

2019年04月30日

PMI 点评：产需小幅转弱，利率交易机会或开启

固收点评

摘要：

证券分析师：

吴笛

执业证书编号：S1050518070002

电话：021-54967707

邮箱：wudi@cfsc.com.cn

● **PMI 验证经济回落压力仍存。**今天公布的4月份制造业PMI为50.1，虽比上月回落0.4个百分点，但继续位于扩张区间。PMI回落在预期之中，显示经济压力犹存，但经济景气度仍在扩张区间，显示经济企稳的韧性所在。我们认为官方制造业PMI数据验证3月数据被部分高估后，4月宏观数据大概率会有所回调，经济增长仍承压，但另一方面我们也看到了逆周期调控的效果明显，经济失速下滑的可能性不大，后续将维持在一定的合理区间。财新制造业PMI连续两个月处于扩张区间，但扩张幅度有所减弱。这一走势与制造业PMI一致。非制造业整体持续稳定运行趋势未变，市场需求增速放缓。随着节日消费临近和天气好转，投资与消费相关活动有望回升，非制造业将继续保持较快增长。

● **分项来看，内需小幅转弱，外需恢复明显。**内需小幅转弱，或是对3月春节因素高估部分的修正，但内需与去年末相比有明显的改善，逆周期调控有一定的见效。宽财政政策频频发力，基建带动内需有一定的效果。未来减税降费或对内需有一定的带动作用。新出口订单指数继续大幅回升，较上个月回升2.1个百分点，但仍在荣枯线以下。可以看出外需对经济的负面拉动明显减弱，但外需仍处于偏弱的局面。**生产小幅回落，产出缺口小幅扩大。**4月生产端和需求端双双小幅回落，但生产指数回落大于新订单指数，产出缺口小幅扩大，供需矛盾仍存。从高频数据6大发电集团日均耗煤量和高炉开工率来看，4月生产并不强劲。其次是前期企业在增值税减税政策落地之前，加快生产备货等因素减弱。**出厂价格继续回升，PPI环比有上行动力，购进价格回落。**两个价格指数差值连续两个月缩小，表明相关行业企业利润空间有所改善。值得关注的是，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。3月份，黑色金属冶炼对整体工业企业利润增速拖累明显，4月黑色金属冶炼业的利润或有明显的改善，对整体工业企业利润增速保持乐观。**库存指数重回下行，企业有主动去库存迹象。**新订单、采购量、生产指数都趋于下行，从去年11月份开始，产成品库存下降幅度快于原材料库存，或印证了需求放缓下企业被动去库存，而4月原材料库存下行明显快于产成品，企业有主动去库存迹象。**供应商配送时间下降，生产经营活动预期仍偏弱，就业人员表现不佳。**景气度反向指标供应商配送时间下降，反映出经济确实有回暖的迹象。生产经营活动预期回落0.3个百分点，受到国家政策利好刺激，企业信心较去年末有所改善，但宽信用政策的疏通机制还有待进一步疏通，而且生产经营活动预期短期波动本身就较大。制造业从业人员指数回落明显，是2012年2月以来的最低点，或与工业企业利润处于下滑趋势，成本压力较大有关。

● **分企业类型来看，小型企业景气度继续回升，私营小微企业政策倾斜效果显现。**4月小型企业新订单、新出口订单、原材料库存生产回升继续，小型企业的生产经营活动预期继续改善，小型企业生产经营回暖。稳增长政策密集出台，对私营和小微企业的利好政策发挥作用。大型企业PMI小幅下滑，但整体处于扩张区间，平稳运行。大型企业PMI虽比上月回落0.3个百分点，但仍高于制造业

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>

总体 0.7 个百分点，是制造业保持增长的主要动力。

- **利率交易机会已经开启，但下行幅度有限。**4 月 PMI 回落与我们前期的判断一致，数据早间公布之后，利率债二级市场现券普遍下行 2BP-3BP。我们认为 4 月的 PMI 数据验证经济回落压力仍存，但值得关注的是经济企稳的韧性，PMI 回落但继续位于扩张区间，PMI 各细分项回落的幅度并不大，基本上是对 3 月春节因素和提前备货因素的一定修正，此外，如果确认企业进入主动去库存的阶段也预示着经济企稳复苏并不遥远。因此，我们认为利率交易机会已经开启，但下行幅度有限。如我们之前提出的，4 月高频数据所反映的工业生产状况较 3 月份已经出现了明显的回落，而 3 月份本身存在高估，4 月交易机会缘于对宏观复苏过于乐观预期的修正。但房地产和基建短期复苏明确，虽然乐观预期面临修正，但短期经济企稳的韧性实际较强，货币政策主要目标在于宽信用而难见明显放松，长端利率下行幅度有限，10 年期国债收益率波动下限或在 3.2%。
- **风险提示：**资金面波动超预期。

目录

一、PMI 验证经济回落压力仍存.....	4
二、产需小幅转弱，小型企业景气度继续回升.....	5
三、利率交易机会已经开启，但下行幅度有限.....	7
四、风险提示.....	8

事件:

今日, 统计局公布 4 月 PMI 数据, 4 月官方制造业 PMI 为 50.1%, 前值 50.5%。4 月官方非制造业 PMI 为 54.3%, 前值 54.8%。4 月财新制造业 PMI 为 50.2%, 前值 50.8%。

一、PMI 验证经济回落压力仍存

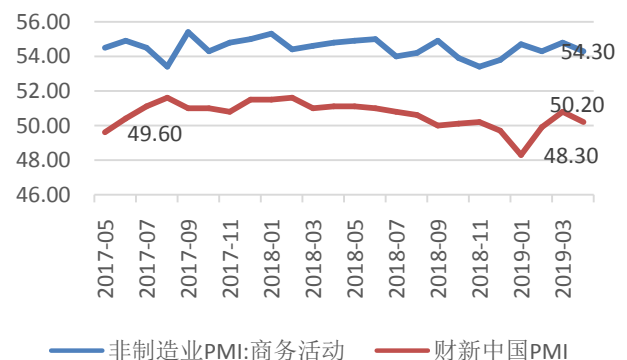
国家统计局公布了 2019 年 4 月中国采购经理指数运行情况。2019 年 4 月份, 中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.1%, 前值 50.5%, 比上月回落 0.4 个百分点, 但连续两个月位于临界点之上, 继续位于扩张区间。2019 年 4 月份, 中国非制造业商务活动指数为 54.3%, 比上月回落 0.5 个百分点。4 月财新制造业 PMI 为 50.2%, 比上个月回落 0.6 个百分点。

今天公布的 4 月份制造业 PMI 为 50.1, 虽比上月回落 0.4 个百分点, 但继续位于扩张区间。PMI 回落在预期之中, 显示经济压力犹存, 但经济景气度仍在扩张区间, 显示经济增长的韧性所在。如我们之前提出的, 4 月高频数据所反映的工业生产状况较 3 月份已经出现了明显的回落, 从 6 大集团日均耗煤量来看, 4 月份较去年同期有一个明显的回落。而 3 月份本身存在高估, 4 月宏观数据预计会进行一定的修正。但从一季度的数据来看, 房地产和基建短期复苏明确, 虽然 4 月数据会进行一定的修正, 但短期经济企稳的韧性实际较强。因此, 我们认为官方制造业 PMI 数据验证 3 月数据被部分高估后, 4 月宏观数据大概率会有所回调, 经济增长仍承压, 但另一方面我们也看到了逆周期调控的效果明显, 经济失速下滑的可能性不大, 后续将维持在一定的合理区间。

4 月财新中国制造业采购经理人指数 (PMI) 为 50.2, 亦有所回落。财新制造业 PMI 连续两个月处于扩张区间, 但扩张幅度有所减弱。这一走势与制造业 PMI 一致, 财新制造业 PMI 更多的反映中小企业景气度, 这说明整体制造业的扩张放缓。非制造业整体持续稳定运行趋势未变, 市场需求增速放缓。4 月官方非制造业 PMI 为 54.3%, 虽较上月回落 0.5 个百分点, 但仍达到 54.3%, 连续 4 个月稳定在 54% 以上, 反映非制造业市场经营活动持续较快发展。其中非制造业 PMI 中新订单指数有所回落, 环比下降 1.7 个百分点至 50.8%, 意味着市场需求增速放缓。市场需求增速放缓属于一季度需求释放后的正常回调。随着节日消费临近和天气好转, 投资与消费相关活动有望回升, 非制造业将继续保持较快增长。

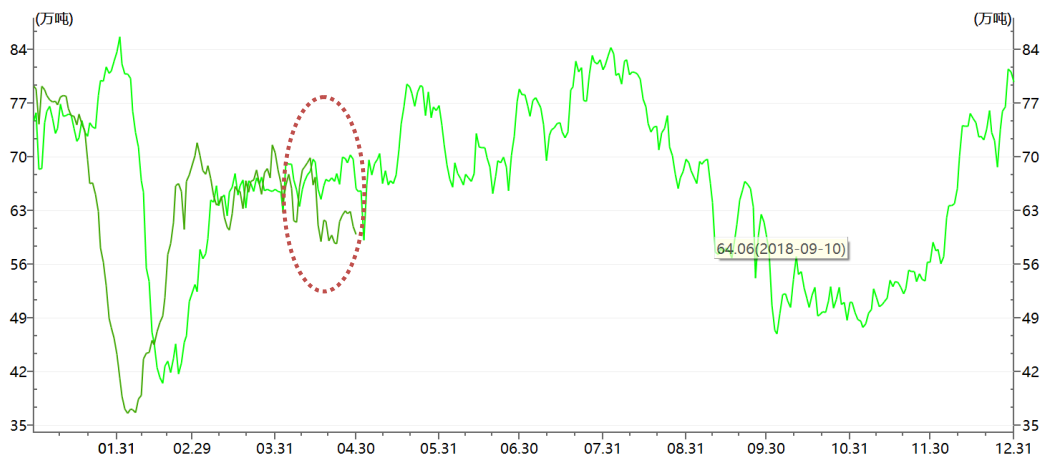
图表 1 4 月 PMI 如期回落, 但继续位于扩张区间 (%)


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 2 非制造业 PMI 和财新中国 PMI 亦回落 (%)


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表3 从6大发电集团日均耗煤量看4月生产的回落(万吨)

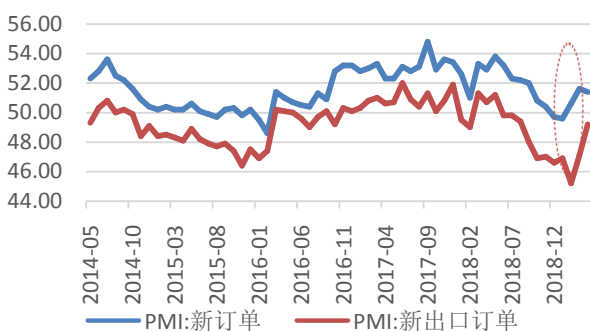


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

二、产需小幅转弱，小型企业景气度继续回升

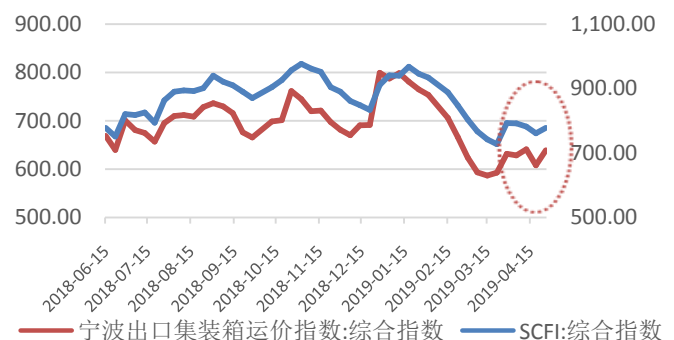
分项来看，内需小幅转弱，外需恢复明显。新订单指数结束连续两月回升的趋势，4月PMI新订单指数较前值小幅回落0.2个百分点录51.4%，仍维持扩张区间。内需小幅转弱，或是对3月春节因素高估部分的修正，但内需与去年末相比有明显的改善，逆周期调控有一定的见效。宽财政政策频频发力，基建带动内需有一定的效果。未来减税降费或对内需有一定的带动作用。新出口订单指数继续大幅回升，较上个月回升2.1个百分点，但仍在荣枯线以下。可以看出外需对经济的负面拉动明显减弱，但外需仍处于偏弱的局面。从上海出口集装箱运价指数(SCFI)和宁波出口集装箱运价指数(NCFI)来看，4月较3月有一定的明显回升，与新出口订单指数相一致。尤其是美西和美东航线，运价指数有一定的回升，或与中美贸易谈判有新进展，延迟加征关税有关，也与美国经济增长韧性有关。但值得关注的是欧洲经济高频数据都不及预期，欧元区制造业PMI指数为47.8，前值47.5，连续3个月位于荣枯线以下。德国4月制造业PMI为44.5，前值44.1，连续4个月位于荣枯线以下。欧洲经济增长放缓对外需的拖累还未完全显现，中美贸易谈判形势目前亦未明朗，外需仍有较大的不确定性。

图表4 新订单指数小幅回落，新出口订单大幅回升(%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表5 运价指数回升(点)

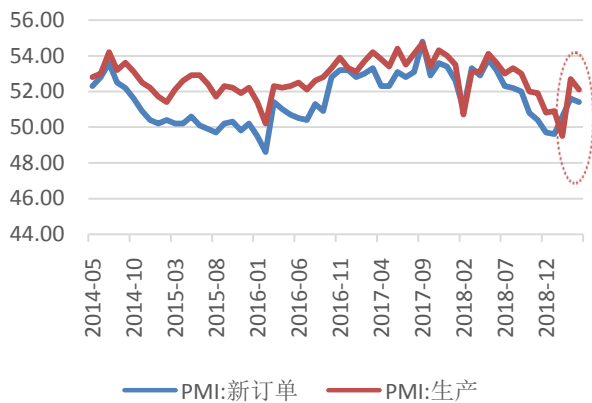


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

生产小幅回落，产出缺口小幅扩大。PMI 生产指数小幅回落 0.6 个百分点，但仍 在 52% 以上。4 月生产端和需求端双双小幅回落，但生产指数回落大于新订单指数， 产出缺口小幅扩大，供需矛盾仍存。从高频数据 6 大发电集团日均耗煤量和高炉开 工率来看，4 月生产并不强劲。其次是前期企业在增值税减税政策落地之前，加快生 产备货等因素减弱。

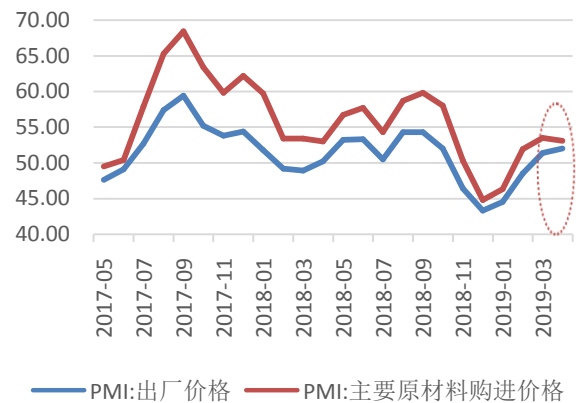
出厂价格继续回升，PPI 环比有上行动力，购进价格回落。PMI 出厂价格从 3 月 的 51.4% 上行至 52%，回升 0.6 个百分点，4 月 PPI 的下行压力不大，或环比上升， 这与基建发力，终端需求边际改善有关。主要原材料购进价格回落了 0.4 个百分点。 两个价格指数差值连续两个月缩小，表明相关行业企业利润空间有所改善。值得关 注的是，黑色金属冶炼及压延加工业的价格指数升幅最大，均位于 65.0% 以上，且出 厂价格指数明显高于主要原材料购进价格指数。3 月份，黑色金属冶炼对整体工业企 业利润增速拖累明显，4 月黑色金属冶炼业的利润或有明显的改善，整体工业企业 利润增速保持乐观。

图表 6 生产小幅回落，产出缺口小幅扩大 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7 出厂价格与原材料购进价格小幅分化 (%)

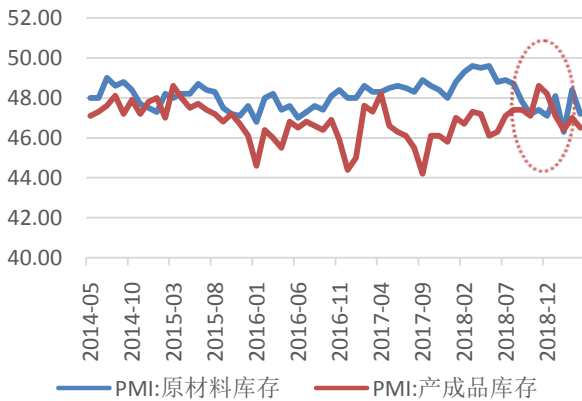


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

库存指数重回下行，企业有主动去库存迹象。PMI 原材料库存指数下行 1.2 个百 分点至 47.2%，PMI 产成品库存下行 0.5 个百分点至 46.5%。原材料库存指数对于 PMI 生产有一定的领先性，未来生产有一定压力。新订单、采购量、生产指数都趋于下 行，从去年 11 月份开始，产成品库存下降幅度快于原材料库存，或印证了需求放缓 下企业被动去库存，而 4 月原材料库存下行明显快于产成品，企业有主动去库存迹 象。

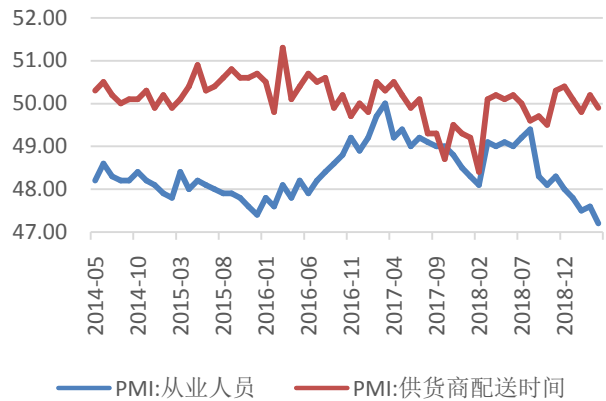
供应商配送时间下降，生产经营活动预期仍偏弱，就业人员表现不佳。景气度 反向指标供应商配送时间下降，从上个月的 50.2 下行至 49.9，反映出经济确实有回 暖的迹象。生产经营活动预期回落 0.3 个百分点，受到国家政策利好刺激，企业信 心较去年末有所改善，但宽信用政策的疏通机制还有待进一步疏通，而且生产经营 活动预期短期波动本身就较大。制造业从业人员指数回落明显，是 2012 年 2 月以 来的最低点，4 月制造业 PMI 从业人员指数为 47.2，比 3 月下降 0.6 个点，景气程度 降至新低，或与工业企业利润处于下滑趋势，成本压力较大有关。

图表 8 库存指数重回下行 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

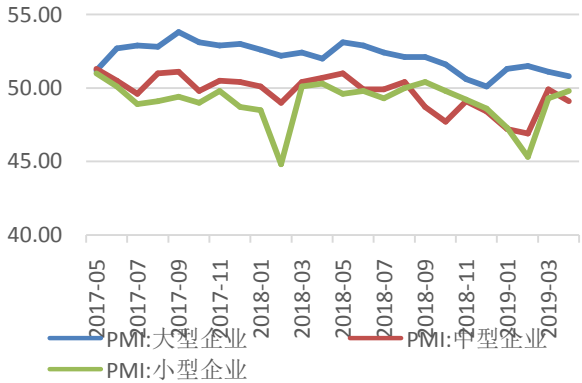
图表 9 PMI 从业人数仍偏弱, 供货商配送时间回升 (%)



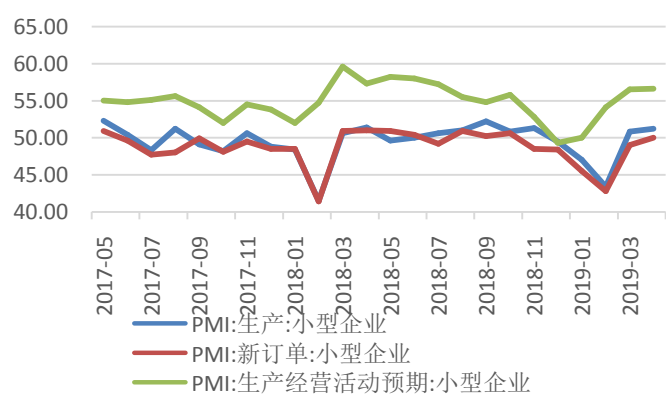
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分企业类型来看, 小型企业景气度继续回升, 私营小微企业政策倾斜效果显现。4月大型企业 PMI 较上个月继续回落 0.3 个百分点, 中型企业回落 0.8 个百分点, 但小型企业却逆势上行 0.5 个百分点。4月小型企业新订单、新出口订单、原材料库存生产回升继续, 小型企业的生产经营活动预期继续改善, 小型企业生产经营回暖。稳增长政策密集出台, 对私营和小微企业的利好政策发挥作用。大型企业 PMI 小幅下滑, 但整体处于扩张区间, 平稳运行。大型企业 PMI 为 50.8%, 虽比上月回落 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。

图表 10 小型企业景气度继续回升 (%)



图表 11 小型企业 PMI 分项指标均持续好转 (%)



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_12813



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>