

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50588666-8018

二季度开局 PMI 回调, 定向降准 预期走强

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2019年05月06日

相关研究

- 1 《宏观报告: 2月社融回调, 通缩延续, 政策托底呵护市场-宏观跟踪》 2019-03-11
- 2 《宏观报告: 逆周期调节加码, 宏观政策发力持续-宏观专题》 2019-03-05
- 3 《宏观报告: 2月春节效应渐逝, 经济企稳仍需时日-宏观月报》 2019-02-28
- 4 《宏观报告: 央行为永续债背书, CBS着力“宽信用”-宏观专题》 2019-01-25
- 5 《宏观报告: 央行为永续债背书-宏观专题》 2019-01-25

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

数据:

根据国家统计局5月1日发布的景气度指标, 4月中采制造业PMI报50.1%, 前值50.5%; 官方非制造业PMI报54.3%, 前值54.8%; 综合PMI产出指数报53.4%, 前值54%。财新制造业PMI为50.2%, 前值50.8%。

事件:

央行宣布: 5月15日开始对中小银行实行较低存款准备金率

观点:

- **基本面:** 4月三大景气度数据均出现回调, 但均在50线上方, 较去年四季度和年初有改善, 但相较3月份的超预期表现, 更多是修复回归。景气度整体不弱, 二季度方向上震荡坚守荣枯线为主基调。供求结构上, 生产表现好于需求, 生产指数为52.1%, 前值52.7%; 新订单指数为51.4%, 前值51.6%, 但3月复产效应过后, 若需求改善跟不上, 会使得生产回落加快和景气度水平的下行。
- **价格:** 猪周期提前触底, 2季度CPI或延续修复, 推升物价预期。PPI同比增速有正转负, 下游生产企稳对上游生资价格有所支撑, 此外, 能源价格和猪肉价格5月仍有上行空间, CPI或由3月的2.3(升至2.5); PPI从3月的0.4(升至0.6)。
- **政策面:** 此次定向降准和政治局会议精神结合起来看, 高层强调了央行货币政策独立性以及稳健中性, 整体肯定前期成果, 财政积极有效, 货币松紧适度。同时, 在以上方向不变的前提下, 逆周期调节工具发挥作用, 对冲拖累经济下行的影响因素。
- **整体来看:** 一季度生产和需求开始企稳, 二季度经济或在一季度超预期的情况下, 理性回调。外部环境依然多变, 英美央行表态偏鹰, 特朗普推特各种不满平添变数; 内部经济开局企稳, 但需求端改善较慢, 供给侧改革和结构性去杠杆, 抑制逆周期节奏。此时的定向降准操作, 信用环节释放对冲信号。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严超预期; 中美关系多变

内容目录

1. 二季度开局 PMI 回调.....	3
2. 复产补库结束，价格上行有支撑.....	4
3. 不同规模企业景气度分化.....	4
4. 非制造业景气度高位回落.....	5
5. 定向降准对冲预期走高.....	5
6. 结论与建议.....	6

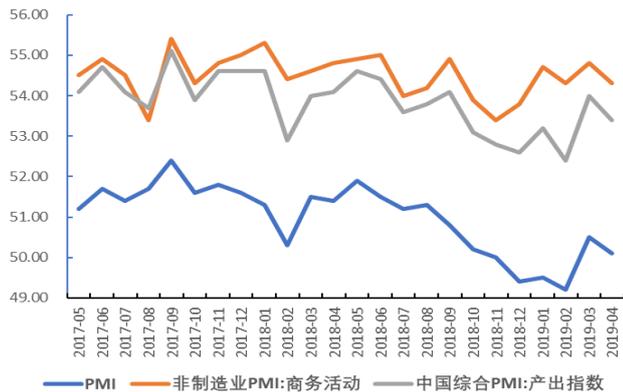
图表目录

图 1: 4 月三大指标均有回落但仍处 50 线上方 (%).....	3
图 2: 4 月供需两端震荡回调 (%).....	3
图 3: 4 月进出口指标反弹，预期改善但弱势依旧.....	3
图 4: 4 月主要工业国家制造业 PMI 下行趋势未变.....	3
图 5: 3 复产补库完毕，4 月降库存.....	4
图 6: 4 月价格指数延续企稳但增幅收窄.....	4
图 7: 4 月小型企业景气度攀升.....	5
图 8: 4 月大小企业景气度预期持平.....	5
图 9: 4 月非制造业景气度受建筑业和服务业高位调整.....	5
图 10: 3 月建筑业反弹后，4 月建筑业景气度回落.....	5

1. 二季度开局 PMI 回调

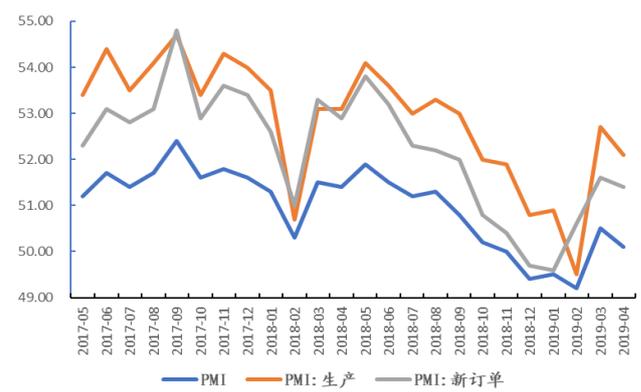
4月三大景气度数据均出现回调，但均在50线上方，较去年四季度和年初有改善，但相较3月份的超预期表现，更多是修复回归。景气度整体不弱，二季度方向上震荡坚守荣枯线为主基调。供求结构上，生产表现好于需求，生产指数为52.1%，前值52.7%；新订单指数为51.4%，前值51.6%，但3月复产效应过后，若需求改善跟不上，会使得生产回落加快和景气度水平的下行。

图 1：4 月三大指标均有回落但仍处 50 线上方（%）



资料来源：中原证券，wind

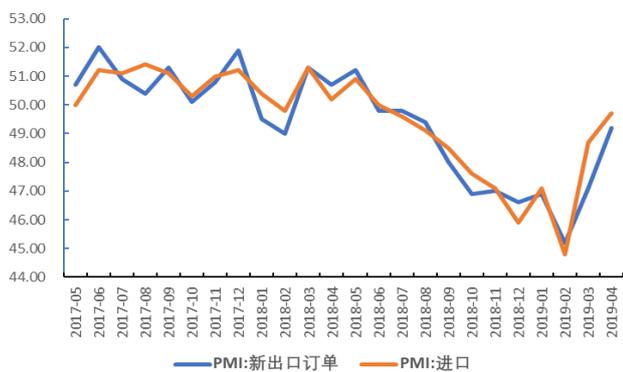
图 2：4 月供需两端震荡回调（%）



资料来源：中原证券，wind

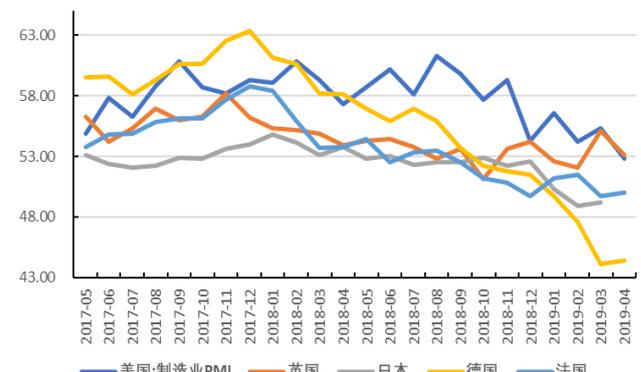
4月进出口指标快速回升，其中代表出口的新出口订单指数报49.2%（前值47.1%），较上月回升2.1个百分点；进口指数报49.7%（前值48.7%），较上月上升1个百分点。外需虽有预期改善，但对经济的贡献继续趋弱（进出口指数均处于低于50%收缩区间），中美关系多变，担忧情绪仍在，英美央行表态偏鹰，叠加主要经济体PMI指标依然弱势，外部环境的不确定性仍强，外需基本面难以短期冰释回暖。

图 3：4 月进出口指标反弹，预期改善但弱势依旧



资料来源：中原证券，wind

图 4：4 月主要工业国家制造业 PMI 下行趋势未变

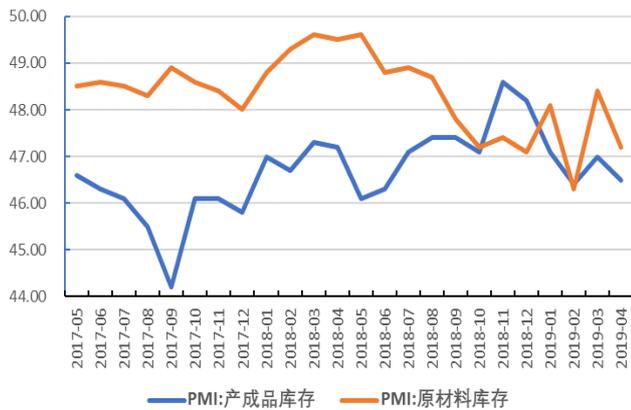


资料来源：中原证券，wind

2. 复产补库结束，价格上行有支撑

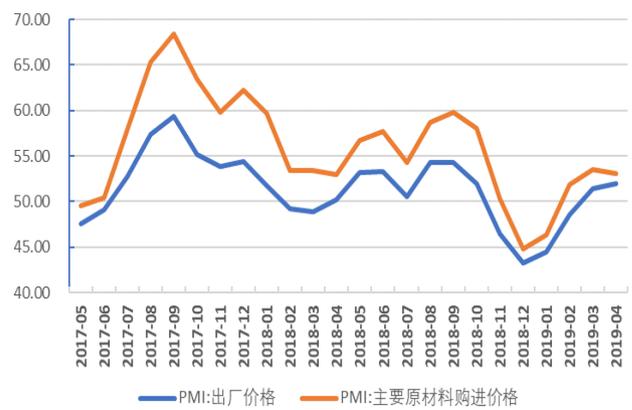
4月价格指数整体增速趋缓，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分化，分别为53.1%（53.5%）和52%（51.4%），较前值下降0.4和上升2.9个百分点，需求慢于生产，价格指数却仍有支撑。原因有四：一是4月份，原油、动力煤等能源大宗商品价格高位回调，成本端支撑；二是逆周期调节效果初现，叠加各国政府货币政策基调倾向宽松，流动性支撑；三是4月复产结束，3月原材料库存补库回调后开始下降，低库支撑；四是PPI上行，企业利润触底，扩产支撑。

图5：3复产补库完毕，4月降库存



资料来源：中原证券，wind

图6：4月价格指数延续企稳但增幅收窄



资料来源：中原证券，wind

展望价格：猪价或在7月份迎来新高，供求关系并不会因猪粮比改善，农户快速回补库存。考虑到食品项对CPI的影响最大，4月猪肉价格或拉动CPI回归至2.5%附近，并非因为需求改善所致，因此经济下行压力存在，政策面逆周期节奏或放缓，若经济彻底转向复苏不能证实，或物价上行带来滞涨风险，因此货币政策目前难言方向从中性偏宽松转向偏紧，在尚待宏观数据考证之前，政策持中性概率较大，当前逆向操作对冲更显谨慎。

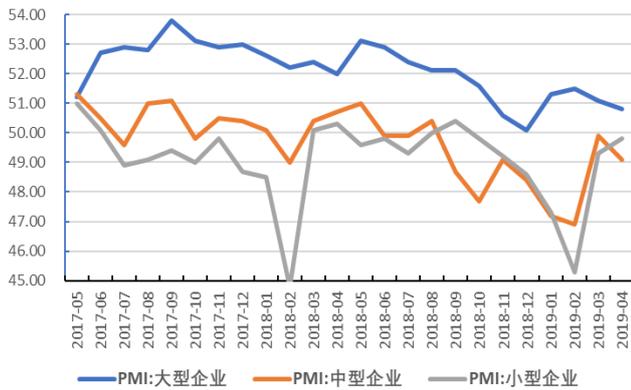
3. 不同规模企业景气度分化

4月不同规模企业景气度分化：大型企业PMI微降至50.8%，比上月回落0.3个百分点，但仍处扩张域；中型企业PMI为49.1%（前值49.9%），收缩域中跌幅扩大，比上月回落0.8个百分点，小型企业PMI为49.8%（前值49.3%），比上月上升0.5个百分点。小型企业PMI仍位于收缩域，但底部修复加快回暖（宽信用、普惠金融、科创板等政策发力，叠加4月PPI预计环比修复）。

小型企业或优先中型企业率先企稳改善，3-4月小企业虽在收缩区间，但明显较去年底部加快回暖，表现优于中型企业也反映了政策托底的作用正在显现，主要有两个层面：首先是社保费率和基数均有利于小型企业。本月1日起正式实施的降费主要涉及两方面，一是降费率，相较之前的20%或19%的费率水平，养老保险单位缴费比例降至16%。二是降费基，调整社保缴费基数，部分工资水平较低的职工和企业缴费基数可相应降低，缴费负担会减轻；其次是

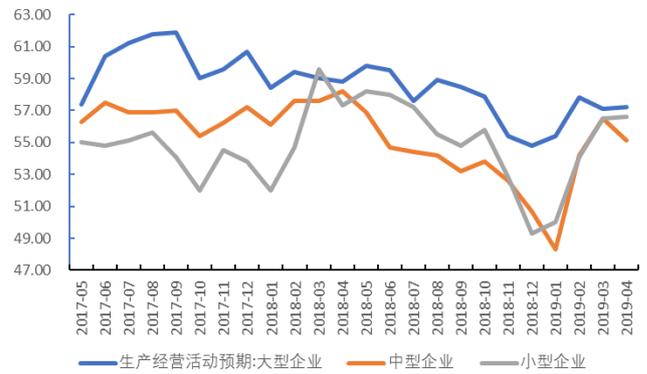
定向降准。5月15日开始对中小银行实行较低存款准备金率，促进降低小微企业融资成本；

图 7：4 月小型企业景气度攀升



资料来源：中原证券，wind

图 8：4 月大小企业景气度预期持平



资料来源：中原证券，wind

4. 非制造业景气度高位回落

4 月份非制造业 PMI 为 54.3%（前值 54.8%），回落 0.5 个百分点。分项上看：服务业下降 0.3 个百分点，报 53.3%（前值 53.6%），高位收窄，建筑业受气候影响已经不碍，维持高景气度 60.1%（前值 61.7%），回落 1.6 个百分点。

非制造业表现虽有回落，但是不改其高位扩张的态势。从行业看，水上运输业、航空运输业、邮政业、电信广播电视和卫星传输服务、货币金融服务和保险业等行业商务活动指数位于 57.0% 以上的较高景气区间，建筑业连续两个月位于高位景气区间，建筑业生产保持快速增长。

图 9：4 月非制造业景气度受建筑业和服务业高位调整

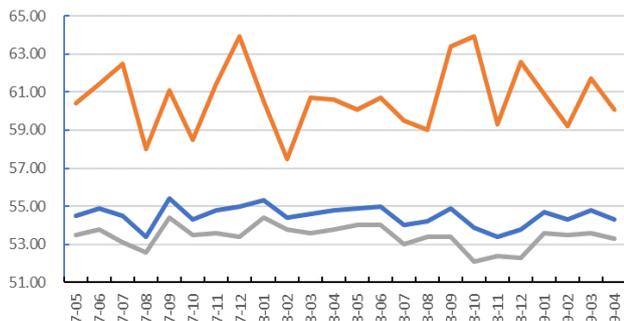
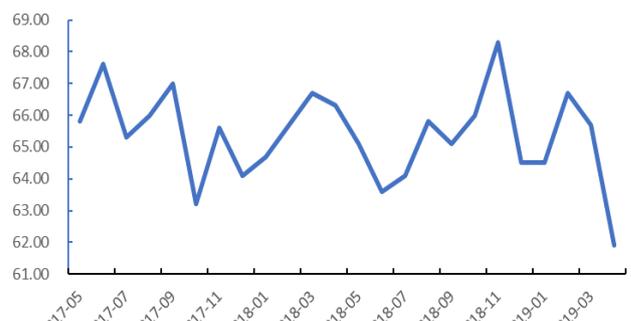


图 10：3 月建筑业反弹后，4 月建筑业景气度回落



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_12751

