

经济企稳的基础并不牢靠 ——4月PMI数据点评

基本结论

- **事件：**2019年4月30日国家统计局公布：4月份制造业PMI指数50.1，前值50.5；非制造业PMI指数54.3，前值54.8。我们解读如下：
- **生产指数回落，趋势仍需观察。**3月节后复工，企业生产活动和市场需求快速回升，4月企业生产节奏逐渐回归正常，生产指数回落符合预期，环比回落表明制造业扩张步伐有所放缓。4月生产指数虽然处于2018年10月以来的较高景气水平，但环比回落的幅度显著强于历史同期，表明今年一季度春节错位、减税前增加备货等扰动因素影响较大。
- **需求指数小幅下滑，外需边际改善但压力不减。**4月制造业新订单指数51.4，连续3月维持在扩张区间，但环比小幅下降。一季度表现不佳的出口边际有所改善，制造业新出口订单指数录得49.2，较前值回升2.1个百分点，但仍位于荣枯线下。同日公布的财新PMI指标中新出口订单指数也重返收缩区间，显示外需下行压力不减。
- **原材料与产成品库存双双回落，主动去库存仍将持续。**原材料与产成品库存双双回落，同时剪刀差收窄，表明一季度出现的库存回补存在春节因素扰动，总体主动去库存趋势仍在持续。
- **出厂价格指数上升，企业利润下滑压力有望减轻。**随着需求稳步扩张、利润压力持续减轻，企业采购力度维持良好，月采购量指数录得51.1，连续2月位于扩张区间。
- **就业指数回落，稳就业压力仍存。**3月统计局城镇调查失业率5.2%，较一季度亦有所回落，同步印证PMI就业指数回落。就业指数整体处于历史较低区间，环比亦出现下滑，稳就业压力仍存。
- **分企业规模看，大型企业平稳运行，小型企业活力提升。**4月小型企业PMI录得49.8，虽位于临界点以下，较前值回升0.5个百分点，为2018年10月以来最高点，其中生产指数51.2，已连续两个月位于扩张区间，政策效果正逐步显现，未来随着减税降费 and 结构性宽信用政策进一步落地，中小企业有望成为最大受益者。
- **债市策略：**4月PMI数据显示基本面或许不如一季度数据反映的那么乐观。此前市场对3月份超预期的经济数据反应过激，债市短期内调整幅度较大，但经济企稳的基础是否牢靠尚需要验证，数据“没那么好”的“预期差”仍有可能推动债市的情绪修复。
- **风险提示：**经济增长超预期，债市波动加大。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjq.com.cn

肖雨 联系人
xiaoyu@gjq.com.cn

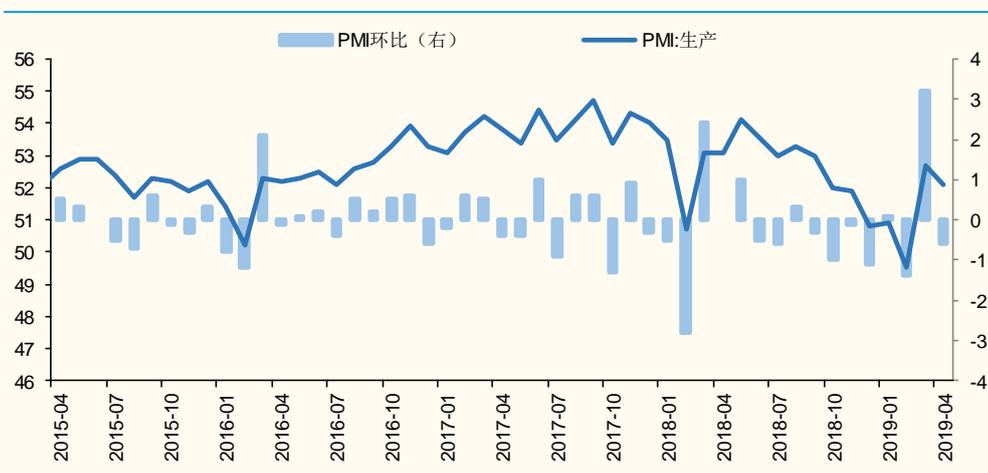
事件：2019年4月30日国家统计局公布：4月份制造业PMI指数50.1，前值50.5；非制造业PMI指数54.3，前值54.8。我们解读如下：

1. 制造业 PMI 回落

4月中国制造业采购经理指数（PMI）50.1，较上月回落0.4个百分点，继续保持在扩张区间。在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数和新订单指数高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数低于临界点。4月生产指数、新订单指数、从业人员指数均出现环比下行，表明产需两端实际上仍面临一定压力，稳就业仍为重中之重。

生产指数回落，趋势仍需观察。4月制造业生产指数52.1，前值52.7，回落0.6个百分点，高于一季度均值1.1个百分点。3月节后复工，企业生产活动和市场需求快速回升，4月企业生产节奏逐渐回归正常，生产指数回落符合预期，环比回落表明制造业扩张步伐有所放缓。4月生产指数虽然处于2018年10月以来的较高景气水平，但环比回落的幅度显著强于历史同期，表明今年一季度春节错位、减税前增加备货等扰动因素影响较大，导致数据波动较大，真实的生产情况仍需继续观察。

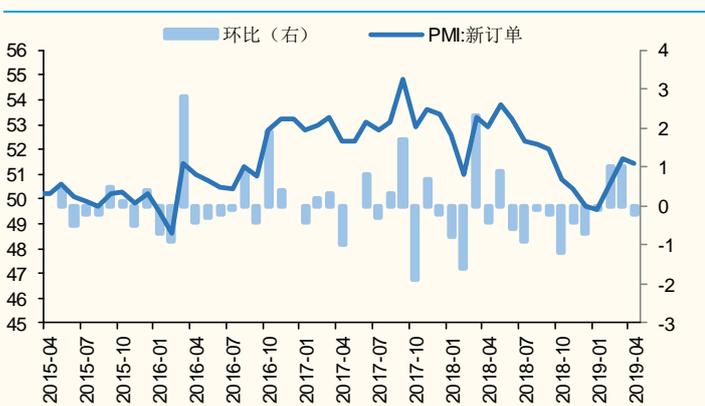
图表 1: PMI 生产指数回落 (%)



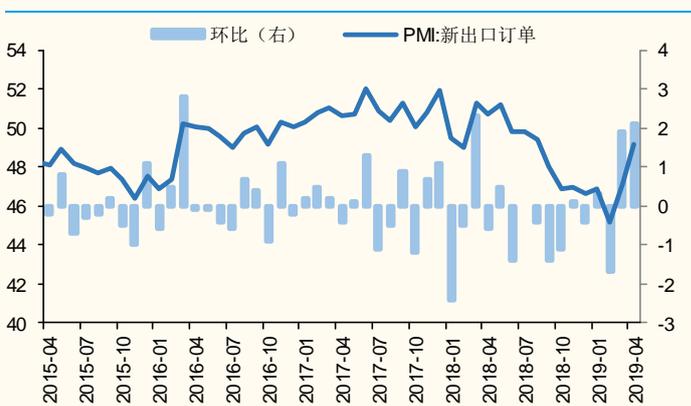
来源：Wind，国金证券研究所

需求小幅下滑，外需边际改善但压力不减。4月制造业新订单指数51.4，前值51.6，小幅回落0.2个百分点，连续3月维持在扩张区间。一季度表现不佳的出口边际有所改善，制造业新出口订单指数录得49.2，较前值回升2.1个百分点，但仍位于荣枯线下。同日公布的财新PMI指标中新出口订单指数也重返收缩区间。美国经济走弱，欧元区4月份经济景气指数连续第10个月下降至两年多来的最低点，显示外需下行压力不减。

图表 2: PMI 新订单指数稳步扩张 (%)



图表 3: PMI 新出口指数大幅回升 (%)

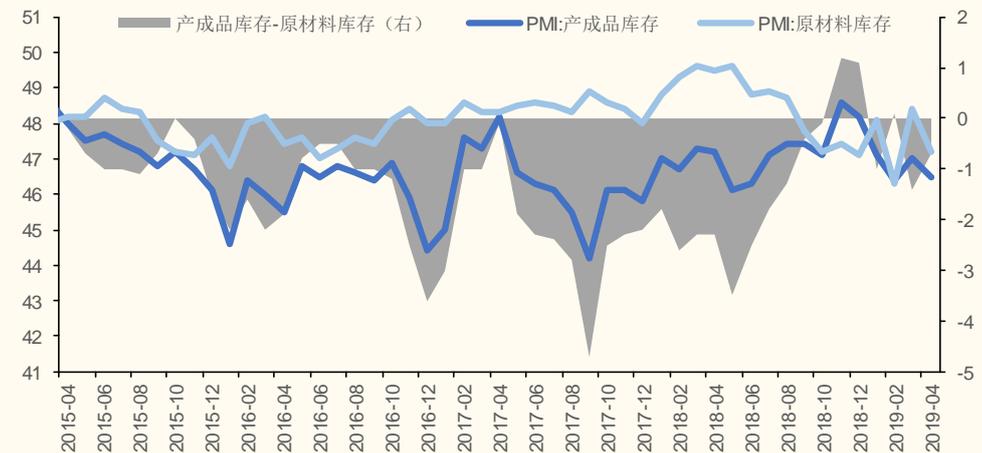


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

原材料与产成品库存双双回落，主动去库存仍将持续。4月制造业原材料库存指数47.2，较前值回落1.2个百分点，产成品库存指数46.5，较前值回落0.5个百分点，原材料与产成品库存双双回落，同时剪刀差收窄，表明一季度出现的库存回补存在春节因素扰动，总体上主动去库存趋势仍在持续。

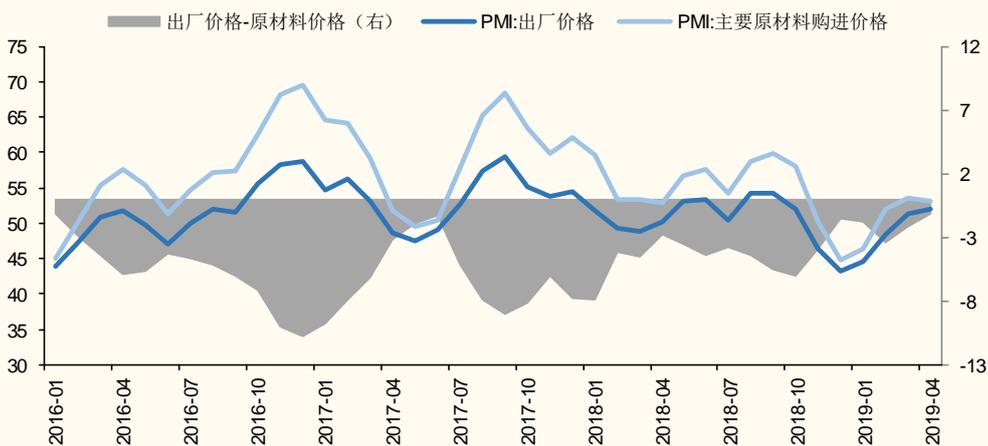
图表 4：PMI 产成品与原材料库存双双回落 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

出厂价格指数上升，企业利润下滑压力有望减轻。4月主要原材料购进价格指数53.1，较前值回落0.4个百分点，出厂价格指数52，较前值上升0.6个百分点，出厂价格-原材料购进价格创2016年1月以来最小负值，企业利润下滑压力持续减轻。黑色金属冶炼及压延加工业的价格指数升幅最大，均位于65.0以上，且出厂价格指数明显高于主要原材料购进价格指数。随着需求阶段性企稳，利润压力持续减轻，企业采购力度维持良好，月采购量指数录得51.1，连续2月位于扩张区间。

图表 5：PMI 出厂价格-原材料购进价格继续改善 (%)

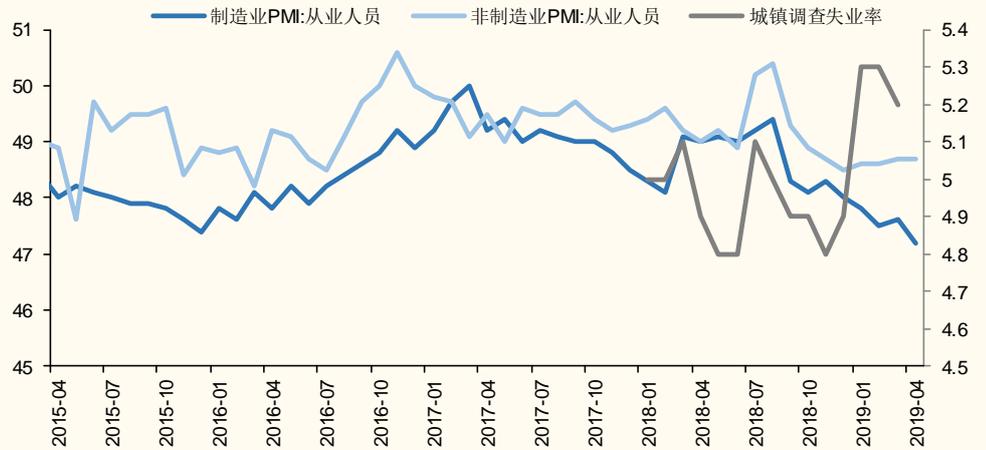


来源：Wind，国金证券研究所

就业指数回落，稳就业压力仍存。4月制造业从业人员指数47.2，较前值回落0.4个百分点，非制造业从业人员指数48.7，与前值保持一致，3月统计局城镇调查失业率5.2%，较一季度亦有所回落，同步印证PMI就业指数回落。就业指数整体处于历史较低区间，环比亦出现下滑，稳就业压力仍存。今年两会

首提“就业优先”，首次将就业优先政策置于宏观政策层，预计保障就业将是未来影响宏观调整的重要出发点和落脚点。

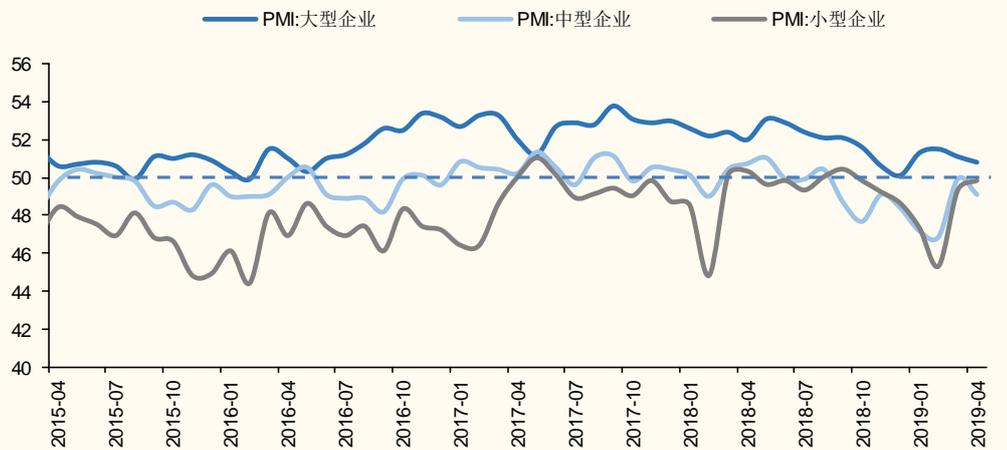
图表 6：制造业 PMI 从业人员指数回落 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

分企业规模看，大型企业平稳运行，小型企业活力提升。4月大型企业 PMI 录得 50.8，较前值回落 0.3 个百分点，但仍高于制造业总体 0.7 个百分点，是制造业保持增长的主要动力。中型企业 PMI 录得 49.1，较前值回落 0.8 个百分点。小型企业 PMI 录得 49.8，虽位于临界点以下，较前值回升 0.5 个百分点，为 2018 年 10 月以来最高点，其中生产指数 51.2，已连续两个月位于扩张区间，政策效果正逐步显现，未来随着减税降费和结构性宽信用政策进一步落地，中小企业有望成为最大受益者。

图表 7：小企业制造业 PMI 持续回升 (%)



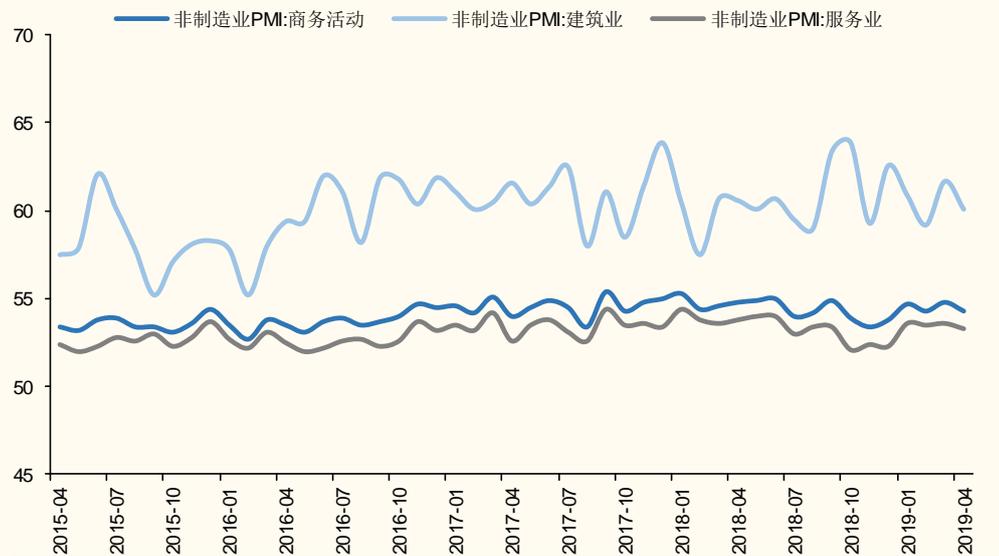
来源：Wind，国金证券研究所

2. 非制造业继续平稳扩张

4月非制造业商务活动指数 54.3，较前值回落 0.5 个百分点，仍位于较高景气区间。其中建筑业指数继续保持高景气度，录得 60.1，较前值回落 1.6 个百分点，今年以来基建、房地产投资阶段性回暖带动建筑业快速增长。服务业指数录得 53.3，较前值回落 0.3 个百分点。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。

图表 8：非制造业 PMI 维持较高景气度(%)



来源：Wind，国金证券研究所

3. 债市策略

4 月 PMI 出现季节性回落，回落幅度略超市场预期。产需两端均出现小幅回落，制造业就业形势不容乐观，稳增长和稳就业压力将持续存在。高频数据显示，日均耗煤量增速下滑、主要行业开工率由多数上行转为涨跌互现；结合 4 月财新 PMI 指数看，外需下行压力不减。从 PMI 释放的积极因素看，出厂价格指数回升或带动工业企业利润修复，主动去库存亦已持续较长时间，后续需关注利润方面的改善能否带动企业生产回暖、招工意愿回升，从而减轻稳增长和稳就业压力。

债市策略方面，4 月 PMI 数据显示基本面或许不如一季度数据反映的那么乐观。此前市场对 3 月份超预期的经济数据反应过激，债市短期内调整幅度较大，但经济企稳的基础是否牢靠尚需要验证，数据“没那么好”的“预期差”仍有可能推动债市的情绪修复。

风险提示：经济增长超预期，债市波动加大。

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_12802



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn