



报告日期：2022年6月6日

6月制造业 PMI 大概率重返荣枯线之上，实现 GDP 增速预期目标需要加大政策力度

——5月 PMI 数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.我国宏观政策发力程度低于预期；
- 2.下半年出口增速下行幅度超预期；
- 3.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.英大宏观评论（20220502）5月是稳增长关键“时间窗口”，房地产投资增速必须企稳以助力实现“5.5%左右”GDP增速目标
- 2.英大宏观评论（20220428）制造业费用下行推升3月工业企业利润总额累计同比，采矿业是3月工业企业利润总额累计同比的重要支撑力量
- 3.英大宏观评论（20220422）4-6月猪肉CPI当月同比大概率稳步上行，4月PPI当月同比大概率进入“7”时代
- 4.英大宏观评论（20220411）有效投资是实现GDP增速预期目标的关键，2季度货币政策宽松力度大概率超1季度
- 5.英大宏观评论（20220406）3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度
- 6.英大证券2022年2月宏观经济月报（20220331）：“5.5%左右”强引领符合预期，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 7.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 8.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 9.英大宏观评论（20220321）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 10.英大宏观评论（20220314）“俄乌冲突”对我国CPI的冲击有限，3月央行大概率降准或降息
- 11.英大宏观评论（20220307）“5.5%左右”强引领符合预期，2022年房地产投资增速大概率前低后高
- 12.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 13.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 5月制造业PMI49.60，预期值48.90，前值47.40；5月非制造业PMI47.80，预期值45.0，前值41.90；5月综合PMI48.40，前值42.70。我们点评如下：
- 一、5月制造业PMI与非制造业PMI双双反弹，但是均处于荣枯线之下；
- 二、5月内外需出现边际改善，但是内需依旧较为疲弱；
- 三、6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行；
- 四、5月出厂价格指数跌至荣枯线之下，预示5月PPI当月同比大概率较4月下行；
- 五、5月城镇调查失业率大概率在4月的基础上下行，但是下行幅度可能有限；
- 六、5月基础设施建设投资完成额累计同比大幅上行的概率较低；
- 七、6月制造业PMI大概率重返荣枯线之上，提升A股市场风险偏好；
- 八、下半年宏观经济依旧存隐忧，实现GDP增速预期目标需要加大政策力度。



目录

一、5月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹，但是均处于荣枯线之下	3
二、5月内外需出现边际改善，但是内需依旧较为疲弱	4
三、6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行	5
四、5月出厂价格指数跌至荣枯线之下，预示5月PPI当月同比大概率较4月下行	6
五、5月城镇调查失业率大概率在4月的基础上下行，但是下行幅度可能有限	8
六、5月基础设施建设投资完成额累计同比大幅上行的概率较低	9
七、6月制造业 PMI 大概率重返荣枯线之上，提升 A 股市场风险偏好	11
八、下半年宏观经济依旧存隐忧，实现 GDP 增速预期目标需要加大政策力度	12

事件：5月制造业 PMI49.60，预期值 48.90，前值 47.40；5月非制造业 PMI47.80，预期值 45.0，前值 41.90；5月综合 PMI48.40，前值 42.70。

点评：

一、5月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹，但是均处于荣枯线之下

5月制造业 PMI 录得 49.60，虽然较前值大幅上行 2.20 个百分点，且高于预期 0.70 个百分点，但是该数据还存在以下“不足”之处：**一是**5月 49.60 的读数依旧低于荣枯线，且连续 3 个月位于荣枯线之下，表明我国制造业在 5 月依旧处于收缩状态，虽然收缩程度较 4 月明显收窄；**二是**5月 49.60 的读数低于本轮疫情爆发前的 2 月的 50.20，表明疫情对制造业造成的冲击尚未完全消退；**三是**5月 49.60 的读数是 2005 年以来历年同期次低值，仅高于 2019 年 5 月的 49.40，也就是说，5 月 49.60 的读数远弱于季节性；**四是**从 5 个主要分项看，虽然 5 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别较前值上行 5.60、5.30、0.40、6.90、1.40 个百分点，但是分别录得 48.20、49.70、47.60、44.10、47.90，均低于荣枯线。**从结构的角度看**，大中型企业的制造业 PMI 分别为 51.00、49.40、46.70，分别较前值上行 2.90、1.90、1.10 个百分点。其中，大型企业反弹幅度最大，且重返荣枯线之上，进入扩张区间；中型企业连续 3 个月位于荣枯线之下；小型企业反弹幅度最弱，且自 2021 年 5 月以来持续在荣枯线之下运行。5 月大型企业反弹幅度之所以最大，是因为 4 月大城市疫情防控力度加大冲击大型企业制造业 PMI，而在 5 月大城市疫情出现好转的背景下，大型企业制造业 PMI 相应反弹。

图 1：5 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双反弹，但是均处于荣枯线之下（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5月非制造业 PMI 为 47.80，虽然较前值大幅上行 5.90 个百分点，且高于预期 2.80 个百分点，但是该数据同样存在以下“不足”之处：**一是**5月 47.80 的读数依旧处于荣枯线

之下，且连续3个月位于荣枯线之下，表明虽然收缩程度较4月明显收窄，但是5月我国非制造业依旧处于收缩状态；二是5月47.80的读数低于本轮疫情爆发前的2月的51.60，表明疫情对非制造业形成的冲击尚未完全消退；三是5月47.80的读数为2007年以来历年同期最低值，且是唯一一个位于荣枯线之下的月度值，表明2022年5月非制造业PMI严重弱于季节性；四是非制造业PMI其余的9个指标，虽然大部分较前值上行，但是位于荣枯线以下的指标有7个，位于50-60之间的指标只有2个，而无位于60以上的指标。从结构的角度看：5月建筑业PMI为52.20，较前值下行0.50个百分点，创2020年3月以来新低；5月服务业PMI为47.10，虽然较前值大幅反弹7.10个百分点，但是依旧位于荣枯线之下。可见，在建筑业PMI下行的背景下，服务业是5月非制造业PMI上行的拉动力量。

二、5月内外需出现边际改善，但是内需依旧较为疲弱

5月新订单、新出口订单与在手订单分别为48.20、46.20、45.00，分别较前值上行5.60、4.60、-1.00个百分点。首先我们来看外需。5月新出口订单为46.20，较前值大幅上行4.60个百分点，但是该读数依旧较弱，因是2021年7月以来的次低值，仅高于2022年4月的41.60。从主要经济体制造业PMI来看：**美国方面**，5月Markit制造业PMI录得57.50，较前值下行1.70个百分点，为近3个月新低，但是5月ISM制造业PMI录得56.10，较前值上行0.70个百分点；**欧元区方面**，5月欧元区制造业PMI录得54.40，较前值下行1.10个百分点，创2020年12月以来新低，其中，德国制造业PMI录得54.70，较前值上行0.10个百分点，但是处于2020年9月以来低位区间；**日本方面**，5月日本制造业PMI录得53.30，较前值下行0.20个百分点；**英国方面**，5月英国制造业PMI录得54.60，较前值下行1.20个百分点，创2021年2月以来新低。

图2：摩根大通全球制造业PMI与新订单5月双双较前值上行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

4月出口金额当月同比录得3.90%，较前值大幅下行10.70个百分点，创2020年7月



以来新低。展望5月出口金额当月同比，我们认为大概率在4月的基础上上行。这一判断的依据有以下三点。**第一**，虽然5月新出口订单46.20的读数依旧较弱，但是毕竟较前值大幅上行4.60个百分点，表明新出口订单的收缩区间收窄，出口需求出现边际改善。**第二**，从摩根大通全球制造业PMI看，5月录得52.40，较前值上行0.10个百分点，与此同时，新订单录得50.90，较前值上行0.40个百分点。二者表明5月全球外需尚处于扩张状态。**第三**，4月出口金额当月同比大幅下行的主要原因是，上海等大城市疫情爆发，在封控的背景下长三角等地区的物流与产业链遭受冲击，也就是说，供给因素等内因是4月出口金额当月同比下行的主因。5月物流与产业链供应链等得到修复，因此从供给的角度看，制约4月出口金额当月同比下行的不利因素得到缓解。

其次我们来看内需。5月新订单录得48.20，较前值大幅上行5.60个百分点，在5大分项中的反弹强度仅次于供应商配送时间，但是要看到，该读数尚未修复至疫情前水平，不仅低于2月的50.70，也低于3月的48.80；5月进口指数录得45.10，虽然较前值上行2.20个百分点，但是反弹幅度明显弱于其他分项指标，且为2020年5月以来次低值，表明5月我国内需依旧较为疲弱。这一判断也可以从PMI体系的其他分项来进行推断。**第一**，从直接表征宏观经济“三驾马车”的PMI数据看：**一是**5月制造业PMI录得49.60，虽然较前值大幅上行2.20个百分点，但是依旧位于荣枯线之下；**二是**5月服务业PMI录得47.10，虽然较前值上行7.10个百分点，但是处于历史低位区间；**三是**5月建筑业PMI录得52.20，较前值下行0.50个百分点，创2020年3月以来新低。以上三者从基本面表明5月我国的内需并不十分乐观。**第二**，从PMI价格指数看：**一是**5月制造业出厂价格指数为49.50，较前值下行4.90个百分点，时隔4个月再次滑至荣枯线之下，进入收缩区间；**二是**5月建筑业销售价格为51.50，较前值下行1.70个百分点，创近5个月新低；**三是**5月服务业销售价格录得49.0，较前值上行0.90个百分点，但是依旧位于荣枯线之下。以上价格指标的走势意味着，5月内需大幅上行概率较低。

三、6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行

5月生产指数为49.70，较前值上行5.30个百分点，虽然录得近3个月新高，但是连续3个月位于荣枯线之下，表明5月我国生产依旧承压。分企业规模看，大中小型企业生产PMI分别为52.50、48.90、44.90，分别较前值上行7.30、4.40、2.40个百分点。受上海等大城市停工停产以及社区封控的影响，4月大企业生产指数时隔6个月跌至荣枯线之下，但是5月又快速反弹至荣枯线之上。考虑到6月1日上海全面解封，以及北京在6月进一步分区分级动态实施社会面防控措施，预计6月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行。

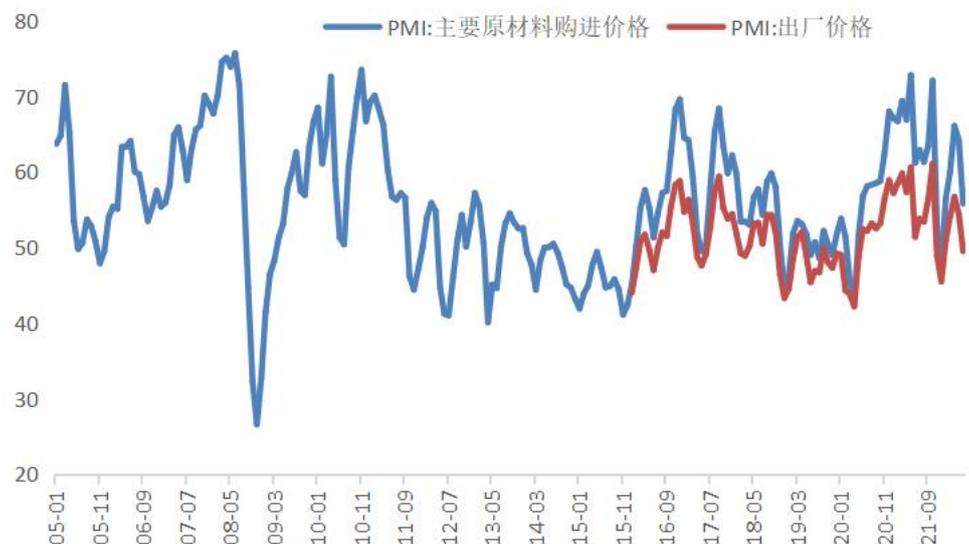
从高频数据看，除了汽车轮胎开工率环比与同比均下行之外，高炉开工率与焦化企业开工率环比与同比均上行，表明5月生产“多空交织”，但是利多因素占上风。**第一**，5月唐山钢厂高炉开工率与全国高炉开工率为56.55%、82.84%，分别较前值上行3.85、

3.33 个百分点，分别较 2021 年 5 月上行 5.96、2.34 个百分点。**第二**，5 月产能<100 万吨、产能 100-200 万吨、产能>200 万吨焦化企业开工率为 76.30%、77.50%、87.48%，分别较前值上行 1.84、4.16、4.94 个百分点，分别较 2021 年 5 月上行 22.66、1.70、6.24 个百分点。**第三**，5 月汽车轮胎半钢胎、全钢胎开工率分别为 56.83%、51.62%，分别较前值下行 10.33、3.44 个百分点，分别较 2021 年 5 月下行 2.48、7.98 个百分点。

在 PMI 数据体系中，与生产高度相关的指标是生产经营预期指数。5 月生产经营活动预期指数为 53.90，虽然较前值上行 0.60 个百分点，但是为近 6 个月次低值，表明生产经营活动预期尚未完全修复。分企业规模看，大中小型企业的生产经营活动预期指数分别为 55.10、53.80、51.50，分别较前值上行 0.80、0.60、0.30 个百分点。虽然三者均位于荣枯线之上，但是大型企业的生产经营活动预期指数表现较佳，体现在两个方面：**一是**5 月的绝对读数最高；**二是**月度边际上行幅度最大。即便如此，还是要看到，5 月大型企业 55.10 的读数，位于 2020 年 4 月以来的低位区间，并未修复至本轮疫情前的水平，但是这也意味着后期大型企业的生产经营活动预期指数还有上行空间。这与上文所提到的“6 月大企业生产指数大概率还将继续上行，进而拉动生产指数上行”相呼应。

四、5 月出厂价格指数跌至荣枯线之下，预示 5 月 PPI 当月同比大概率较 4 月下行

图 3:5 月出厂价格指数跌至荣枯线之下,预示 5 月 PPI 当月同比大概率较 4 月下行(%)



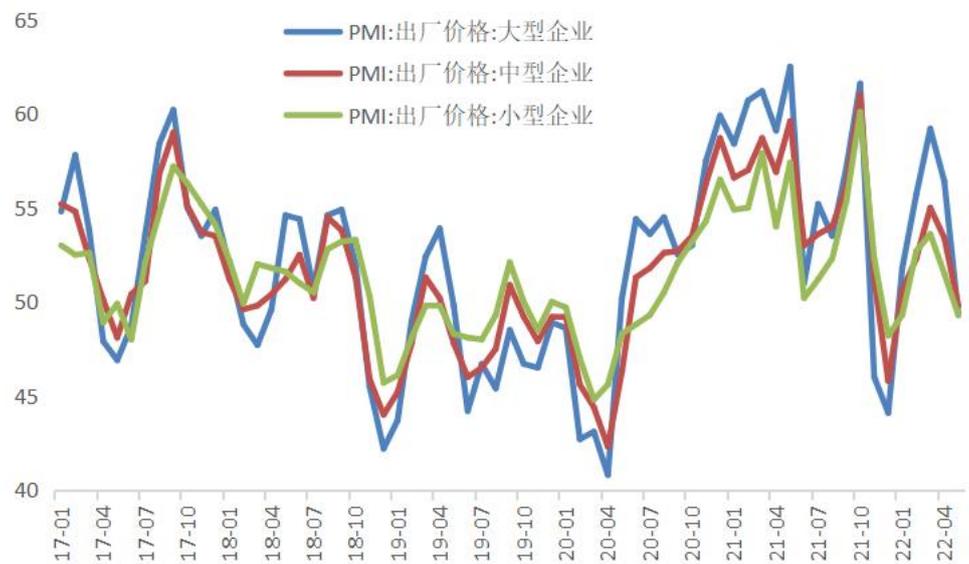
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

5 月主要原材料购进价格指数为 55.80，虽然较前值大幅下行 8.40 个百分点，但是依旧位于荣枯线之上，位于扩张区间；5 月出厂价格指数为 49.50，较前值下行 4.90 个百分点，时隔 4 个月再次滑至荣枯线之下，进入收缩区间。5 月“出厂价格指数-主要原材料购进价格指数”这一复合指标录得-6.30 个百分点，较前值收窄 3.50 个百分点，为近 3 个月新低，直接原因是主要原材料购进价格指数的下行幅度大于出厂价格指数的下行幅度。

分企业规模看：5 月大中小企业的主要原材料购进价格分别为 54.50、56.40、57.70，

分别较前值下行 11.70、6.40、4.10 个百分点；5 月大中小企业的出厂价格分别为 49.30、49.80、49.30，分别较前值下行 7.10、3.60、2.20 个百分点。通常情况下，大型企业价格的波动幅度大于中型企业价格的波动幅度，而中型企业价格的波动幅度大于小型企业价格的波动幅度。具体看，主要原材料购进价格方面，大中小企业的标准差分别为 8.35、7.31、6.04，而出厂价格指数方面，大中小企业的标准差分别为 5.35、4.12、3.18。从中可以看出，上游价格的波动大于中游价格的波动，而中游价格的波动大于下游价格的波动。以上特征体现在图形走势上，出厂价格方面，在周期顶部，通常大型企业高于中型企业，而中型企业高于小型企业，而在周期底部，通常大型企业低于中型企业，而中型企业低于小型企业。这一规律也大致适用于主要原材料购进价格方面。

图 4：周期顶部，通常大型企业出厂价格高于中型企业，而中型企业高于小型企业（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

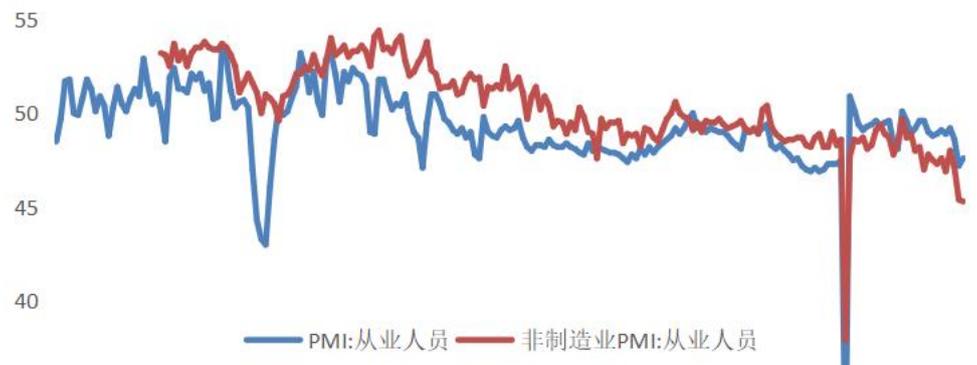
5 月 PMI 体系价格数据的一个显著特征是，出厂价格指数从荣枯线之上跌至荣枯线之下。我们从这一现象出发，寻找 5 月 PPI 当月同比走势的线索。自 2016 年 1 月有数据记录以来，出厂价格指数从荣枯线之上跌至荣枯线之下的次数有 7 次，第 1-6 次分别是 2016 年 4-5 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 -3.40% 上升至 -2.80%）、2017 年 3-4 月（PMI 出厂价格从 53.20 下跌至 48.70，PPI 当月同比从 7.60% 下降至 6.40%）、2018 年 1-2 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 4.30% 下降至 3.70%）、2018 年 10-11 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 3.30% 下降至 2.70%）、2019 年 4-5 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 0.90% 下降至 0.60%）、2021 年 10-11 月（PMI 出厂价格从 51.70 下跌至 49.70，PPI 当月同比从 13.50% 下降至 12.90%）。其中，除了第 1 次 PPI 当月同比上行之外，其余 5 次 PPI 当月同比均下行。2022 年 4-5 月，PMI 出厂价格从 54.40 下跌至 49.50，则参照第 1-6 次的经验，5 月 PPI 当月同比较 4 月下行的概率为 83.33%。进一步分析，在第 1-6 次中，第 1 次较为特殊，因为彼时 PPI 当月同比处于负值区间，而第 2-6 次 PPI 当月同比均处于正值区间。2022 年 4 月 PPI

当月同比为 8.0%，处于正值区间，如果参照第 2-6 次的经验，或者说，把第 2-6 次作为样本，则我们推断 2022 年 5 月较 4 月下行的概率为 100%。

我们进一步思考，当 PMI 出厂价格从荣枯线下跃至荣枯线上，PPI 当月同比走势如何？自 2016 年 1 月有数据记录以来，出厂价格指数从荣枯线之下跃至荣枯线之上的次数有 7 次，这 7 次分别是 2016 年 2-3 月（PMI 出厂价格从 47.30 上升至 50.90，PPI 当月同比从 -4.90% 上升至 -4.30%）、2016 年 6-7 月（PMI 出厂价格从 47.0 上升至 50.0，PPI 当月同比从 -2.60% 上升至 -1.70%）、2017 年 6-7 月（PMI 出厂价格从 49.10 上升至 52.70，PPI 当月同比持平于 5.50%）、2018 年 3-4 月（PMI 出厂价格从 48.90 上升至 50.20，PPI 当月同比从 3.10% 上升至 3.40%）、2019 年 2-3 月（PMI 出厂价格从 48.50 上升至 51.40，PPI 当月同比从 0.10% 上升至 0.40%）、2020 年 5-6 月（PMI 出厂价格从 48.70 上升至 52.40，PPI 当月同比从 -3.70% 上升至 -3.0%）、2021 年 12 月-2022 年 1 月（PMI 出厂价格从 45.50 上升至 50.90，PPI 当月同比从 10.30% 下降至 9.10%）。在以上 7 次中，有 5 次 PPI 当月同比较前值上行，占比为 71.43%，有 1 次持平于前值，即第 3 次，有 1 次较前值下行，即第 7 次。其中，较前值下行的第 7 次，PPI 当月同比居于高位，而持平的第 3 次，PPI 当月同比位于次高位。综上，当 PMI 出厂价格从荣枯线之下跃至荣枯线之上，且 PPI 当月同比位于低位，则次月 PPI 当月同比上行的概率为 100%。

五、5 月城镇调查失业率大概率在 4 月的基础上下行，但是下行幅度可能有限

图 5：制造业 PMI 从业人员指数与非制造业 PMI 从业人员指数相背而行（%）



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_42702

