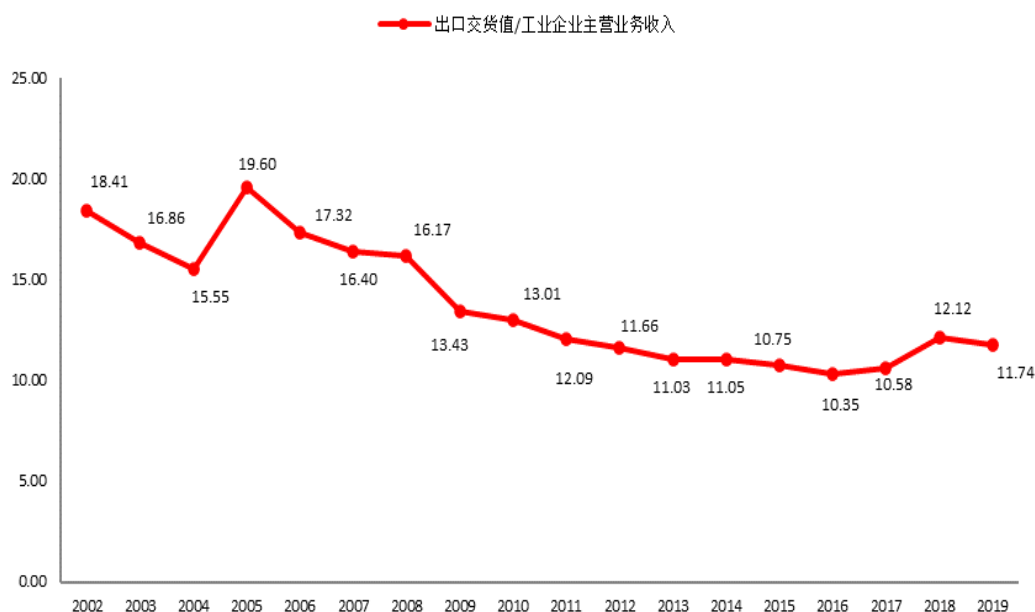
图4：2020年出口走势预判（%）



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

虽然我国已逐步转变为以内需驱动为主，短期外需变化对整体经济的影响较小，但一旦外需发生长期变化，对就业和居民收入增长构成冲击，给国内需求造成较强的负反馈，从而带动内需也发生类似的变化，影响则会进一步扩大，需要持续关注各国疫情及经济恢复动态的持续变化。考虑到中外疫情发展节奏的错位，内需有望逐步好转，而外需承压预计持续加剧，不确定性明显提升，出口或将持续拖累 GDP 增长。加入 WTO 后的 5 年，我国与出口相关的工业生产达到顶峰，2005 年我国工业生产中约 19.6% 与外贸有关。近年来随着国内消费的兴起，我国工业生产更多转入对内服务，但 2019 年仍然有约 11.7% 的工业生产是为外贸服务（图 5）。换言之，我国出口减少会影响近 11% 的工业生产，如果出口减少 10%，预计拉低工业增加值约 1.1 个百分点。

图 5：外贸对于我国工业运行仍然具有重要意义

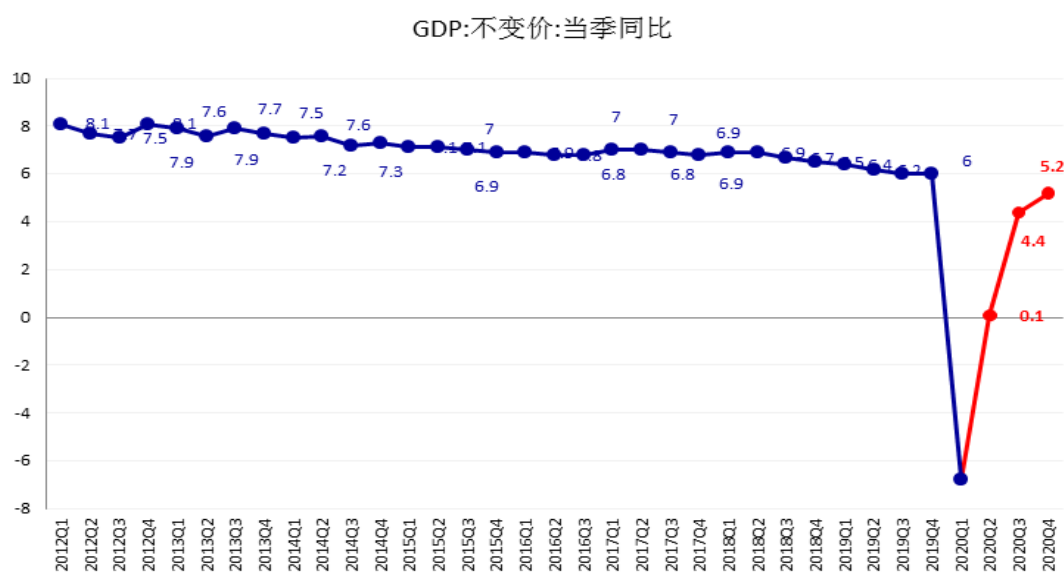


资料来源：Wind 中国银河证券研究院

第三，就业随生产小幅回落，新增城镇就业 900 万人的年度目标当前看很有挑战性，需要宏观政策统筹安排加以托底保证。

5 月 PMI 就业分项指标回落至 49.4%，比上月下降 0.8%，从业人员指数与生产指数存在高度相关性，随生产同步出现小幅回调。内外需疲软的现状使得企业裁员多、部分中小企业尤其是服务业企业经营陷入困境、岗位新增少等问题凸显，进一步加大了稳就业的压力。需要注意的是，本年度政府工作报告提出全年城镇调查失业率控制线为 6%，而当前该指标已经触及该控制线。对比去年，失业率控制线为调查失业率 5.5%，全年每月该项指标基本运行于 5.3% 左右，显然本年度失业率控制压力相对较大。从本年度城镇新增就业需达 900 万人的目标反推，若以去年 6.1% 经济实际增长带动 1325 万新增就业人口的增长-就业弹性关系看，本年度名义经济增长（实际经济增长+居民消费品价格通胀预期水平）3.5-4% 左右的预期之下，完成城镇新增就业目标的挑战仍然十分艰巨（图 6、图 7）。对此，需要宏观政策作出统筹安排，积极对冲经济下行压力，实现“六保、六稳”目标统领下的稳就业、稳增长。

图 6：对于后三季度全年实际经济增长走势的预测



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 7：对于未来居民消费品价格通胀走势的预测

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_4801

