

季节性因素减弱， 制造业扩张步伐明显放缓 ——4月制造业 PMI 指标点评

月度策略报告
2021.05

摘要：

国家统计局最新数据，2021年4月制造业PMI指数为51.1%，环比回落0.8个百分点；非制造业商务活动指数为54.9%，环比回落1.4个百分点；综合PMI产出指数为53.8%，环比回落1.5个百分点。

首先，4月制造业PMI指数未能延续3月的大幅上涨，整体下滑超过市场预期。3月PMI指数单月大幅反弹，其背后有季节性特征加持，大幅上行后的回落或是必然。不过，4月指数虽有回落但依然处于荣枯线上方，表明经济延续扩张，但扩张步伐有所放缓。

其次，4月非制造业商务活动PMI依然处于扩张区间，但扩张力度有所减弱。其中，得益于清明假期带动，消费动能增强，服务业继续回暖，虽然指数环比小幅下降，但整体高于一季度均值，回落或是3月大幅上涨后的回归；建筑业景气度有所回调，低于历史同期水平，不过依然处于高位景气区间。

最后，4月综合PMI产出指数为53.8%，较前值回落1.5%，表明我国企业生产经营活动整体进中有缓。

李荣凯

宏观及金融期货分析师

期货从业资格：F3012937

投资咨询资格：Z0015266

联系人：孔天赐

期货从业资格：F3076208

联系电话：0531-81678626

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

鲁证研究公众号：lzqhyjs



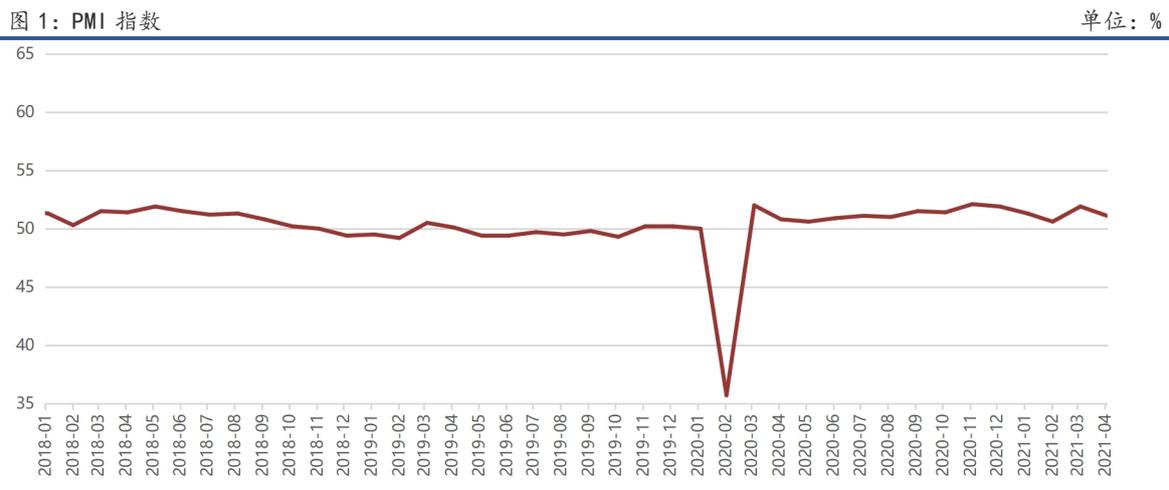
鲁证期货公众号：lzqhfwh



季节性因素减弱，制造业扩张步伐明显放缓

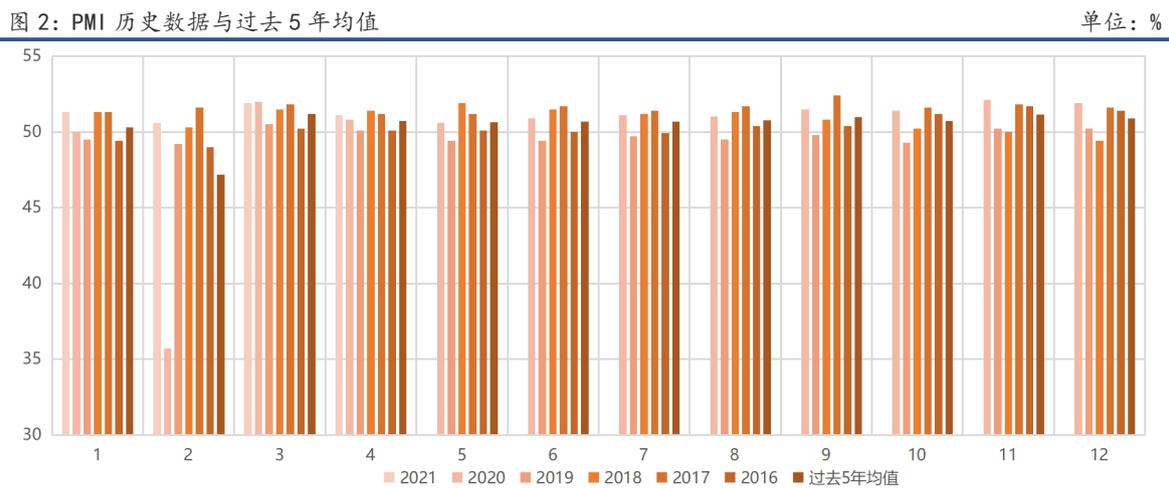
——4月制造业 PMI 指标点评

从4月数据来看，PMI各项指标均出现高位回落的态势，3月份的大幅上涨并未得到保持。这也印证了我们之前的观点：PMI修复的空间有限，持续高位修复的概率预计不高，特别是3月PMI指数背后的季节性因素不容小觑，大幅上涨之后，更需要保持警惕。



数据来源：Wind 鲁证期货研究所整理

各项指标的下滑预示着经济增速的拐点可能愈加明朗，特别是制造业 PMI 指数下滑远超历史均值亦或预示着短期内产需的高峰已经到来，难再创新高。此外，4月30日中共中央政治局会议分析研究了当前经济形势和经济工作，对于把握后期经济政策定调至关重要。



数据来源：Wind 鲁证期货研究所整理

下面我们结合政治局会议内容来对各项指标进行分析。

一、内外需修复动能不佳，生产高位回落，拖累 PMI 指数

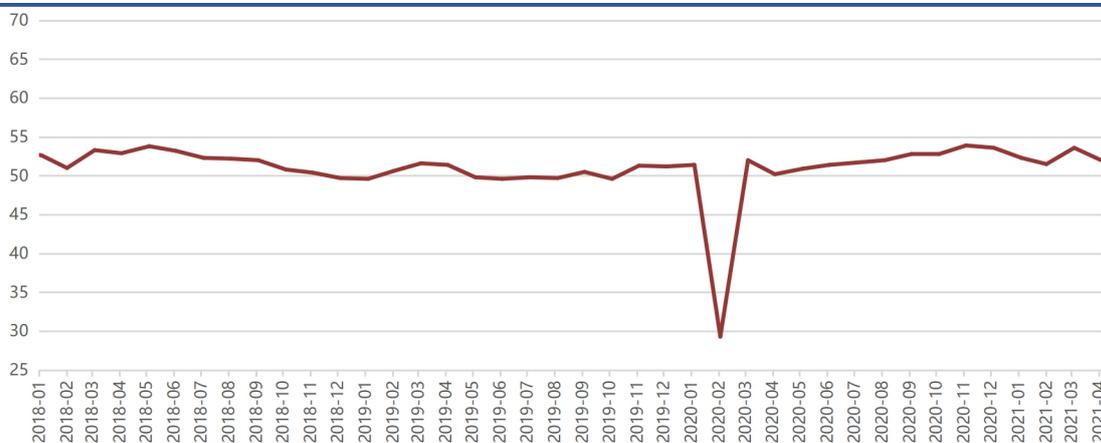
1、内需、外需修复动能环比下滑

1) 新订单指数再度出现回调（内需）

20 年四季度以及 21 年前两个月，国内局部地区疫情出现零星散发态势，再加上春节前后是制造业传统淡季，以及就地过年对需求的提振程度相对有限，导致新订单指数接连呈现出下滑态势。尽管如此，指数始终保持在荣枯线的上方，表明中国经济依然保持平稳恢复态势。随着疫情得到及时控制，疫苗接种快速进行，就业水平得以提振，外加春节效应逐渐减弱，3 月制造业 PMI 指标中的新订单指数出现了向上拐头现象，表明需求扩张步伐加快，但其背后有季节性因素加持。

图 3：制造业 PMI：新订单

单位：%



数据来源：Wind 鲁证期货研究所整理

4 月制造业 PMI 中新订单指数从 53.6 回落到 52.0，环比下滑 1.6 个百分点，意味着内需虽继续处于扩张区间，但也释放边际减弱的信号。此外，进入 4 月后，我们发现房地产、汽车、化工等行业的需求边际上也呈现出放缓的趋势，这也意味着需求或接近阶段性的高点，需求复苏的动能有所减弱。

目前，制造业需求虽然持续扩张，但环比升幅收窄，不过 3 月季节性影响下回落或是必然。从政治局会议来看，会议指出“要促进国内需求加快恢复”，这说明短期内提振内需依然有一定的紧迫性。

2) 新出口订单拐头向下（外需）

4 月制造业 PMI 新出口订单指数冲高回落由 51.2 下降到 50.4，较前值回落 0.8 个百分点，依然在保持在景气区间，但扩张速度放缓。

2020 年新冠疫情发生伊始，国内外疫情防控水平截然不同。在我国疫情率先得到控制的背景下，国内复工复产有序进行，而国外疫情形势严峻，生产一时无法满足刚性需求，因此对中国产品的进口大大增加，使得国内 PMI 新出口订单自去年 5 月呈现明显回升。

图 4：新出口订单

单位：%

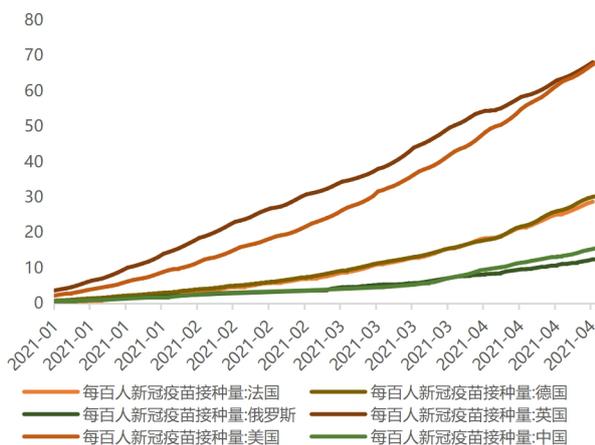


数据来源：Wind 鲁证期货研究所整理

随着国外疫情得到初步控制，阶段性的复工复产削弱了对中国的进口量。从去年 7 月开始，国内新出口订单的增速有所放缓。去年四季度以来，国外疫情得以恢复，再加上疫苗接种的加速进行，产能恢复明显，部分外需转化为内需，进口明显减弱，部分中国替代品的需求大大削减，导致国内新出口订单呈现出拐头向下的趋势，甚至一度运行至荣枯线下方。

图 5：主要国家每百人新冠疫苗接种量

图 6：美国 ISM 制造业 PMI 产出与进口

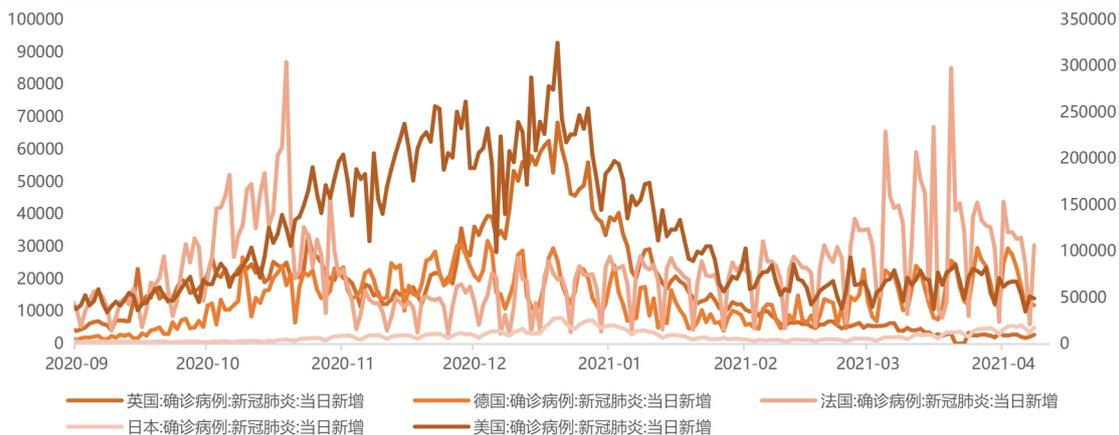


数据来源：wind 鲁证期货研究所整理

不过，以美国为主的 1.9 万亿美元的经济刺激政策落地，海外抗疫刺激政策相继出台，官方提振需求的目标保持不变，全球性经济复苏态势继续保持，整体来看海外需求并不差，再加上近段时间以来，病毒变异导致确诊人数出现反弹，给全球经济增添更多的不确定性，尽管美国进口的增速有所减弱，但海外对中国的出口依然有一定需求。

值得注意的是，虽然 4 月该指数出现下滑，但依然保持在扩张区间，反映出海外需求延续，只是随着疫情的好转，产能的恢复，对国内需求的高峰预计已经过去，再加上地缘政治风险的不确定性加大，持续修复的动能减弱。

图 7：主要国家新冠肺炎确诊病例：当日新增



数据来源：wind 鲁证期货研究所整理

2、生产指数扩张力度边际放缓

4 月制造业 PMI 生产指数为 52.2，环比回落 1.7 个百分点，生产景气度有所减弱。

图 8：PMI：生产

单位：%



数据来源：wind 鲁证期货研究所整理

目前，生产已经逐渐恢复至正常水平，但内外需的走弱使得生产进一步扩张的动力不足。同时，4 月份发电量累计同比延续下滑态势，但抛开低基数影响后仍然处于较高位置；此外受河北地区环保限产的影响，高炉开工率继续维持低位运行，整体印证生产扩张速度有所减弱，生产或已触及阶段性高峰，后期将更多的依赖于需求的提振。

此外，近期国家发改委、工信部部署做好 2021 年钢铁去产能“回头看”检查工作，将重点检查 2016 年以来各有关中央钢铁企业、有关地区贯彻落实党中央、国务院关于化解钢铁过剩产能决策部署，以及完成钢铁行业化解过剩产能和脱困发展工作部际联席会议相关任务的情况，预计将会对后期开工带来一定影响。

图 9：产量:发电量:累计同比

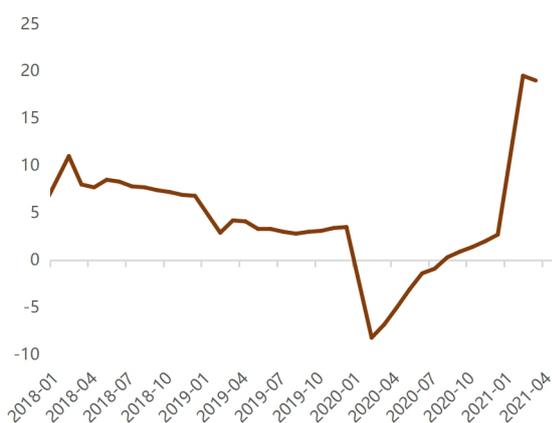
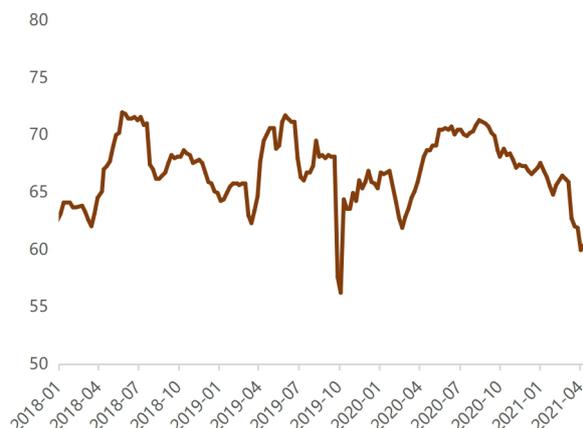


图 10：高炉开工率(163家):全国



数据来源：wind 鲁证期货研究所整理

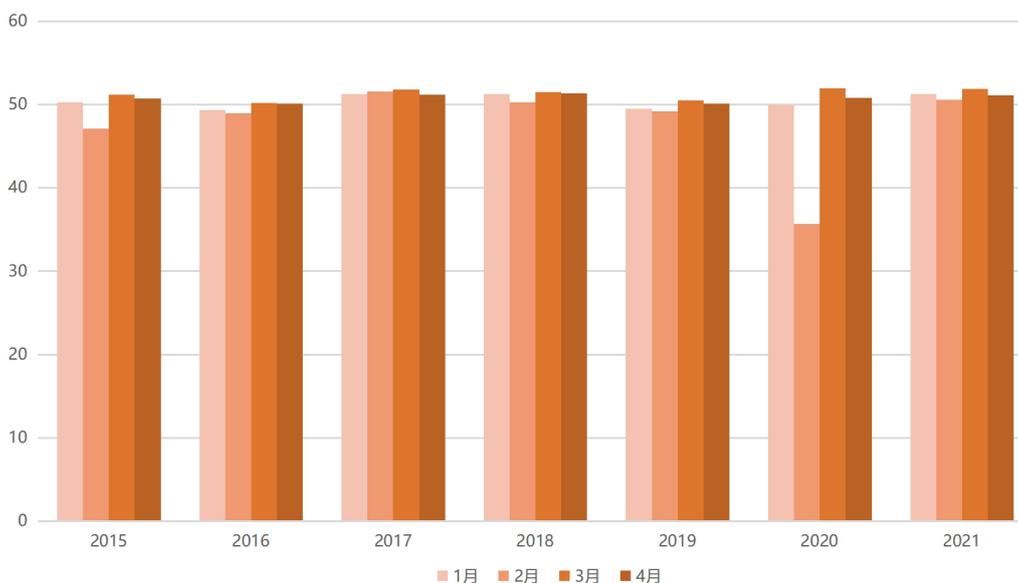
3、国内市场供需整体走弱，裂口继续收窄

我们将需求分解成 70%的新订单和 30%的新出口订单，以此来绘制下图。

一方面，由于前期复工复产率先开展，生产端的恢复不仅拉动了就业水平的提高并且有效提振了需求，去年二季度开始，需求呈现出明显的上涨。而自去年四季度开始，季节性因素占据主导，内外贸表现不佳，产需双双走弱。直到 3 月份，制造业产需扩张进程均有所加快，需求和生产指标才出现向上拐头的迹象，不过其背后的季节性因素不容小觑：当我们把春节在二月的年份 PMI 数据做了分析之后发现，春节过后 PMI 指数大多会有一定程度反弹，因此可以推断 3 月指数上升的背后依然有季节性规律存在。

图 11：PMI 指数背后的季节性规律

单位：%



数据来源：wind 鲁证期货研究所整理

4月，伴随着季节性因素的减弱，市场逐渐步入正常化，供需指数减弱或是必然。但政治局会议指出“当前经济恢复不均衡、基础不稳固，强调用好稳增长压力较小的窗口期”以及“要促进国内需求加快恢复”的要求，同时生产与需求的裂口不断收窄，一定程度上意味着产需增速已达高位，后期有待新的刺激。

另一方面，新订单与产成品库存的差额可以看做生产的领先指标。目前新订单与产成品库存的差值走弱，表明库存尚且对新订单给予支撑，但生产高位已过，后期将更加依赖于需求。

图 12：生产与需求的裂口不断收窄

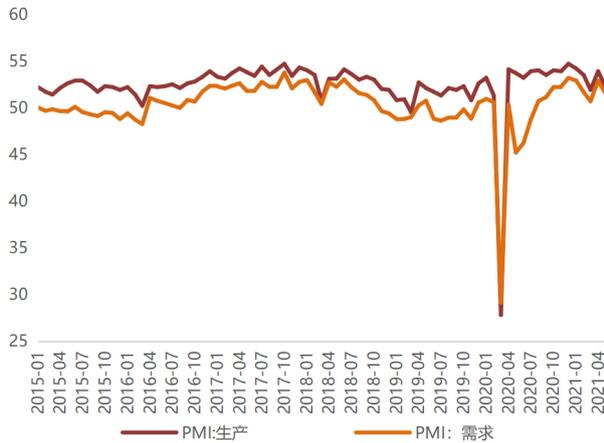
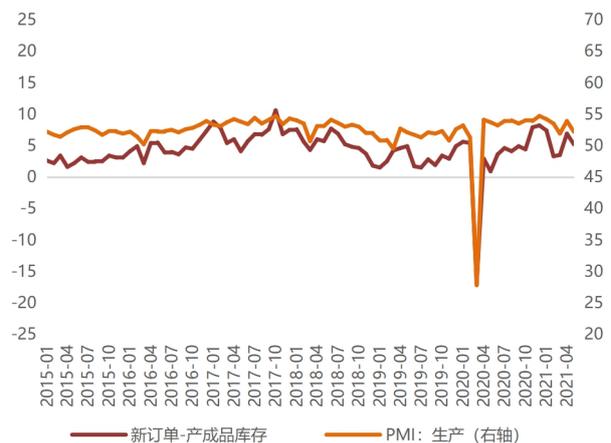


图 13：新订单-产成品库存与生产指数关联度很高



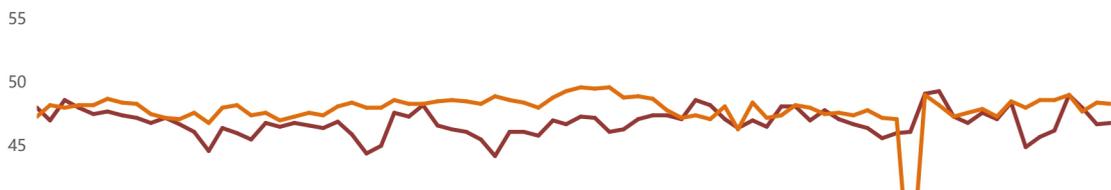
数据来源：wind 鲁证期货研究所整理

二、原材料库存下行，产成品库存上行，库存周期向被动补库存转变

4月制造业 PMI 中原材料库存指数从 48.4 下滑到 48.3，环比回落 0.1 个百分点；产成品库存指数从 46.7 上涨至 46.8，环比上涨 0.1 个百分点。

图 14：PMI 产成品库存及原材料库存

单位：%



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_19763

