

稳就业、保民生是年度经济工作的关键

——4月PMI数据点评

核心内容:

★**内需稳步修复 外需预计持续承压。**4月制造业PMI为50.8%，较上月回落1.2%，表明经济仍处于稳步恢复态势，但需求疲弱对生产恢复形成制约。我们预计需求压力将贯穿二季度始终。内需将稳步修复，但外需承压将越发显著。本次疫情危机的形成机制主要源于由实体经济停顿，疫情是核心变量。在此背景下，疫情导致经济停摆还会进一步使得企业出现现金流缺口，促使实体经济发生经营危机，反过来进一步强化经济危机的自我实现。面对这场突如其来的全人类的挑战，无论是发达经济体还是新兴市场以及发展中经济体，无一可以幸免。

★**考虑到不可避免的预测误差，包括考虑经济政策托底的因素，我们认为中国本年度经济实现 2-3%左右的经济增长存在现实可能性。**因此相对于国际货币基金组织全年世界经济衰退 3%的预期，中国经济增长速度与世界平均增速水平比较得到的相对经济增速有望达 5-6%，相对 2019 年水平 (3.2%) 高出将近 2-3%，已经可以看作相当不错的成绩，若能实现则中国经济表现与对世界经济的拉动贡献仍将处于世界首位。

★**就业随生产小幅回落，稳就业压力明显增大。**4月就业回落至 50.2%，比上月下降 0.7%，从业人员指数与生产指数存在高度相关性，随生产同步出现小幅回

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

调，招工总体慢于预期。企业复产对员工需求增加，部分企业开始招工，员工到岗率提升。同时，线上招聘等新平台正逐步普及，企业可通过多种手段缓解人员不足情况。然而，内外需疲软的现状也使得企业裁员多、部分中小企业复产缓慢或经营陷入困境、岗位新增少等问题凸显，进一步加大了保就业的压力。从当前海外疫情的发展来看，5月数据或将受到进一步影响。

★非制造业稳步恢复，服务业需加大政策支持力度。4月PMI非制造业经营状况为53.2%，比上月回升0.9%，相较3月有所改善。非制造业景气度较3月进一步改善主要是建筑业复工复产加快，服务业中餐饮业较3月明显回暖，但受疫情管控影响住宿、文化体育娱乐、居民服务等行业商务活动指数连续三个月位于45以下，相关企业生产经营依然困难，需要政策进一步扶持。

一、经济恢复进程稳步延续，制造业景气度环比回调

(1) 内需稳步修复 外需预计持续承压

国内疫情可控背景下，经济稳步修复，制造业景气度环比回调。4月制造业PMI为50.8%，较上月回落1.2%，表明经济仍处于稳步恢复态势，但需求疲弱对生产恢复形成制约。我们预计需求压力将贯穿二季度始终。内需将稳步修复，但外需承压将越发显著。

本次疫情危机的形成机制主要源于由实体经济停顿，疫情是核心变量。在此背景下，疫情导致经济停摆还会进一步使得企业出现现金流缺口，促使实体经济发生经营危机，反过来进一步强化经济危机的自我实现。面对这场突如其来的全人类的挑战，无论是发达经济体还是新兴市场以及发展中经济体，无一可以幸免。

发达经济体以及新兴市场和发展中经济体同时处于衰退之中，这种情况是自“大萧

条”以来第一次出现。发达经济体今年的增长率预计为负 6.1%。而正常增长水平远远高于发达经济体的新兴市场和发展中经济体预计也将经历负增长,2020 年增长率为负 1.0%。

发达经济体增长形势预计将一片惨淡。根据基线情景,预计 2020 年美国经济将萎缩 5.9%,而欧元区 2020 年经济下滑的情况将更加严重,欧元区整体经济将下滑 7.5%,其中,意大利和西班牙 2020 年经济增速预计将分别下降 9.1%和 8.0%,而德国和法国经济增速预计将萎缩 7.0%和 7.2%。而在新兴市场和发展中经济体,唯有中国和印度预计仍将在 2020 年保持正增长,但本身经济就已较为脆弱的巴西和墨西哥预计 2020 年经济增速将分别下滑 5.3%和 6.6%。

值得注意的是,在基线情境下假设新冠肺炎疫情在 2020 年下半年消退,则各国采取的政策行动若能有效防止企业大面积破产、长期失业和系统性金融压力,那么预计 2021 年全球经济增长将回升到 5.8%。与此同时,发达经济体以及新兴市场和发展中经济体整体增速也将在 2021 年分别回升至 4.5%和 6.6%,各主要经济体经济增速也将出现不同程度的回升。

然而,对全球经济增长作出准确预期是十分困难的,全球经济增长前景充满不确定性。经济影响取决于相互作用的因素,包括疫情走势、防控措施的强度和效果、供给中断的程度、全球金融市场状况急剧收紧的影响、支出模式的转变、行为变化、信心效应以及波动的大宗商品价格,但这些因素之间的相互作用难以预测。并且许多国家面临多层次的危机,包括卫生冲击、国内经济动荡、外部需求急剧下降、资本流动逆转以及大宗商品价格暴跌。

局势短期内难以实质改观的可能性亦客观存在。在更加不利的情景假设下,今年下半年疫情可能不会消退,因此必须在更长时间内实施防控措施,金融状况可能更加恶化,全球供应链可能进一步中断。国际货币基金组织认为在这种情况下,全球 GDP 可能出现更大幅度的下滑:如果今年疫情持续更长时间,2020 年全球 GDP 可能比基线预测进一步降低 3%(至相对于 2019 年同比收缩 6%,基线预测同比收缩 3%);如果疫情持续到 2021 年,明年的增长可能比基线预测进一步降低 8%(至相对于 2020 年进一步同比收缩 2.2%,基线预测同比增长 5.8%)。考虑到本次疫情属于堪比 1918 年大流感的罕见全球流行,而 1918 大流感疫情在全球范围内持续延宕了近三年之久(1918-20),形势进一步恶化的可能性——即 2020 年内疫情无法在全球终结,病毒传播影响将延续至 2021 年的可能性不能完全排除。

(2) 年度经济增长预期应理性看待 但中国仍是世界经济修复的希望所在

1) 外需将成为中国经济修复的主要拖累

内需恢复仍需要时间，海外需求萎缩抑制生产复苏。从分项指标来看，4月生产指标小幅回落0.4%，为53.7%，绝对值较高且位于荣枯线上。在国内疫情得到有效控制、复工复产率明显提升的背景下，我国生产活动正逐渐转向常态。4月新订单指标回落1.8%至50.2%，进口指标为43.9%，较上月下降4.5%。受疫情冲击和收入下降影响，我国消费需求受到较大冲击，信心恢复较为缓慢，消费短期大幅反弹可能性较小。国际供应链面临中断，上游原材料生产和设备进口趋于停滞，一些进口贸易产业外移趋势进一步强化，部分产业甚至出现了与国际产业链被迫“脱钩”现象。企业现金流困难、地方财政平衡压力增加、国际需求严重下滑，将进一步影响民间投资、基础设施投资、外贸企业投资的意愿和能力。

出口预计持续拖累中国经济。4月新出口订单为33.5%，较上月大幅回落12.9%。海外需求将随疫情蔓延持续萎缩，由海外供给停滞所致相关输入性核心技术、关键零部件缺失或将导致部分供应链中断，一定程度上抑制了生产的复苏脚步。随着国内外需求下降，企业生产最大的制约从前期防疫政策所致的“生产抑制”转向“生产抑制”与“需求收缩”并存。虽然我国已逐步转变为以内需驱动为主，短期外需变化对整体经济的影响较小。然而，一旦外需发生趋势性的长期变化，给国内需求造成较强的负反馈，从而带动内需也发生类似的变化，影响则会进一步扩大，需要持续关注各国疫情的变化。考虑到中外疫情发展节奏的错位，内需在二季度开始有望逐步好转，而外需承压预计持续加剧，不确定性明显提升，在一定程度上对出口型企业的投资产生负向影响，出口或将持续拖累GDP。

我们预计本次由于全球抗疫所致的经济停滞性衰退，可能使得出口直接下滑20%以上，这样出口额度基本回到了2014-2015年的状态，影响最严重预计在第2季度。但与2008-2009年不同，我国进口可能表现会显平稳，主要考虑到一季度进口仍然较为强劲，我国农产品、铁矿石等进口仍然较为旺盛，4月份受到航运停滞的影响，但5月份可能会缓慢恢复。

初步预计，考虑到我国出口月平均约1700亿美元，2季度我国外贸损失可能超过800亿美元，2季度出口增速预计为-20.04%，当季净出口拉低GDP约2.2个百分点。全年出口损失可能超过1200亿美元，全年出口增速预计为-13.0%。预计本年度进口强于出口，我国外贸顺差会有所减弱，全年净出口对GDP的拉动为负。新冠疫情的发展态势直接决定了我国外贸形势，全球主要出口国家和全球主要进口国家中，都是新冠疫情较为严重的地方。2009年我国净出口对GDP的拉动是-3.9%，如果疫情持续时间过长，那么全年净出口对GDP的冲击预计至少与2009年幅度相当。

2) 去库存压力增大将显著增大中国经济通缩风险

去库存压力增加，全年通缩风险显著增大。本月新订单回落，产成品库存微升，经济动能指标（新订单-产成品库存）下滑2个点至0.9（上月为2.9），显示需求显著不足。价格方面，主要原材料购进价格较3月继续回落3个点至42.5，4月国际原油价格继续大幅下滑，拖累原油产业链工业品价格。整体来看，目前需求恢复的节奏弱于生产，观察到4月新订单指数收缩幅度超过生产指数。海外需求下滑尤为明显，拖累我国出口订单，反映订单不足的企业占比高达57.7%，已开工生产的订单被取消等现象客观存在。全球需求持续疲弱的态势下，工业品价格同步走弱在预期当中，预计推动国内PPI继续下行，本年度通胀预计持续处于下降通道，通缩风险持续存在。

就业随生产小幅回落，稳就业压力明显增大。4月就业回落至50.2%，比上月下降0.7%，从业人员指数与生产指数存在高度相关性，随生产同步出现小幅回调，招工总体慢于预期。企业复产对员工需求增加，部分企业开始招工，员工到岗率提升。同时，线上招聘等新平台正逐步普及，企业可通过多种手段缓解人员不足情况。然而，内外需疲软的现状也使得企业裁员多、部分中小企业复产缓慢或经营陷入困境、岗位新增少等问题凸显，进一步加大了稳就业的压力。从当前海外疫情的发展来看，5月数据或将受到进一步影响。从4月长江商学院的中小企业BCI指数看，企业融资、投资指标较上月走低，4月的企业招工前瞻指数45，较上月的49.1进一步走低，表明中小企业的就业改善未能持续；BCI招工指数45与PMI从业人员50.2的对比，也反映中小企业的用工前景问题：PMI从业人员包括了较多的大型企业，中小企业的招工情况反而有所恶化。考虑到中小企业是我国承载就业岗位的主要部门，经济下行的压力预计还将传导到居民可支配收入一端。

企业经营压力明显增加，资金链断裂风险上升。从企业规模角度看，本月大、中型企业PMI有所回落，小型企业几乎持平于上月。大型企业PMI为51.1%，比上月下降1.5%；中型企业PMI为50.2%，低于上月1.3%；小型企业PMI为51%，环比小幅回升0.1%。疫情期间，正常经济活动受到严重冲击，绝大多数行业利润下降，企业生产经营更加困难，营收预期更为悲观。在利润水平下降、亏损面扩大、生产经营难以恢复正常水平的情况下，原有的租金、人工、折扣等刚性成本费用并未明显减少，疫情期间的防护成本又大幅增加，加之企业盈利滑坡增大外部融资难度，企业资金链断裂风险上升。随着疫情持续时间拉长，暂时性的收入和利润损失可能转化为不可逆的资产负债表损伤，企业破产倒闭数量预计将逐步增加，进一步增大我国经济恢复难度。后续需要密切关注中小企业出现业务停滞、资金链断裂等问题带来的经营压力。

我们估计中国经济将在二季度恢复正增长，但对于后续季度经济修复进程不宜过高估计，理性看待 2020 年中国经济，立足稳就业、保民生就是最大胜利。此前，在 4 月初我们预计一季度中国经济将同比收缩 7.4%（实际统计数据为收缩 6.8%），全年预计实现经济同比增长 2.7%。目前，我们适度调降全年经济增速预期，预计第二至第四季度经济同比增速分别为 2.2%、6.3%、6.8%，全年经济同比增速预计在 2.1% 左右（图 1、表 1、表 2）。

考虑到不可避免的预测误差，包括考虑经济政策托底的因素，我们认为中国本年度经济实现 2-3% 左右的经济增长存在现实可能性。因此相对于国际货币基金组织全年世界经济衰退 3% 的预期，中国经济增长速度与世界平均增速水平比较得到的相对经济增速有望达 5-6%，相对 2019 年水平（3.2%）高出将近 2-3%，已经可以看作相当不错的成绩，若能实现则中国经济表现与对世界经济的拉动贡献仍将处于世界首位。

图 1: 2020 年中国 GDP 增速走势预测 (%)



资料来源: 万得资讯 中国银河证券研究院

表 1:中国 GDP 预期 (%)

%	GDP	工业增加值	社会消费零售总额	固定资产投资(累计同比)				出口
				总投资	制造业	房地产	基建	
2012	7.9	10.0	14.5	20.6	22.03	16.2	13.7	7.92
2013	7.8	9.7	13.1	19.6	18.46	19.8	21.21	7.82
2014	7.4	8.3	12.0	15.7	13.5	10.5	20.29	6.03
2015	7.0	6.1	10.7	10	8.1	1	17.29	-2.94
2016	6.8	6.0	10.4	8.1	4.2	6.9	15.71	-7.73
2017	6.9	6.6	10.2	7.2	4.8	7	14.93	7.9
2018	6.7	6.2	8.98	5.9	9.5	9.5	1.79	9.87
2019	6.1	5.7	8.0	5.4	3.1	9.9	3.3	0.15
2020	2.1	2.1	0.4	3.9	0.3	5.9	5.7	-13.3
20201Q	-6.8	-8.4	-19.0	-16.1	-25.2	-7.7	-16.4	-13.3
20202Q	2.2	3.2	4.1	-0.6	-3.6	1.6	0.8	-20.04
20203Q	6.3	6.5	8.1	2.2	-2.1	3.5	2.3	-13.63
20204Q	6.8	7.1	8.3	3.9	0.3	5.9	5.7	-6.35

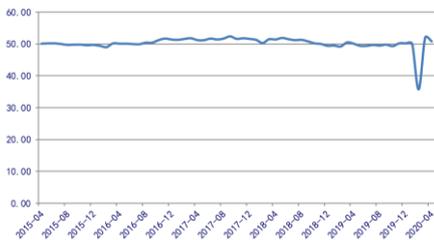
资料来源:国家统计局 中国银河证券研究院 (2020 年数字为当季度增长率)

表 2:2020 年各行业对 GDP 的拉动 (%)

	农林牧渔业	工业	建筑业	交通运输、仓储和邮政	批发和零售	住宿和餐饮	金融	房地产	其他服务	合计
2020-03	-0.12	-2.72	-0.88	-0.59	-1.76	-0.67	0.53	-0.44	-0.32	-6.97
2020-06	0.10	0.60	0.30	0.10	0.20	-0.60	0.50	0.40	0.60	2.20
2020-09	0.20	2.00	0.80	0.30	0.60	0.10	0.60	0.50	1.20	6.30
2020-12	0.20	2.20	0.80	0.40	0.60	0.10	0.60	0.60	1.30	6.80
全年	0.10	0.52	0.26	0.05	-0.09	-0.27	0.56	0.27	0.70	2.08

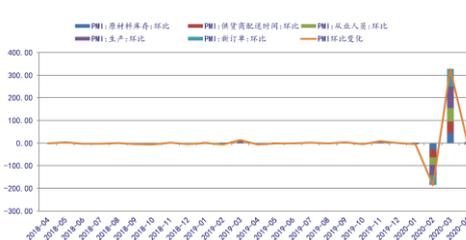
资料来源:国家统计局 中国银河证券研究院 (2020 年数字为当季度增长率)

图 2 : 制造业 PMI 指标



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

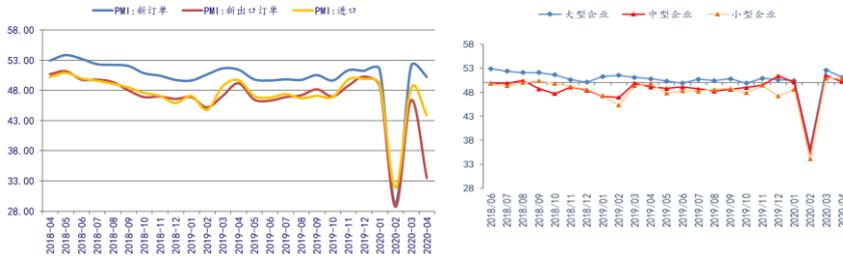
图 3 : 制造业 PMI 主要分项指标



资料来源: Wind 中国银河证券研究院

图 4 : 制造业 PMI 进出口指标

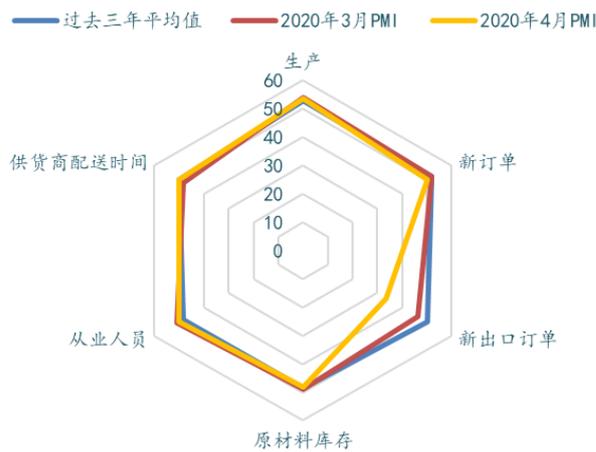
图 5 : 大中小型企业 PMI 指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 6：制造业 PMI 分项指标雷达图



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

二、服务业需加大政策支持力度，建筑业或将持续改善

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_5478



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>