

数据回归常态，货币政策微调但未转向

—— 4月PMI数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

陈韵阳（联系人）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：PMI小幅回升源于节前备货与低基数——2019年1月PMI数据点评

2019-2-1

● 供需回落，PMI回归常态

4月PMI较前值小幅回落，生产、原材料库存指数为主要拖累，根据我们测算，两者对PMI回落0.4个百分点的贡献率分别为41.1%、32.9%，我们对各细分项数据理解如下：其一，前期不可持续因素消退，生产指数回落。其二，需求相对好于供给，库存快速去化。其三，新出口订单指数超季节性回升，或于中美贸易关系缓和有关。其四，价格指数走势分化，4月PPI同比增速仍可能小幅回升。其五，“金三银四”招聘季从业人员指数表现一般，就业压力仍存。3月从业人员指数回升0.1个百分点，4月回落0.4个百分点，一般3月、4月是上半年招聘旺季，但从业人员指数均弱于季节性，同时，一季度央行调查问卷显示未来就业预期指数同比继续回落，均指向就业压力仍然存在。

● 建筑业PMI保持高景气度

4月建筑业PMI小幅回落但仍在60%以上，建筑业高景气度预示房地产建设与基建可能继续回升。4月地产销售依然较好，30大中城市商品房成交面积同比增长20.4%，和上月（21.9%）基本持平，新开工与施工增速或维持高位。天气转暖，基建项目加快开工；1-3月投向基建的财政支出增速较去年年底加快，财政支出的影响可能在二季度滞后体现；3月用于“土储+棚改”的专项债净融资规模占比80%，较1-2月的87%下降，这一趋势可能延续，用于基建项目的专项债净融资规模有望提升，整体来看，基建投资增速有望加速回升。

● 数据回归常态，货币政策微调但未转向

随着春节等因素影响退去，3月强势数据不再，4月数据回归常态，经济可能处于筑底状态，既不会很快强复苏（即使复苏应该也是弱复苏），也不会快速回落。政策走向也支持这点，货币政策微调，一季度强劲信贷、社融数据可能也回归常态，不会刺激经济强复苏，前期大量资金投入，企业融资环境最困难的时候已经过去，将推动基本面改善。由于就业压力仍存、经济复苏根基不牢固，货币政策尚未转向。

● 风险提示：货币政策发生转向

目 录

1、 供需回落，PMI 回归常态.....	3
2、 建筑业 PMI 保持高景气度.....	6
3、 数据回归常态，货币政策微调但未转向.....	7

图表目录

图 1: 4 月 PMI 较前值小幅回落，生产、原材料库存指数为主要拖累	4
图 2: 发电耗煤量同比增速回落（%）	4
图 3: 钢材社会库存快速去化（%）	4
图 4: 新出口订单指数超季节回升	5
图 5: 价格指数走势分化（%）	5
图 6: BPI 环比同步或领先 PPI 环比 1 个月（%）	5
图 7: 4 月从业人员指数弱于季节性（%）	6
图 8: 建筑业 PMI 维持高位（%）	6
图 9: 4 月房地产销售依然较好（%）	7

事件：

2019年4月制造业PMI为50.1%，前值50.5%；非制造业商务活动指数为54.3%，前值54.8%。综合PMI产出指数为53.4%，前值54%。

1、供需回落，PMI回归常态

4月PMI较前值小幅回落，生产、原材料库存指数为主要拖累，根据我们测算，两者对PMI回落0.4个百分点的贡献率分别为41.1%、32.9%，我们对各细分项数据理解如下。

其一，前期不可持续因素消退，生产指数回落。3月强势的PMI数据很大程度上生产带动的，生产之所以强劲，原因有三，一是春节错位，二是增值税减税，三是需求和企业生产经营预期较之前改善，部分企业加快生产。前两点不可持续，生产指数回落，与高频数据相印证，截至4月29日，4月发电耗煤量同比增速从4.2%降至-5.1%。由于原因之三仍在持续，生产指数降至52.1%，仍是2018年四季度以来次高，“新订单-产成品库存”连续4个月回升。

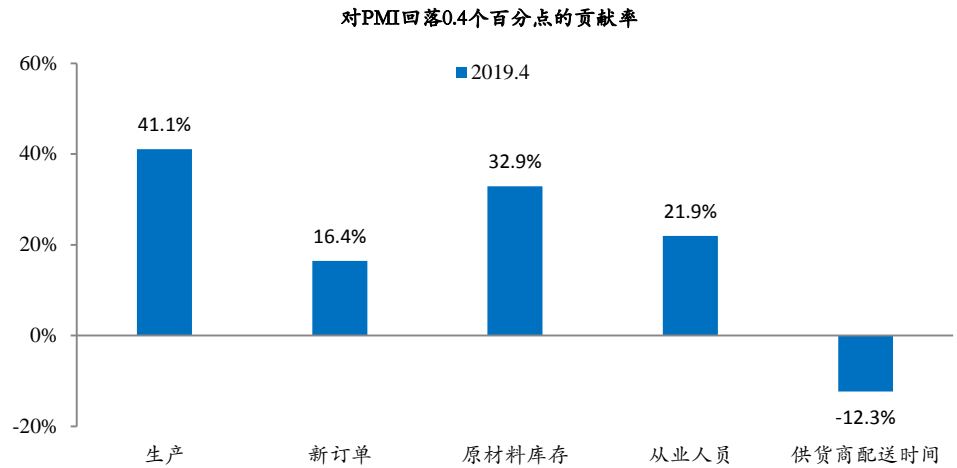
其二，需求相对好于供给，库存快速去化。PMI新订单指数小幅下降0.2个百分点至51.4%，开工旺季需求尚可。新订单指数下降幅度小于生产指数，显示需求相对高于供给，库存去化，高频数据也反映这点，4月钢材社会库存环比下降21.1%，库存去化速度为2013-2018年同期最快，螺纹钢价格上涨1.6%，同时，4月水泥价格环比增速从-2.7%上升至2%。

其三，新出口订单指数超季节性回升，或于中美贸易关系缓和有关。4月新订单指数从47.1%回升至49.2%，2.1个百分点的回升仅次于2006年同期，而2013-2018年4月新出口订单指数均是回落，虽然新出口订单指数还是在荣枯线之下，但已经属于超季节性回升，可能是因为中美贸易关系缓和，出口企业从观望状态逐渐回归正常。

其四，价格指数走势分化。出厂价格指数回升0.6个百分点，主要原材料购进价格指数回落0.4个百分点，两者走势背离，这种背离在过去发生过5次，PPI环比增速跟随哪个指标的趋势并不稳定。从高频数据来看，2-4月大宗商品价格指数（BPI）环比增速分别为-0.16%、-0.07%、-0.63%，BPI环比同步或领先PPI环比1个月，因此4月PPI环比增速可能不会明显回升甚至可能会回落，但由于低基数影响，我们预计4月PPI同比增速仍能小幅回升。同时，购进和出厂价格指数差值连续两个月缩小，表明企业利润分配格局继续改善。

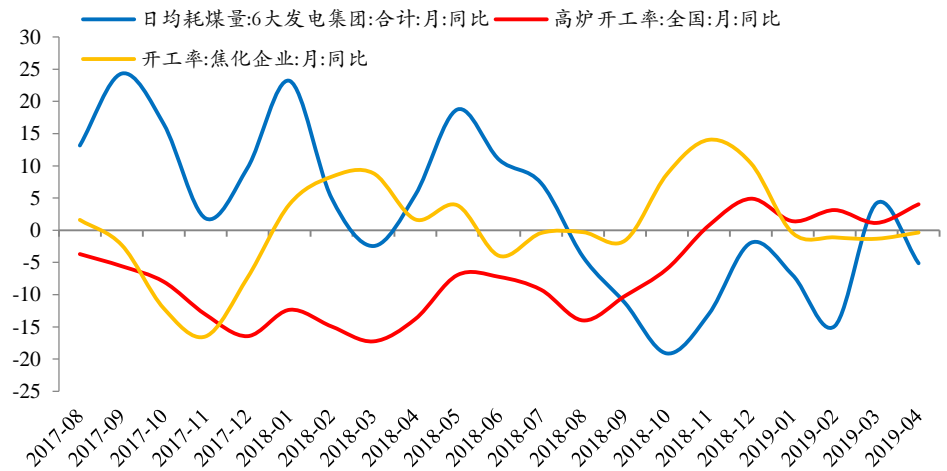
其五，“金三银四”招聘季从业人员指数表现一般，就业压力仍存。3月从业人员指数回升0.1个百分点，4月回落0.4个百分点，一般3月、4月是上半年招聘旺季，但从业人员指数均弱于季节性，同时，一季度央行调查问卷显示未来就业预期指数同比继续回落，均指向就业压力仍然存在。

图1：4月PMI较前值小幅回落，生产、原材料库存指数为主要拖累



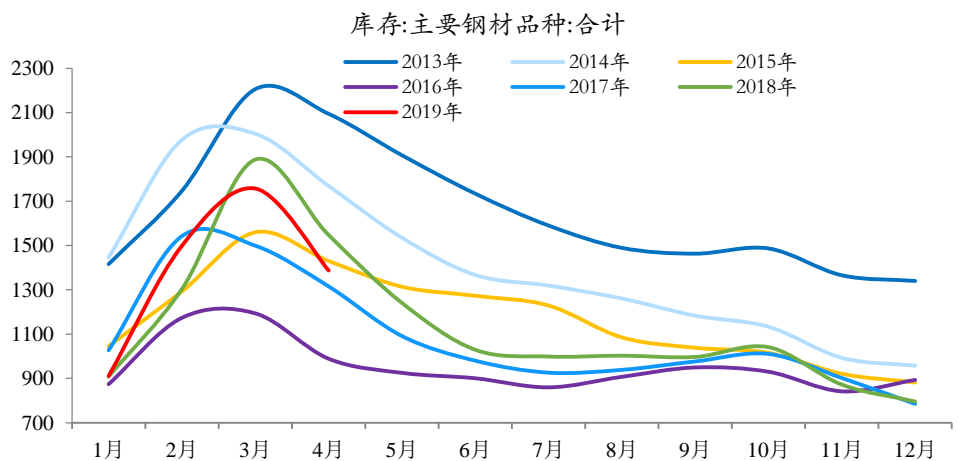
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：发电耗煤量同比增速回落（%）



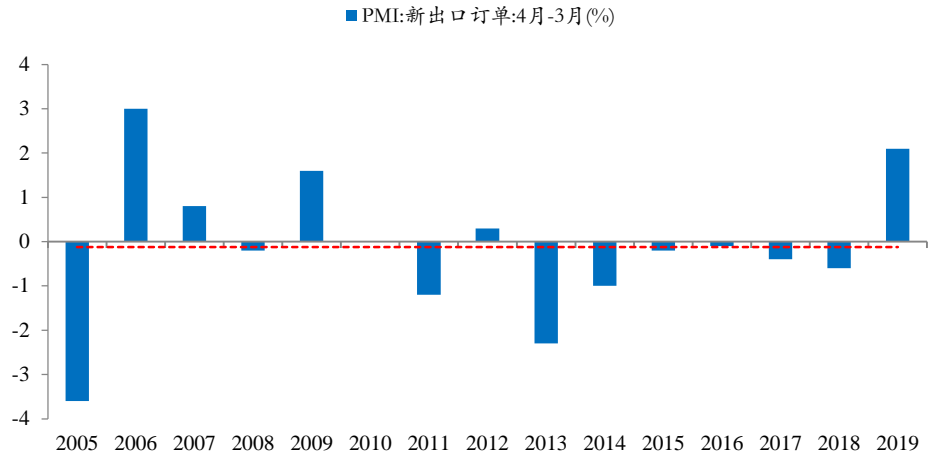
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3：钢材社会库存快速去化（%）



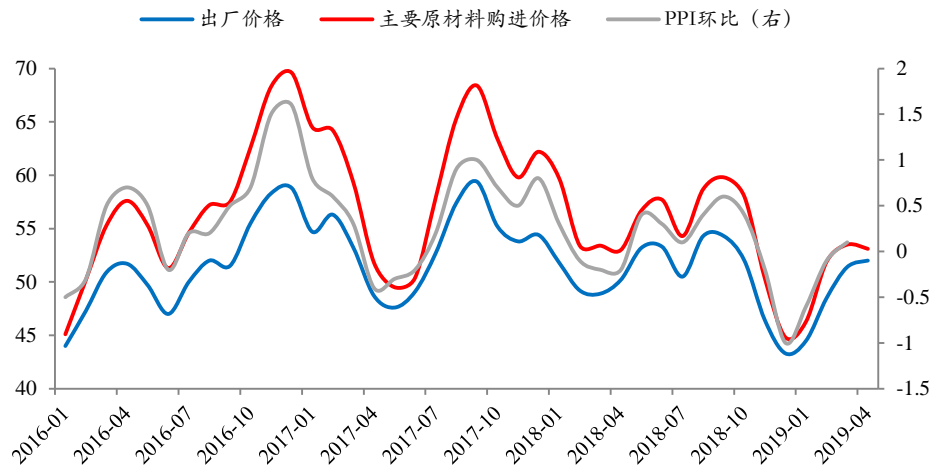
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4：新出口订单指数超季节回升



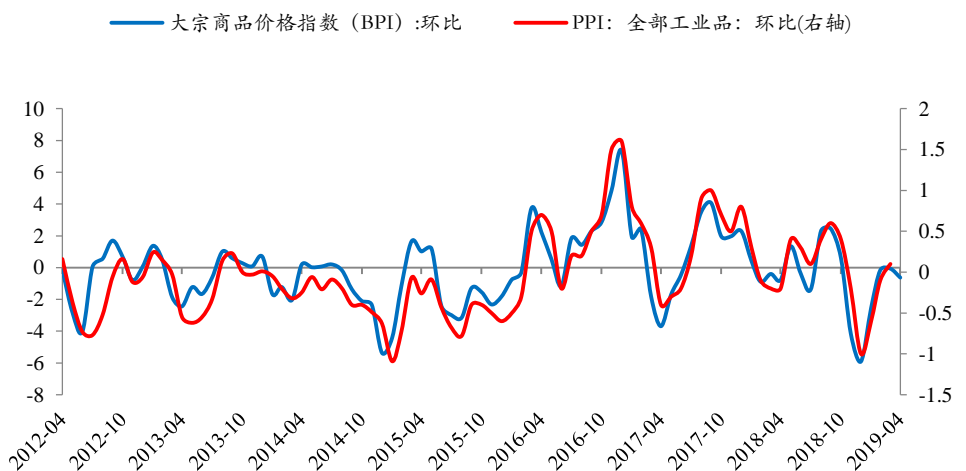
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5：价格指数走势分化 (%)

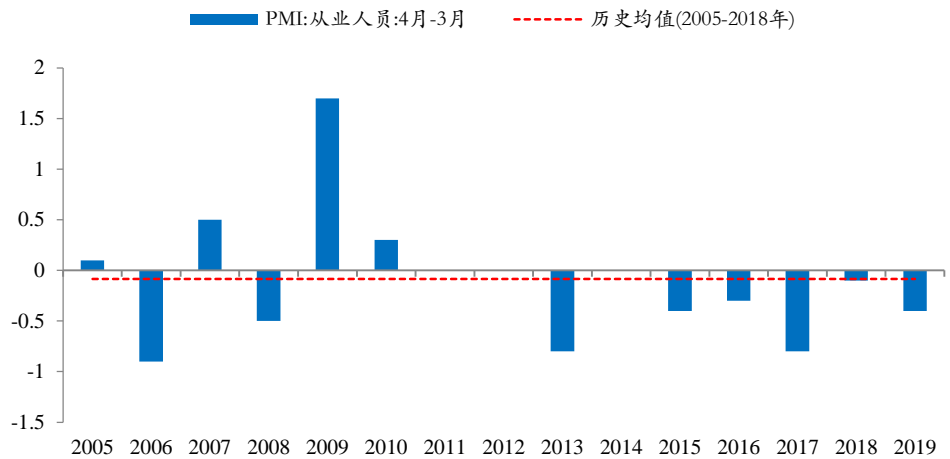


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：BPI 环比同步或领先 PPI 环比 1 个月 (%)



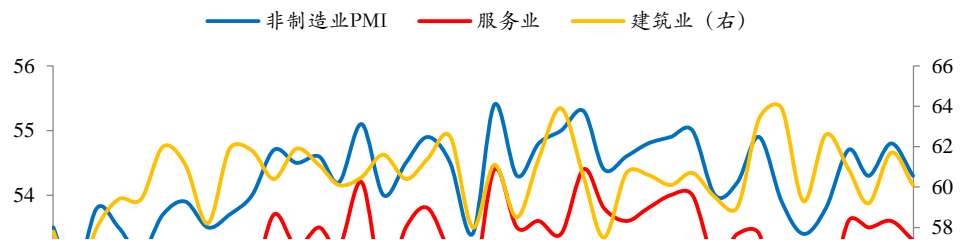
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 4月从业人员指数弱于季节性 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 建筑业 PMI 保持高景气度

4月建筑业PMI小幅回落但仍在60%以上,建筑业高景气度预示房地产建设与基建可能继续回升。4月地产销售依然较好,30大中城市商品房成交面积同比增长20.4%,和上月(21.9%)基本持平,新开工与施工增速或维持高位。天气转暖,基建项目加快开工;1-3月投向基建的财政支出增速较去年年底加快,财政支出的影响可能在二季度滞后体现;3月用于“土储+棚改”的专项债净融资规模占比80%,较1-2月的87%下降,这一趋势可能延续,用于基建项目的专项债净融资规模有望提升,整体来看,基建投资增速有望加速回升。

图8： 建筑业 PMI 维持高位 (%)

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_12818



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>