



证券研究报告·宏观研究报告

2020年5月7日

首创宏观“茶”：

宏观经济弱企稳，6月大概率是更大力度对冲政策落地的“窗口期”

——4月PMI数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 4月制造业PMI50.80，预期值51.0，前值52.0；4月非制造业PMI53.20，预期值52.5，前值52.30；4月综合PMI53.4，前值53.0。我们点评如下：
- 一、制造业与非制造业PMI均不乐观，宏观经济处于弱企稳状态；
- 二、新出口订单再次“断崖式”下跌，拖累新订单指数；
- 三、主要原材料购进价格与出厂价格双双大幅下行，利空工业企业利润增速；
- 四、需求弱于生产，工业企业处于被动补存状态；
- 五、城镇调查失业率虽不会大幅上升，但就业压力犹存；
- 六、6月大概率是更大力度对冲政策落地的“窗口期”。

目录

一、制造业与非制造业 PMI 均不乐观，宏观经济处于弱企稳状态.....	4
二、新出口订单再次“断崖式”下跌，拖累新订单指数.....	5
三、主要原材料购进价格与出厂价格双双大幅下行，利空工业企业利润增速.....	7
四、需求弱于生产，工业企业处于被动补存状态.....	9
五、城镇调查失业率虽不会大幅上升，但就业压力犹存.....	10
六、6月大概率是更大力度对冲政策落地的“窗口期”.....	12

图表目录

图 1：4 月制造业与非制造业 PMI 均不乐观（%）	5
图 2：新出口订单再次“断崖式”下跌，拖累新订单指数（%）	6
图 3：欧元区与英国服务业 PMI 几乎跌至“地板”（%）	6
图 4：主要原材料购进价格与出厂价格双双大幅下行（%）	8
图 5：产成品库存创 2013 年 4 月以来新高（%）	10
图 6：建筑业 PMI 从业人员创 2014 年 2 月以来高点（%）	11

事件：4月制造业PMI50.80，预期值51.0，前值52.0；4月非制造业PMI53.20，预期值52.5，前值52.30；4月综合PMI53.4，前值53.0。

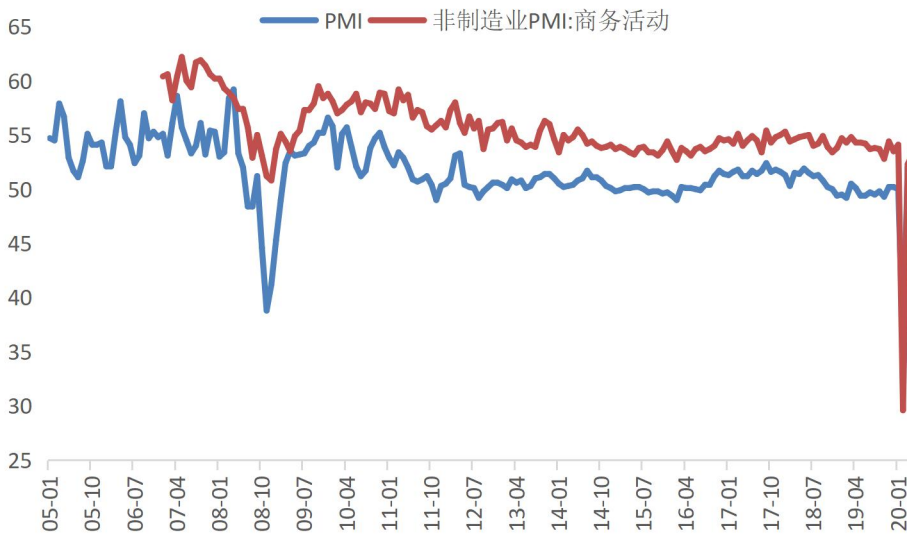
点评：

一、制造业与非制造业 PMI 均不乐观，宏观经济处于弱企稳状态

4月制造业PMI录得50.80，低于预期0.20个百分点。虽然位于荣枯线之上，但是4月制造业PMI并不乐观，体现在三方面：一是从绝对读数看，4月制造业PMI较3月下行，表明制造业的扩张程度较3月放缓；二是从环比看，4月制造业PMI较前值大幅下行1.20个百分点，下行幅度为历年同期最低，远超季节性；三是从同比看，在过往16年里的4月制造业PMI中，2020年位列倒数第6，居于中下游水平。从5个主要分项看，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得50.20、53.70、50.20、50.10、48.20，分别较前值上行-1.80、-0.40、-0.70、1.90、-0.80个百分点。其中，新订单大幅下行1.80个百分点，且逼近荣枯线，预示后期PMI大概率还将承压；生产虽然小幅下行，但是依旧是5个分项中最强劲的一项，对4月PMI形成支撑；从业人员再次回调，与新订单以及生产走势一致，表明新订单与生产承压是从业人员回调的主因，预示就业依旧面临压力。

4月非制造业PMI为53.20，高于预期0.70个百分点，较前值上行0.90个百分点。4月非制造业PMI的亮点包括以下几点：一是环比角度看，4月非制造业PMI在荣枯线之上较前值上行，表明非制造业扩张速度加快；二是结构角度看，非制造业PMI其余的9个指标，大部分较前值上行，如新订单较前值上行2.90个百分点至荣枯线之上，业务活动预期较前值上行2.80个百分点至60以上。此外，4月建筑业PMI为59.70，较前值上行4.60个百分点，与此同时，服务业PMI为52.10，较前值上行0.30个百分点。尽管如此，与过往14年的同期相比，2020年4月非制造业PMI位列倒数第1，表明2020年4月非制造业情况依旧不乐观。

图 1：4 月制造业与非制造业 PMI 均不乐观（%）

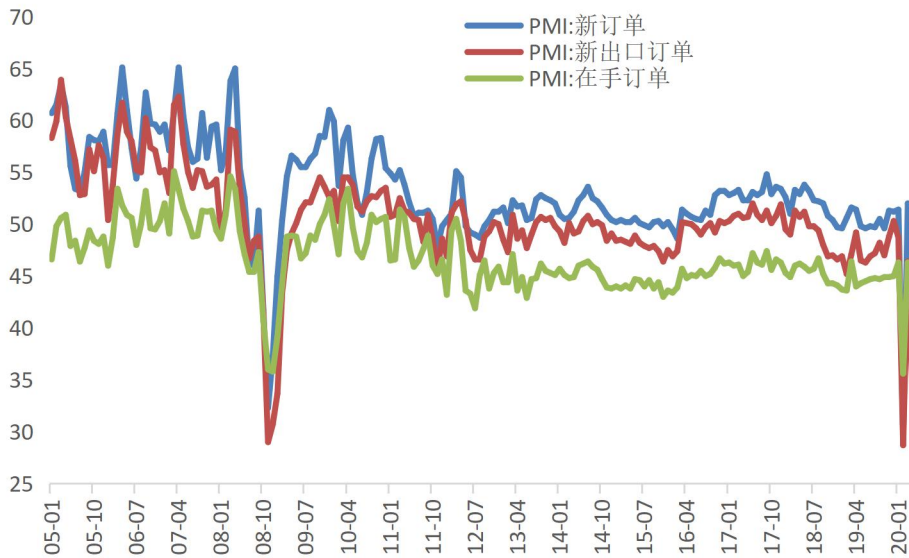


资料来源：wind，首创证券研发部

二、新出口订单再次“断崖式”下跌，拖累新订单指数

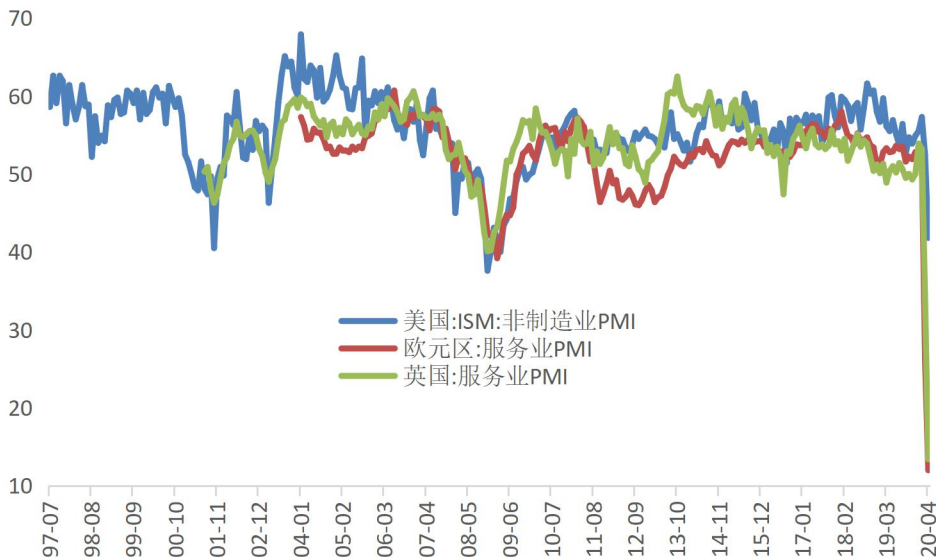
4月新订单、新出口订单与在手订单分别为50.20、33.50、43.60，分别较前值下行1.80、12.90、2.70个百分点。其中，继2月之后，新出口订单再次“断崖式”下跌，表明外需极不乐观，对4月新订单形成拖累。与2月新出口订单“断崖式”下跌不同的是，2月是我国停工停产导致新出口订单下行，彼时海外需求尚存，而4月则是海外需求大幅回落导致新出口订单下行。具体看，在新冠肺炎疫情的冲击下，主要经济体制造业PMI快速下行：美国方面，4月markit制造业PMI录得36.90，较前值大幅下行11.60个百分点，4月ISM制造业PMI录得41.50，较前值大幅下行7.60个百分点；欧元区方面，4月欧元区制造业PMI录得33.60，较前值下行10.90个百分点；日本方面，4月日本制造业PMI初值仅录得43.7，较前值下行1.10个百分点；英国方面，4月英国制造业PMI仅录得32.90，较前值下行14.90个百分点。不仅如此，新冠肺炎疫情对主要经济体非制造业PMI的冲击更为“惨烈”：4月美国ISM非制造业PMI录得41.80，较前值下行10.70个百分点；4月欧元区服务业PMI录得12.00，较前值下行14.40个百分点，几乎跌至“地板”；4月英国服务业PMI录得13.40，较前值下行21.10个百分点，同样几乎跌至“地板”。

图2：新出口订单再次“断崖式”下跌，拖累新订单指数（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图3：欧元区与英国服务业 PMI 几乎跌至“地板”（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

内需方面，4月“新订单-新出口订单”这一复合指标录得16.70个百分点，创2005年1月有数据记录以来新高。单就这一点看，4月内需似乎表现十分强劲。可是，与之形成鲜明对比的是，进口指数表明内需似乎不大乐观：一是4月进口指数仅录得43.90，在荣枯线之下继续下探4.50个百分点，进入严重收缩区间；二是大中小型企业进口指数分别为43.90、42.90、47.40，较前值分别下行4.60、3.50、6.70个百分点，呈全线大幅下跌态势。如何解释“新订单-新出口订单”这一复合指标创纪录新高与进口指数全线下跌且进入严重收缩区间这一对矛盾？我国的内需表现究竟如何？对于进口指数的下跌，我们认为可能的解释有两点：一是受新冠肺

炎疫情冲击，海外企业生产能力下降，在供给方面冲击我国的进口；二是在我国生产能力恢复的情况下，新出口订单大幅下行，表明海外需求很弱，降低对加工贸易的需求，进而使得来料加工贸易与进料加工贸易需求下降，而加工贸易占我国外贸的四分之一，利空进口指数。究其原因，供求两方面都是海外需求下降“惹的祸”，因此进口指数下行并不是我国内需下降的有力证据。但是，我们能否根据“新订单-新出口订单”这一复合指标创纪录新高，就断定目前我国的内需十分强劲呢？我们认为目前我国的内需并不强劲，判断依据包括：一是4月在手订单仅录得43.60，处于深度萎缩区间；二是从3月消费增速以及制造业投资增速看，二者降幅虽然收窄，但是反弹的力度并不强，尤其是消费增速；三是从4月财新服务业PMI看，仅录得44.4，虽然较前值上行1.4个百分点，但是低于预期5.70个百分点，依旧处于深度收缩区间。

我们认为，目前影响宏观经济走势的关键是，5月美国ISM制造业与非制造业PMI的走势如何？是像3月中国PMI一样出现“V”型反转，还是和4月欧元区以及英国PMI一样，继续“断崖式”下跌？这个问题的回答涉及到我国的外需，进而影响到国内逆周期政策的对冲力度。我们认为5月美国ISM制造业与非制造业PMI出现“V”型反转的概率较低。不论是从美欧的生活习惯看，还是从美欧采取的疫情应对措施及其力度看，均非常相似，叠加考虑美欧市场经济发达，这就意味着滞后于欧元区1个月成为疫情“震中”的美国，其制造业PMI与非制造业PMI十分有可能复制欧元区以及英国的走势，叠加考虑4月美国ISM制造业PMI的新订单仅录得27.1，较前值大幅下行15.1个百分点，我们认为5月美国ISM制造业PMI与非制造业PMI大概率不乐观，进而推断5月我国外需还将继续承压。

三、主要原材料购进价格与出厂价格双双大幅下行，利空工业企业利润增速

4月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双大幅下行：主要原材料购进价格指数为42.50，较前值下行3.00个百分点，创2016年1月供给侧结构性改革以来新低；出厂价格指数42.20，较前值下行1.60个百分点，创2016年1月万得资讯有数据记录以来新低。4月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为0.3个百分点，较前值大幅收窄2.3个百分点。值得注意的是，二者的差值录得2016年1月以来最低值，且首次跌落1.0个百分点之内，从这点看是利多工业企业利润增速的，但是应注意到，这是在4月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双大幅下行的背景下

发生的，因此，4月PPI当月同比大概率在3月-1.50%的基础上继续下探，利空工业企业利润增速。

图 4：主要原材料购进价格与出厂价格双双大幅下行（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

分企业规模看，大中小型企业的主要原材料购进价格分别为40.40、42.40、47.80，分别较前值下行4.20、2.90、0.70个百分点；大中小型企业的出厂价格分别为40.80、42.30、45.60，分别较前值上行-2.30、-2.10、0.80个百分点。值得提醒的是，大型企业主要原材料购进价格指数与出厂价格指数在4月出现倒挂，二者差值为-0.40个百分点，在其历史上仅出现2次倒挂，第一次倒挂是在2019年4月，彼时主要原材料购进价格指数与出厂价格指数处于周期顶部，而这次倒挂则出现在周期底部；中型企业主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值录得0.10个百分点，为2017年1月有完整数据记录以来新低；小型企业主要原材料购进价格指数分别高于大型企业与中型企业7.40、7.0个百分点，且分别较其前值走阔3.50、1.60个百分点，表明相对于大中型企

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_5394

