

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

PMI 季节性小幅调整 企稳基础仍需夯实

—4月 PMI 数据点评

2019年4月30日

分析师:

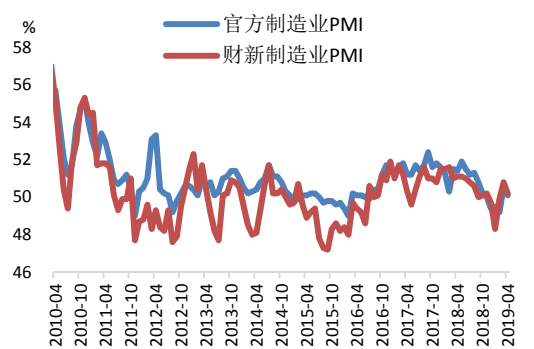
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

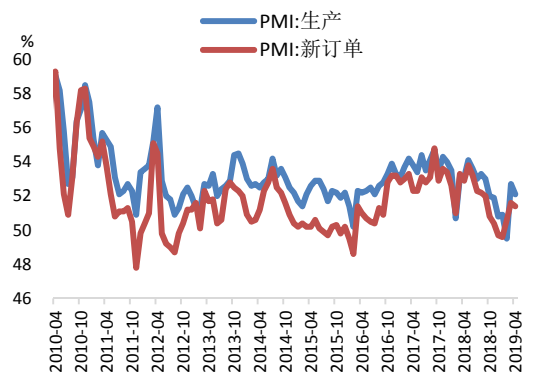
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

PMI



生产与订单



相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019年国内宏观经济展望》
2. 《PMI 喜忧参半 持续性仍待观察—2月 PMI 数据点评》
3. 《经济数据超预期 货币策略收紧—3月及一季度宏观经济数据点评》

内容提要:

4月中国综合 PMI 产出指数为 53.4%，环比回落 0.6 个百分点；制造业 PMI 为 50.1%，环比回落 0.4 个百分点；非制造业经营活动指数为 54.3%，环比回落 0.5 个百分点。

4月制造业 PMI 季节性回落，分项指数中除新出口订单指数与进口指数外悉数回落。4月 PMI 50.1%，稍弱于市场预期（50.5%），而后者部分可能是情绪惯性带动。不过，从绝对水平看，4月低于 2011-2018 年均值（51.3%），与 2015-2016 年（均为 50.1%）相当，而彼时是供给侧结构性改革实质性启动之前。

生产指数小幅调整 0.6 个百分点至 52.1%，低于 2011-2018 年均值（53.7%）。考虑到 3 月错期复工因素以及增值税税率下调的前置影响消退，4 月生产指数环比回落幅度也在合理范围之内，未来工业增加值回归 6% 左右的平台是大概率事件。

需求端亦小幅回落 0.2 个百分点至 51.4%，低于 2011-2018 年均值（52.2%）0.8 个百分点。同时，新订单与生产之差有所收敛，表明当前供需趋于平衡。

此外，4 月从业人员指数再度回落 0.4 个百分点至 47.2%，连续 25 个月处于 50% 之下，就业压力显著。

总体而言，4 月 PMI 小幅调整，经济仍有韧性。不过，这种韧性部分受政策效应持续释放推动，企稳基础仍需进一步夯实。当前政策出现边际调整，但经济下行压力并未消退，以稳为主的思路决定了全年经济增长或将小幅波动。

风险提示: 通胀超预期，经济增速超预期下行，美元加息节奏过快，海外黑天鹅风险等。

事件：国家统计局 4 月 30 日公布的数据显示，4 月中国综合 PMI 产出指数为 53.4%，环比回落 0.6 个百分点；制造业 PMI 为 50.1%，环比回落 0.4 个百分点；非制造业经营活动指数为 54.3%，环比回落 0.5 个百分点。

点评：4 月制造业 PMI 调整符合季节性规律，在 3 月 PMI 超预期上升的背景下，4 月小幅调整，显示经济仍有一定韧性。不过，这种韧性部分受政策效应持续释放推动，企稳基础仍需进一步夯实。当前政策出现边际调整，但经济下行压力并未消退，以稳为主的思路则决定了全年经济增长或将小幅波动。

1、制造业 PMI 回落符合季节性规律但稍弱于预期

4 月制造业 PMI 季节性回落，分项指数中除新出口订单指数与进口指数外悉数回落。4 月官方制造业 PMI 50.1%，稍弱于市场预期（50.5%），而后者部分可能是情绪惯性带动。从历年 4 月环比变化看，2011-2018 年均值为-0.1 个百分点，但由于 3 月环比大涨 1.3 个百分点（2011-2018 年均值为 0.9%），4 月回落稍多总体上仍符合季节性规律。不过，从绝对水平看，4 月低于 2011-2018 年均值（51.3%），与 2015-2016 年（均为 50.1%）相当，而彼时是供给侧结构性改革实质性启动之前。

2、生产端小幅调整，需求端依然分化

生产指数小幅调整 0.6 个百分点至 52.1%，后者低于 2011-2018 年历年 4 月均值（53.7%）。考虑到 3 月错期复工因素以及增值税税率下调的前置影响消退，4 月生产指数环比回落幅度也在合理范围之内，未来工业增加值回归 6% 左右的平台是大概率事件。

从中观高频数据看，4 月周高炉开工率均值环比上升 6.1 个百分点，同比上升 2.7 个百分点；6 大发电集团日均耗煤量环比下降 3.3%，同比下降 5.0%，而 3 月为环比大增 34.4%，同比增长 3.7%。年初以来两者持续分化，或表明其他行业的总体开工率相对较低。

需求端亦小幅回落。4 月新订单指数环比回落 0.2 个百分点至 51.4%，低于 2018 年同期 1.5 个百分点，低于 2011-2018 年均值（52.2%）0.8 个百分点。同时，新订单与生产之差有所收敛，表明当前供需趋于平衡。不过，考虑到新出口订单指数大幅回升，4 月新订单指数相对稳定主要归功于外需有所改善（更可能是短期改善）。

近期高频数据则显示终端需求总体未有显著起色但分化明显。如4月前3周乘用车零售日均销售同比下滑25.2%，而3月为下滑11.8%；4月30大中城市商品房成交面积同比增长20.1%，年初以来商品房成交放量助推建筑建材、装潢材料等消费增速。

由于当前总体杠杆率有所回升，居民继续加杠杆空间有限，需求更多的是温和复苏。此外，值得注意的是，在近两年国企杠杆率总体趋降的同时，民企杠杆率持续上升。3月国有工业企业资产负债率较2018年同期下降0.8个百分点，但民营工业企业资产负债率却较2018年同期大幅上升3个百分点。在融资难融资贵问题没有得到根本缓解、需求并未强力复苏的背景下，民企进一步加杠杆是否会加大违约风险，进而影响就业和消费，是需要密切关注的。

3、外需阶段性改善，但未来出口难有超预期表现

4月新出口订单指数环比大增2.1个百分点至49.2%，而3月亦是大幅反弹1.9个百分点；但绝对值仍位于50之下，且弱于2011-2018年均值（50.1%）。全球经济增长持续放缓，2018年10月至2019年4月IMF连续3次下调全球经济增长预期，WTO则在近半年连续2次下调全球贸易增速预期，凸显外贸面临的严峻形势。不过，中美贸易争端风险有所下降，中国经济增速或将企稳，短期内有助于缓和 market 情绪。其中，3月摩根大通全球综合PMI连续第2个月回升，制造业PMI近11个月来再度止跌（其他9个月均为环比下降）；4月欧元区制造业PMI环比增长0.3个百分点，而此前已经连续8个月环比下降，前15个月中仅有1个月正增长。上述积极迹象，有利于短期内稳定中国出口。不过，考虑到欧洲经济仍有下行风险，美国一季度GDP增速超预期更多靠存货增长与净出口（主要是进口减少）的贡献从而持续性不足，同样依靠外贸较多的日韩出口增速连续4个月负增长，中国出口仍有较大压力。

4、库存持续去化，企业补库存意愿不强

4月原材料库存指数环比回落1.2个百分点至47.2%；产成品库存回落0.5个百分点至46.5%；采购量指数回落0.1个百分点至51.1%。供需均不强影响企业生产积极性，其补库存意愿仍然偏弱，去库存或将延续。

5、购进价格指数回落

4月购进价格指数环比回落0.4个百分点至53.1%；出厂价格指数上升0.6个百分点至52.0%。4月国内南华工业品指数日均值环比上涨2.8%，

同比上涨 14.5%。考虑到 2018 年同期基数相对较低，2019 年 4 月 PPI 或将继续回升。

6、中小企业 PMI 有所分化

分企业规模来看，4 月大型企业 PMI 指数环比回落 0.3 个百分点至 50.7%，中型企业回落 0.8 个百分点至 49.1%，小型企业则回升 0.5 个百分点至 49.8%。持续出台的一系列减税降费及支持小微企业健康发展的政策措施效果逐步显现，小型企业生产经营状况有所改善；大型企业融资问题相对容易，发展也相对稳健；但中型企业则面临难题，既无融资优势，政策支持也不及小微企业。

此外，值得关注的是，4 月从业人员指数再度回落 0.4 个百分点至 47.2%，连续 25 个月处于 50% 之下，就业压力显著。2019 年开年以来失业率总体趋升，2 月城镇调查失业率从 2018 年末的 4.9% 升至 5.3%，3 月下降 0.1 个百分点至 5.2%，前者则是 2018 年正式公布调查失业率公布以来的最高值。从 2019 年 1-3 月的情况看，城镇调查失业率变动与从业人员 PMI 指数有一定的趋同性，若能延续则表明 4 月失业率反弹概率较大。同时，教育部预计大学毕业生预计将达到 834 万人，比 2018 年增加 14 万人。就业压力不减，未来仍需要政策的持续呵护。

7、非制造业商务活动指数小幅回落

4 月非制造业商务活动指数为 54.3%，环比回落 0.5 个百分点。

在调查的 21 个行业中，有 19 个行业位于扩张区间，服务业基本面总体向好。其中，航空运输、邮政快递、住宿、电信、租赁及商务服务和居民服务等行业商务活动指数高于上月，企业业务总量增速加快，行业景气度有所上升。今年以来，金融业商务活动指数持续位于 57.0% 以上的较高景气区间，行业总体运行良好。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 60.0%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但连续 3 个月位于高位景气区间，表明企业对市场发展继续保持乐观态度。

建筑业继续高位运行。建筑业商务活动指数虽有所回落，但仍位于高位景气区间，为 60.1%，表明随着基础设施投资持续回暖，以及房地产市场出现积极变化，建筑业呈现快速增长。从市场需求看，在上月快速扩张的基础上，本月延续扩张势头，新订单指数为 54.6%，近期建筑业有望继续保持较快增长。

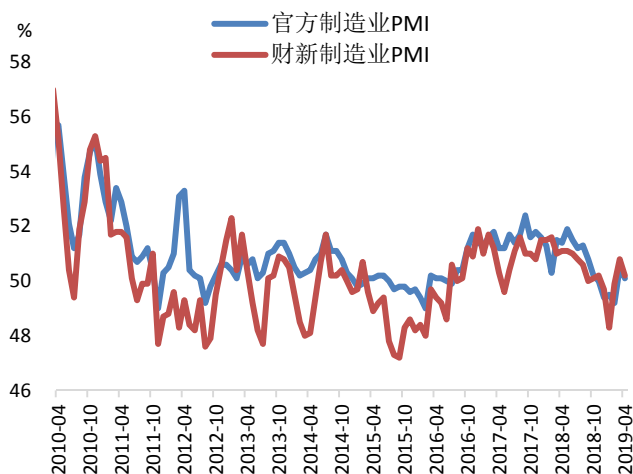
表 1: 2019 年 4 月 PMI 概览 (单位: %)

| | PMI | 生产 | 新订单 | 新出口订单 | 积压订单 | 产成品库存 | 采购量 | 进口 | 购进价格 | 原材料库存 | 从业人员 | 供货商配送时间 |
|-------------------|------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|-------|------|---------|
| 绝对值 | 50.1 | 52.1 | 51.4 | 49.2 | 44.0 | 46.5 | 51.1 | 49.7 | 53.1 | 47.2 | 47.2 | 49.9 |
| 环比变化 | -0.4 | -0.6 | -0.2 | 2.1 | -2.4 | -0.5 | -0.1 | 1.0 | -0.4 | -1.2 | -0.4 | -0.3 |
| 同比变化 | -1.3 | -1.0 | -1.5 | -1.5 | -2.2 | -0.7 | -1.5 | -0.5 | 0.1 | -2.3 | -1.8 | -0.3 |
| 2011-2018 年 4 月均值 | 51.3 | 53.7 | 52.2 | 50.1 | 45.9 | 48.0 | 51.9 | 49.5 | 52.5 | 48.7 | 49.3 | 50.3 |
| 与均值相差 | -1.2 | -1.6 | -0.8 | -0.9 | -1.9 | -1.5 | -0.8 | 0.2 | 0.6 | -1.5 | -2.1 | -0.4 |

资料来源: Wind, 国开证券研究部

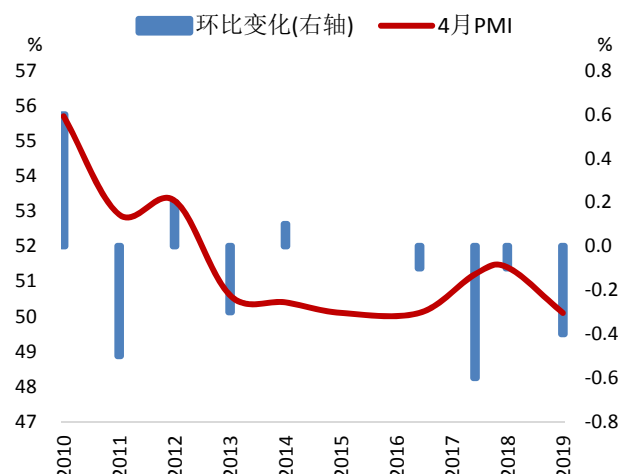
风险提示: 通胀超预期, 经济增速超预期下行, 美元加息节奏过快, 海外黑天鹅风险等。

图 1: 4 月制造业 PMI 小幅回落



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 2: 4 月制造业 PMI 环比弱于此前 8 年均值



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 3: 供需双双回落



图 4: 企业补库存意愿较弱



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_12489

