



## 宏观研究

# 看上去很美的 PMI

2020 年 05 月 31 日

## 投资要点

### 分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@ykzq.com

### 分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@ykzq.com

### 近期报告

《全年经济数据的“单针底”》2020-03-16

《粤港澳大湾区何以成为中国经济的增长极——粤港澳大湾区研究系列之 12》

2020-03-18

《江浙地区的小微金融给我们什么启示》

2020-03-20

《粤港澳大湾区制造业如何转型升级——粤港澳大湾区研究系列之 13》2020-03-25

《赤字、特别国债与消费驱动》  
2020-03-27

### 看上去很美的 PMI

当前制造业企业仍面临的需求不足问题，依然很严峻。当前的需求好只是因为房地产赶工需求集中释放了，还正好赶上了基建的复苏，导致 5 月数据看起来不错。

后续总需求的支撑主要得靠基建投资了。两会后确定了赤字率、特别国债和专项债额度，疫情控制后，地方也会加码基建，积极财政肯定还要继续落地，基建投资还有继续回升的空间，这点是确定的。但是政府工作报告仅强调“稳”，唯一的不确定就是在基建投资能否对冲后续总需求不足的问题了。

### 风险提示

疫情海外继续失控



## 图表目录

图表 1：五大发电集团日均耗煤同比增速，5 月大幅回升 ..... 错误!未定义书签。



5月制造业 PMI 从 50.8 下滑到 50.6，非制造业 PMI 从 53.2 上升到 53.6，综合 PMI 持平在 53.4。

从 5 月的 PMI 数据看，经济恢复得还不错，尤其是非制造业还处在加速恢复期。

可喜的是，5 月份经济的需求端有明显回暖。

海外疫情扩散，外需是低迷的，这一点毋庸置疑，新出口订单 35.3，明显低于枯荣线，但比上个月反弹了 1.8 个点，可能防疫相关的产品出口对外需还有支撑，线上办公的需求也带动了高科技制造业出口。

制造业新订单指数从 50.2 回升到 50.9，比 4 月反弹了 0.7 个点，产成品库存从上个月的 49.3 下降到 47.3，出厂价格从 42.2 反弹到 48.7，南华工业品价格指数 5 月也是明显反弹的，涨了 7.38%。

产成品库存下降，产成品出厂价格在上涨，这种组合只能说明需求很强劲，可以消化生产出来的产品。

再看 5 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数、非制造业 PMI 投入品价格指数，分别从 42.5 和 49.0，回升到 51.6 和 52.0，都恢复到了荣枯线之上。原材料价格开始上涨，一方面是上游的钢材、有色等涨价，5 月这两个行业的价格指数都明显回升，高于 55.0%，另一方面则是国际油价低位反弹，5 月布伦特原油期货活跃合约均价相比于 4 月上涨了 20.4%。

这些都可以说明经济的需求至少在 5 月是有明显好转的。

所以，5 月商品涨、股票涨但债券跌是有基本面支撑的。

那么，经济需求的核心动力来源于哪呢？

1) 房地产处于一个赶工周期。前几年房企跑马圈地的快周转战略到了今年要竣工了，房子要到期交付，之前因为疫情耽误了工期，现在要赶工，所以目前是集中赶工施工的状态；

2) 地方政府 KPI 从防疫开始转向稳增长，随着专项债大规模发行，基建开始恢复甚至加速了，与企业中长期贷款高增长的趋势是一致的；

这两点可以从非制造业的 PMI 中看出来，4 月份的建筑业新订单指数已经很高了，但 5 月建筑业新订单指数竟然提高到了 58.0，比 4 月继续提高了 4.8。

3) 外需似乎没有想象中的那么糟糕。虽然海外疫情扩散不可避免地冲击了消费品出口，其中不少还是劳动密集型的，但是线上办公需求和防疫需求激增以及出口份额向中国集中（因为生产受疫情的影响小），对出口还是有稳定作用；

4) 疫情控制后，消费活动也开始有些回暖，虽然和去年同期还是没法比，但环比是改善的。

此外，还需考虑“五一”的假日消费效应。今年“五一”放了 5 天，是 2011 年以来最长的一次。“五一”长假带动零售、餐饮、铁路和航空运输等行业需求的释放，5 月这些行业的商务活动指数都在 55.0% 以上，意味着它们的需求也有较快恢复。

现在有点不确定的是，生产指数还能不能维持这么高的位置。5 月制造业 PMI 生产指数虽从 53.7 下滑到 53.2，但还是维持在一个较高的水平，比去年同期要好得多。

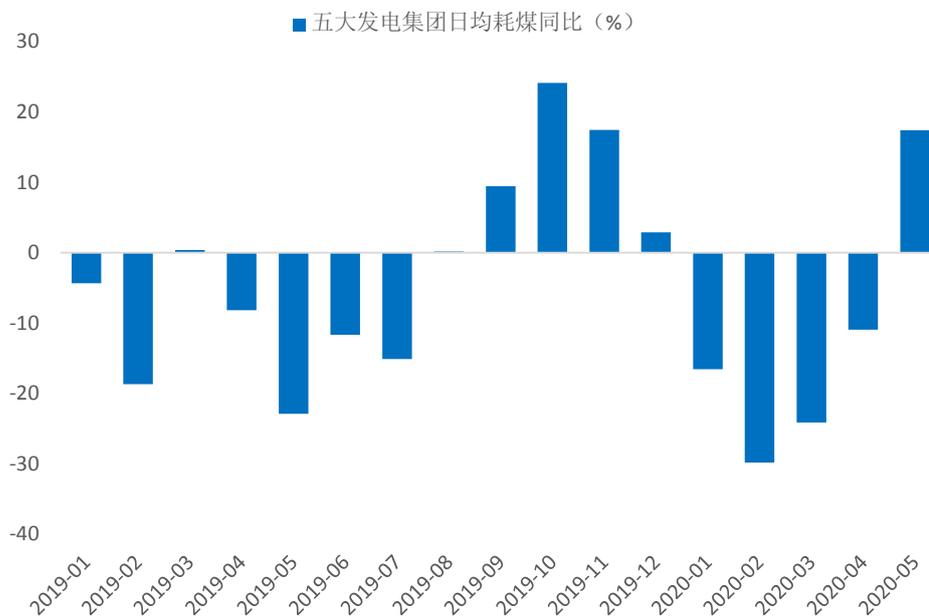
这也和高频指标一致。5 大发电集团日均耗煤，从 4 月的 46.36 万吨提高到 5 月的



54.18 万吨，环比回升 16.87%，同比则从-10.94%大幅上升到 17.41%。4 月制造业工业增加值同比 5.0%，已经基本恢复正常，从发电耗煤数据看，5 月制造业工业增加值同比增速大概率会高于 4 月。

根据国家统计局数据，截至 5 月 25 日全国采购经理调查企业中，有 81.2%的企业已经达到正常生产水平的八成以上，高于上月 3.9 个百分点。

图表 1：五大发电集团日均耗煤同比增速，5 月大幅回升



资料来源：Wind，粤开证券研究院

生产为什么还在保持一个较高的读数呢？

最近几个月生产强，和企业手里有前期积压的订单有关。之前疫情冲击导致停产，有些订单压着没做，复工后就把这些订单给做了。但很显然，这块对生产的支撑没有持续性，因为这些订单已经或正在被消化。

如果看工业企业利润的数据，产成品库存增速虽然有所下降，但还是维持了两位数的增长，可见产成品库存还是有积压，未来还是有去化压力的。

如果需求的改善不可持续，或者不及预期，企业库存不能持续消化，未来生产动力不会太强。所以，需求是经济能否持续改善的核心驱动因素。

不过看生产的领先指标采购量指数和原材料库存指数，5 月都在下降，这也似乎在说明当前的需求还是支撑不了这么强的生产的。

所以，现在需求好，但需求是不是能够持续让库存去化，进而维持生产的景气度，是后续观察经济非常重要的视角。

去年 11 月到今年 1 月，市场都在讨论新一轮弱的经济复苏启动，当时的制造业新订单指数在 51.2-51.4 之间小幅波动。今年在疫情冲击、需求冻结后，制造业新订单恢复到 50.9，还是要弱于正常经济周期复苏阶段的初期。

展望未来，需求还有哪些不确定呢？

1) 房地产即将步入竣工周期，赶工产生的短期繁荣是不可持续的。



2) 制造业投资一时半会起不来。目前库存还比较高，数据来看，库存一般去化在5%以下才能看到制造业投资的企稳，而且制造业投资起不起得来关键还要看需求。

3) 消费恢复也存有一定的压力。一方面出口产业链对就业的滞后影响会逐步显现，而且居民杠杆率不低，没有了收入，就没有钱消费。另一方面，假期窗口少了，春节没有第二回，暑假时间也会减少。政府后续救助消费的措施主要聚集于必选消费，米面粮油醋一类的，相关标的物的价格在A股上已有反映。

因此，并不能对新订单指数从50.2回升到50.9，给予乐观评价，当前制造业企业面临的需求不足问题，依然很严峻。当前的需求好只是因为房地产赶工需求集中释放了，还正好赶上了基建的复苏，导致5月数据看起来不错。

后续总需求的支撑主要得靠基建投资了。两会确定了赤字率、特别国债和专项债额度，疫情控制后，地方也会加码基建，积极财政肯定还要继续落地，基建投资还有继续回升的空间，这点是确定的。但是政府工作报告仅强调“稳”，唯一的不确定就是基建投资能否对冲后续总需求不足的问题了。

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\\_4871](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4871)

