

经济慢修复，政策快降息

相对市场表现

——5月PMI传递的信号

核心观点：

5月31日国家统计局发布5月制造业PMI为49.6，虽然较4月反弹，但是并没有回到50的枯荣线以上。而主要子指数的表现也低于预期。PMI系列数据的表现与发电、地产销售等一些其他经济高频数据保持一致——5月份经济较4月份的改善很可能并不明显。从国务院的最新部署来看，下个月LPR降息可期。当然，伴随着疫情进一步受控，复工复产持续展开，经济应该已经走过了最困难的时刻。

投资要点：

➤ 5月PMI数据未能回到扩张区间

虽然5月PMI较4月回升，但是没有回到50以上；由于PMI是个环比指标，数据说明5月份制造业环比改善并不明显。实际上，49.6的PMI综合指数可能还高估了制造业的实际状况。这是因为5月PMI供应商配送时间子指数明显低于50，在正常时期这是需求旺盛供应紧张的表现，对PMI有提升作用；然而，当前出现这个现象主要是因为疫情防控冲击供应链，与经济的高景气没有任何关系。如果剔除这个子指数的贡献，PMI综合指数会更低一些。此外，PMI新订单，生产，进口，新出口订单等主要子指数虽然也有反弹，但也都未回到50上方。

➤ 高频数据同样显示经济修复迟缓

高频数据也显示5月制造业乃至整体经济较4月的改善可能很有限。目前看来，沿海8省市的发电耗煤以及重点钢企的粗钢产量5月同比可能都低于4月。30城地产销售面积5月也延续了4月50%左右的负增长。尽管部分工业行业的开工率有所改善，我们认为对于5月经济修复的程度不宜高估。

➤ 下调GDP预测，降息可期

由于此前国常会没有发行特别国债扩大赤字且5月经济修复可能比较迟缓，我们下调二季度GDP增速到1%，并下调三、四季度GDP同比增速到5.0%和5.3%。从国务院的最新部署来看，下个月通过LPR下调带动存贷款利率进一步下调的降息措施值得期待。当然，即使短期经济修复较慢，由于疫情进一步受控复工复产持续展开，中国经济应该也已经走过了最困难的时刻。

风险提示：经济不及预期，政策不及预期，国内外疫情恶化超预期

分析师 樊磊

执业证书编号：S0590521120002

电话：

邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《疫情拐点后的经济》— 2022.04.29

2、《疫情极值季节调整噪音引发美国意外负增》— 2022.04.29

3、《年内基建投资增速上修的可能性增加》— 2022.04.28

正文目录

1	5月 PMI 指数不及预期	3
1.1	PMI 综合指数可能继续高估制造业的运行状况	3
1.2	主要子指数的改善也不及预期	4
2	5月高频数据的改善也比较有限	5
3	下调 GDP 预测，但不改经济走过谷底的判断	6
	风险提示	7

图表目录

图表 1: 5月中国 PMI 反弹不及预期	3
图表 2: 5月中国 PMI 供应商配送时间子指数继续显著低于 50	4
图表 3: 5月 PMI 新订单生产反弹不及预期	4
图表 4: 5月 PMI 新出口订单进口反弹不及预期	4
图表 5: 5月 PMI 就业仍在恶化	5
图表 6: 5月 PMI 原材料购进价格有所下滑	5
图表 7: 沿海 8 省发电耗煤日均同比	5
图表 8: 重点企业粗钢产量旬同比	5
图表 9: 30 城地产销售同比: 4 月 VS 5 月	6
图表 10: 全国单日新增新冠肺炎人数 (含无症状感染)	6

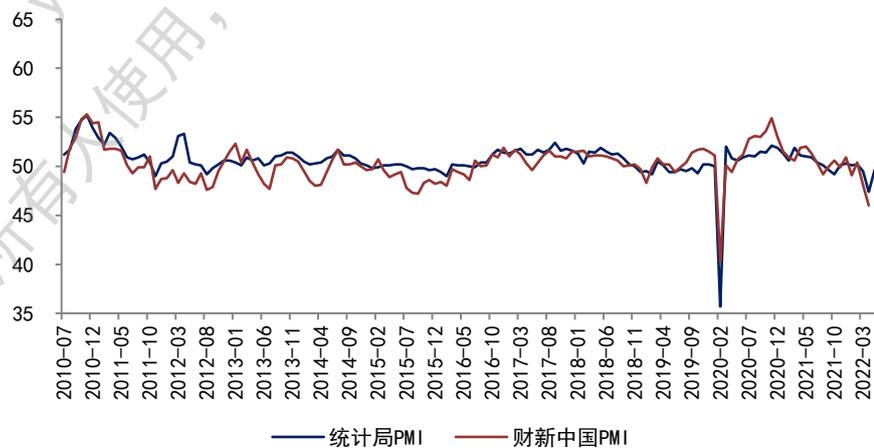
1 5月 PMI 指数不及预期

4月全国大面积的封锁导致经济急剧下滑；伴随着疫情逐步受控和复工复产的开展，市场预计5月份经济环比应该有所改善。然而，5月PMI综合指数虽较前月有所反弹，但是并没有回到位于50的荣枯线上方，说明制造业部门环比扩张可能并不明显。实际上，受到PMI子指数供应商配送时间加权记入PMI综合指数方法比较特别的影响，制造业实际景气程度可能比PMI指数所显示的水平更差一些。PMI的一些主要子指数也表明5月制造业乃至整体经济的改善可能有限。

1.1 PMI 综合指数可能继续高估制造业的运行状况

PMI是个环比指标；5月PMI综合指数49.6虽然高于4月的47.4的水平，但是并没有超过50，这意味着制造业环比改善并不明显，低于我们的预期（《4月PMI数据告诉我们什么？》）。

图表 1：5月中国 PMI 反弹不及预期

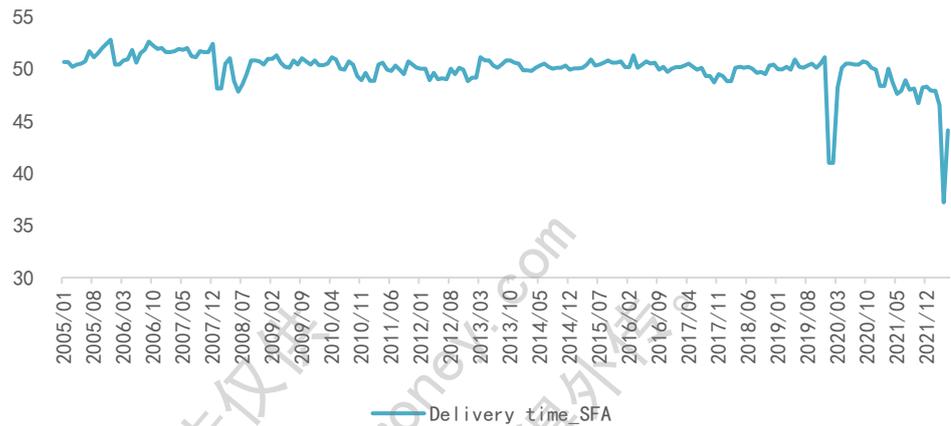


来源：Wind，国联证券研究所

实际上，5月PMI综合指数还可能继续高估制造业的运行状况。其子指数供应商配送时间是以100减去该子指数再加权计入PMI综合指数的；由于该子指数5月为44.1，这个子指数明显拉升了5月PMI综合指数。

在一般情况下，供应商配送时间子指数越低，说明供应越紧张，是制造业需求旺盛经济偏热的表现。然而，在4月及5月份疫情扩散、防控措施冲击供应链的情况下，PMI供应商配送时间子指数处于较低水平与经济景气基本没有关系。所以我们认为这个子指数继4月以后再度导致PMI综合指数被高估。

图表 2: 5 月中国 PMI 供应商配送时间子指数继续显著低于 50

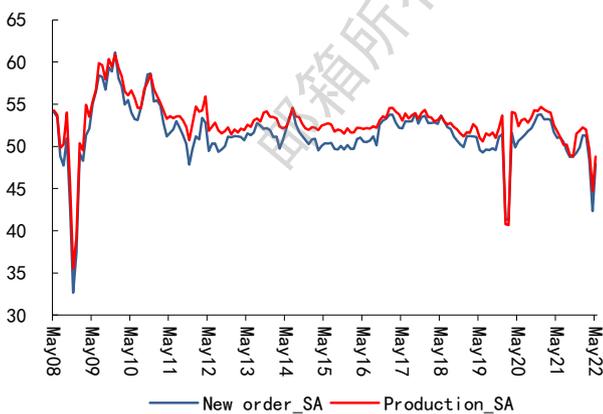


来源: Wind, 国联证券研究所

1.2 主要子指数的改善也不及预期

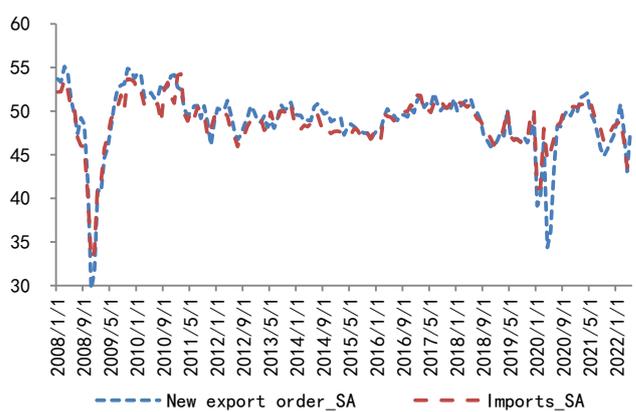
从经过季调 PMI 系列数据中与需求和产出有关的子指数来看,也显示出 5 月份制造业部门较 4 月改善有限。包括新订单、生产、新出口订单、进口等子指数确实都在 5 月出现了反弹,但是没有一项超过 50。其中,进口子指数表现尤其低迷,可能说明内需持续疲软。

图表 3: 5 月 PMI 新订单生产反弹不及预期



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 5 月 PMI 新出口订单进口反弹不及预期



来源: Wind, 国联证券研究所

此外,经过季节调整以后 PMI 就业子指数继续下滑,可能反映出就业的状况仍在恶化。当然,由于就业是滞后指标,这一情况并不意外。

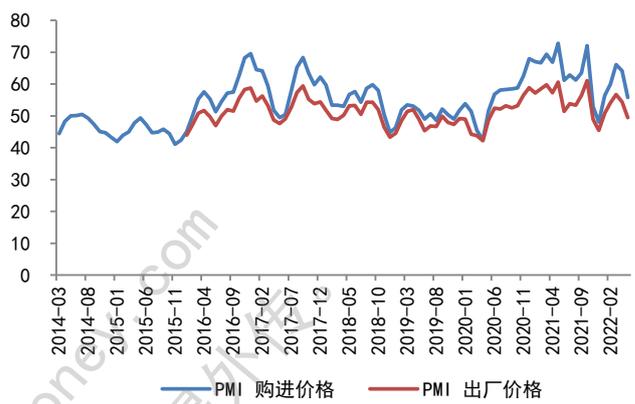
可能与原油等国际大宗商品价格在四五月份整体震荡、国内保供等措施取得成效等有关,5 月的 PMI 原材料购进价格子指数出现回落,说明原材料价格上涨的压力有所缓解。

图表 5: 5 月 PMI 就业仍在恶化



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 6: 5 月 PMI 原材料购进价格有所下滑



来源: Wind, 国联证券研究所

2 5 月高频数据的改善也比较有限

实际上,5 月以来的一些列高频数据也显示出经济较 4 月的改善并不明显,与 PMI 的数据是一致的。

首先,最能代表总量的电力和钢铁的高频数据表现不佳。从沿海 8 省发电耗煤的高频数据来看,5 月份同比甚至较 4 月份还有恶化。虽然历史回顾显示这个数据的同比和全国发电量同比数据的相关性不高,但是至少说明沿海发达省份的发电状况并不乐观。从重点企业粗钢产量的旬同比来看,5 月上中旬的平均同比也比 4 月份平均水平要弱一些。

图表 7: 沿海 8 省发电耗煤日均同比



图表 8: 重点企业粗钢产量旬同比



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_42445

