

2022 年 05 月 31 日

## 相关研究

## 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com  
屠强 A0230521070002  
tuqiang@swsresearch.com

## 联系人

秦泰  
(8621)23297818×7368  
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

# 上海复产骤然加速，企业信心明显恢复

## ——中采 PMI 点评（2022.5）

## 主要内容：

- 5 月中采制造业 PMI 报 49.6，较疫情冲击走弱的 4 月明显回升 2.2，生产和新订单反弹分别高达 5.3 和 5.6，五月后半段上海复产骤然加速，明显支撑企业信心。但从业人员、原材料库存改善幅度微弱，或显示工业生产大幅反弹仍待 6 月，信心走在生产恢复之前。
- 5 月下半月上海疫情持续改善复产加速、北京社会面传播得到初步控制，企业需求和生产信心迅速改善，突出显示出疫情冲击是暂时的、产业链韧性是长期的。5 月生产、新订单指数分别大幅回升 5.3、5.6 至 49.7、48.2，生产信心已超 3 月，新订单也接近 3 月，一扫 4 月上海疫情持续蔓延、北京也出现社会面传播时企业在供需两侧的低落情绪。并且因为 PMI 抽样时点位于下半月，5 月数据改善幅度较大，也反映出近期以来企业信心进一步加速恢复。对比 4 月时企业对供需两侧展望的低落情绪，可以发现随着解封时点迫近，企业对中长期供需复苏前景展望迅速转好，疫情冲击仍是暂时性的、阶段性的，相信解封后伴随着财政扩大留抵退税、延长缓缴社保费，以及畅通货运物流等措施的加速见效，6 月工业生产有望迎来强劲恢复，初步预测 6 月工业生产同比或可强劲回升至 5% 以上。
- 新出口订单大幅改善，尽管美国抛出“印太经济框架”，中短期维度仍不必过度担忧产业链转移风险，期待 7 月前出口明显恢复“抓住夏天的尾巴”。新出口订单指数大幅改善 4.6 至 46.2，尽管较一季度仍低，但去年 9 月出口正强劲的中段也出现过类似情况，仍显示伴随生产信心恢复，企业出口订单交付能力预计迅速回升，出口信心明显恢复。近期美国抛出所谓“印太经济框架”，试图强化由其所主导的产业链闭环属性，增强其产业链全球竞争力，但该“框架”结构松散，尚不具备能落地的细节，并且尽管有越南等人口较多的发展中国家加入，但这些经济体的基建和产业集聚配套能力尚不足以在中短期内竞争性承接中国较为完备且极具厚度的产业链产能。考虑到发达国家外需大致在二季度随美国核心通胀见顶，我国工业生产迅速恢复的背景下有望可以在 6-7 月迎来 12%-16% 的出口同比增长恢复，此后即使随全球需求增速而同步回落，全年仍预计可见 10% 左右的出口增长，净出口有望拉动全年实际 GDP 增长 0.7 个百分点以上。
- 也应看到从业人员、原材料库存改善幅度微弱，货运物流仍低位徘徊，5 月信心走在生产恢复之前。5 月从业人员、原材料库存指数微弱改善，分别上行 0.4、1.4，明显弱于生产和新订单，这显示出企业信心改善走在生产恢复之前。此外，供货商配送时间大幅上行 6.9 至 44.1，也一定程度显示生产和物流距恢复至正常尚有明显差距。据交通运输部高速公路通行情况，5 月较 2019 年同期少 6.7% 左右，而 4 月下旬已经稍超 2019 年同期，显示 5 月供应链物流恢复仍较为缓慢。总的来看，我们预计 5 月工业生产同比修复性改善至 0.5% 左右，较 4 月上行 3.6 个百分点左右但仍低于正常月份。
- 土木工程建筑业 PMI 回升，基建投资或有所加速。5 月建筑业 PMI 回落 0.5 至 52.5，但拖累更多来自房屋建筑业，与基建更相关的土木工程建筑业 PMI 回升 1.7 至 62.7，显示基建投资逐渐由 4 月因疫情影响的低点积极反弹，但客观来看，5 月水平仍低于 3 月（64.7）2 个点，显示 5 月各地疫情防控一度升级仍部分约束基建投资反弹幅度，期待 6 月后基建投资更大的反弹回补稳增长动能。
- 服务业开始恢复，幅度温和，静待六月。5 月服务业 PMI 大幅回升 7.1 至 47.1，显示各地疫情防控形势逐步向好令居民服务消费需求有所恢复，但在当前疫情仍然散发的大背景下，服务消费难以快速回补至本轮疫情前水平，5 月服务业 PMI 也仍低于本轮疫情冲击前水平（50.5）3.4 个点，从行业情况看，住宿、租赁及商务服务等行业 PMI 继续位于 40 以下。上海 6 月 1 日解封加速，预计服务业 PMI 6 月及之后会迎来较大幅度的改善。

2022 年 5 月中采制造业 PMI 报 49.6，较疫情冲击走弱的 4 月明显回升 2.2，其中生产和新订单指数反弹分别高达 5.3 和 5.6，五月后半段上海复产骤然加速，对企业信心形成明显支撑。但从业人员、原材料库存改善幅度微弱，或显示工业生产的大幅反弹仍待 6 月，信心走在生产恢复之前。

图 1：5 月中采制造业 PMI 分项变动

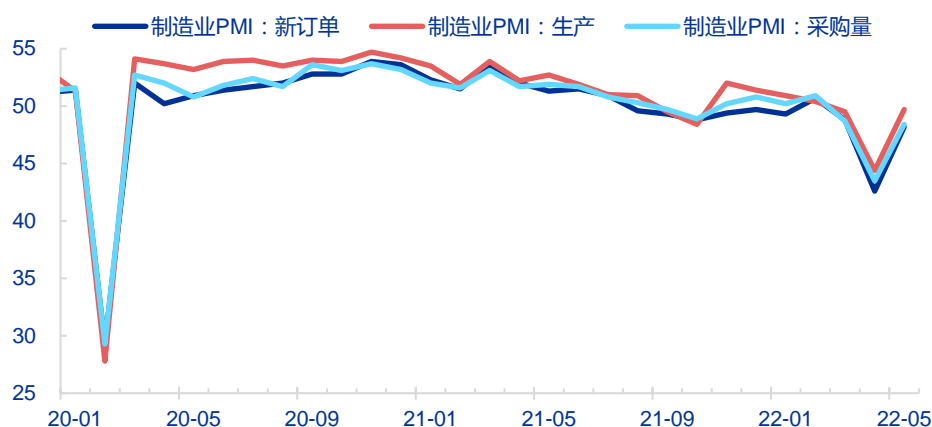


资料来源：CEIC，申万宏源研究，供货时间经过逆指标处理（100-供货时间 PMI）

### 一、5 月下半月上海疫情持续改善复产加速、北京社会面传播得到初步控制，企业需求和生产信心迅速改善，突出显示出疫情冲击是暂时的、产业链韧性是长期的。

5 月生产、新订单指数分别大幅回升 5.3、5.6 至 49.7、48.2，生产信心已超 3 月，新订单也接近 3 月，一扫 4 月上海疫情持续蔓延、北京也出现社会面传播时企业在供需两侧的低落情绪。5 月中旬开始，上海疫情加快改善，复工复产白名单扩容进度加快，下旬北京社会面传播也得到初步控制，全国范围疫情改善态势较为明显，企业供需两侧信心均有比较明显的改善，并且因为 PMI 抽样时点位于下半月，5 月数据改善幅度较大，也反映出近期以来企业信心进一步加速恢复。对比 4 月时企业对供需两侧展望的低落情绪，可以发现随着解封时点迫近，企业对中长期供需复苏前景展望迅速转好，疫情冲击仍是暂时性的、阶段性的，相信解封后伴随着财政扩大留抵退税、延长缓缴社保费，以及畅通货运物流等措施的加速见效，6 月工业生产有望迎来强劲恢复，初步预测 6 月工业生产同比或可强劲回升至 5% 以上。

图 2：5 月新订单指数、生产指数、采购量均明显回升

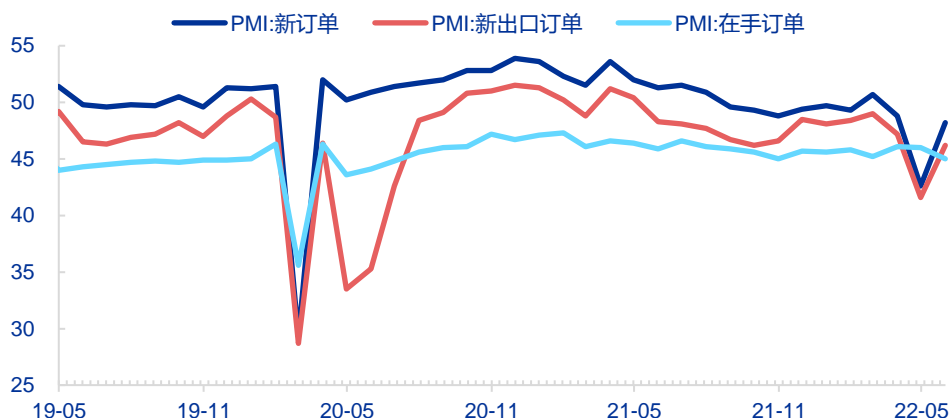


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 二、新出口订单大幅改善，尽管美国抛出“印太经济框架”，中短期维度仍不必过度担忧产业链转移风险，期待 7 月前出口明显恢复“抓住夏天的尾巴”。

新出口订单指数大幅改善 4.6 至 46.2，尽管较一季度仍低，但去年 9 月出口正强劲的中段也出现过类似情况，仍显示伴随生产信心恢复，企业出口订单交付能力预计迅速回升，出口信心明显恢复。近期美国抛出所谓“印太经济框架”，试图强化由其所主导的产业链闭环属性，增强其产业链全球竞争力，但该“框架”结构松散，尚不具备能落地的细节，并且尽管有越南等人口较多的发展中国家加入，但这些经济体的基建和产业集聚配套能力尚不足以在中短期内竞争性承接中国较为完备且极具厚度的产业链产能。考虑到发达国家外需大致在二季度随美国核心通胀见顶，我国工业生产迅速恢复的背景下有望可以在 6-7 月迎来 12%-16% 的出口同比增长恢复，此后即使随全球需求增速而同步回落，全年仍预计可见 10% 左右的出口增长，净出口有望拉动全年实际 GDP 增长 0.7 个百分点以上。

图 3：5 月制造业 PMI 新出口订单指数明显回升

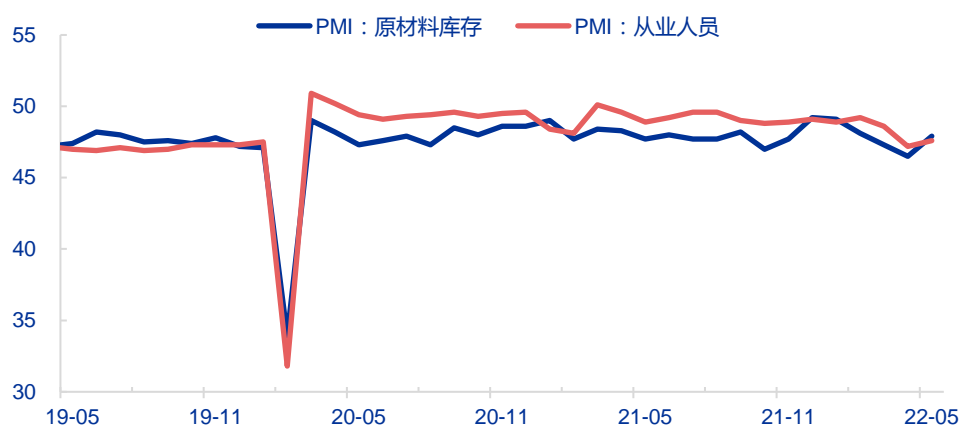


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 三、也应看到从业人员、原材料库存改善幅度微弱，货运物流仍低位徘徊，5 月信心走在生产恢复之前。

5月从业人员、原材料库存指数微弱改善，分别上行0.4、1.4，明显弱于生产和新订单，这显示出企业信心改善走在生产恢复之前。此外，供货商配送时间大幅上行6.9至44.1，也一定程度显示生产和物流距恢复至正常尚有明显差距。据交通运输部高速货车通行情况，5月较2019年同期少6.7%左右，而4月下旬已经稍超2019年同期，显示5月供应链物流恢复仍较为缓慢。**总的来看，我们预计5月工业生产同比修复性改善至0.5%左右，较4月上行3.6个百分点左右但仍低于正常月份。**

图4：5月PMI原材料库存和从业人员指数改善幅度较小

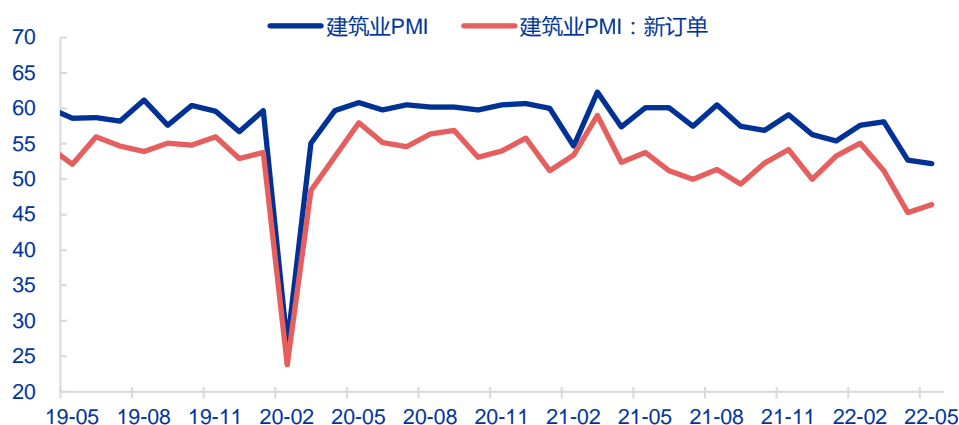


资料来源：CEIC，申万宏源研究

#### 四、土木工程建筑业 PMI 回升，基建投资或有所加速

5月建筑业 PMI 回落 0.5 至 52.5，但拖累更多来自房屋建筑业，与基建更相关的土木工程建筑业 PMI 回升 1.7 至 62.7，显示基建投资逐渐由 4 月因疫情影响的低点积极反弹，**但客观来看，5 月水平仍低于 3 月 (64.7) 2 个点，显示 5 月各地疫情防控一度升级仍部分约束基建投资反弹幅度，期待 6 月后基建投资更大的反弹回补稳增长动能。**

图5：5月建筑业 PMI 继续回落，但主因房屋建筑业拖累

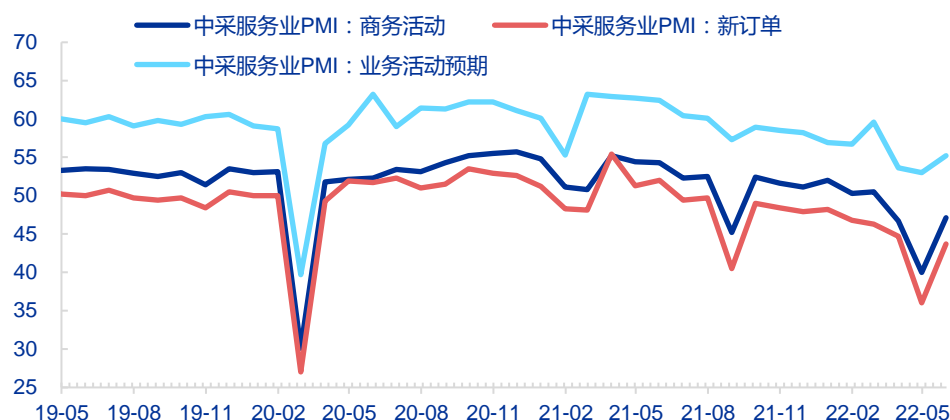


资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 五、服务业开始恢复，幅度温和，静待六月。

5 月服务业 PMI 大幅回升 7.1 至 47.1，显示各地疫情防控形势逐步向好令居民服务消费需求有所恢复，但在当前疫情仍然散发的大背景下，服务消费难以快速回补至本轮疫情前水平，5 月服务业 PMI 也仍低于本轮疫情冲击前水平( 50.5 )3.4 个点，从行业情况看，住宿、租赁及商务服务等行业 PMI 继续位于 40 以下。上海 6 月 1 日解封加速，预计服务业 PMI 6 月及之后会迎来较大幅度的改善。

图 6：5 月服务业 PMI 温和回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|        |     |               |  |
|--------|-----|---------------|--|
| 华东 A 组 | 陈陶  | 021-33388362  | <a href="mailto:chentao1@swhyse.com">chentao1@swhyse.com</a> |
| 华东 B 组 | 谢文霓 | 18930809211   | <a href="mailto:xiewenni@swhyse.com">xiewenni@swhyse.com</a> |
| 华北组    | 李丹  | 010-66500631  | <a href="mailto:lidan4@swhyse.com">lidan4@swhyse.com</a>     |
| 华南组    | 李昇  | 0755-82990609 | <a href="mailto:Lisheng5@swhyse.com">Lisheng5@swhyse.com</a> |

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。