

4 月 PMI 释放的若干信号

——评 4 月 PMI 数据

宏观数据点评

2019 年 05 月 06 日

报告摘要：

● 我们关于经济和市场的三大判断全部验证。

3 月以来，针对经济和市场走势，我们先后提出三大判断——【经济暂稳不等于内生企稳】、【股市将进入震荡调整期】、【全球贸易最阴暗的时刻已过】。这三大判断在我们提出之时，都只有少数人认同，如今前两个判断已经得到验证，后一个判断也已经拥有越来越多证据。为什么我们的三大判断全部验证？因为我们立足于扎实研究的基础上。

● 生产回落，没有需求支撑的生产强劲终不能持久。

4 月 PMI 生产指数为 52.1%，比上月回落 0.6 个百分点，与高频数据发电耗煤增速转负相印证，表明制造业生产扩张步伐有所放缓。4 月 PMI 生产指数及环比降幅均创历年同期最低，很明显，生产的回落已经超出了季节性因素能够解释的范围。上月 PMI 超预期，当时我们指出，生产端和需求端存在不同步，生产已经发力，而需求还未跟上，在短期需求支撑不够的情况下，4 月生产出现回落并不意外。

● 重申全球贸易最阴暗的时刻已经过去。

4 月中旬，在市场仍在担心全球经济放缓和全球贸易低迷之际，我们提出，全球贸易最阴暗的时刻或许已经过去，局面可能好转而难以变坏了。4 月 PMI 新出口订单指数为 49.2%，比上月回升 2.1 个百分点，环比升幅创近 13 年来同期新高，有力地佐证了我们的判断。中美经贸谈判若达成协议，关税战的激烈对抗将走向调和，下半年中美贸易和全球贸易还有进一步改善空间。

● 维持 5-6 月债市迎来一波交易性机会判断。

4 月份，在经济数据超预期、税期、降准预期不断落空等一系列因素冲击下，十年期国债收益率从不到 3.1% 快速上升至 3.4% 左右，债市经历了一波剧烈调整。短期内经济未真正企稳，货币宽松只是放缓并非结束。我们预计，5-6 月债市超调之后将迎来一波交易性机会，十年期国债收益率或降至 3.2-3.3%。下半年，随着通胀中枢抬升和经济内生动能企稳，十年期国债收益率中枢可能重新抬升。

● 风险提示：逆周期调节不及预期、经济动能未能平稳接力。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

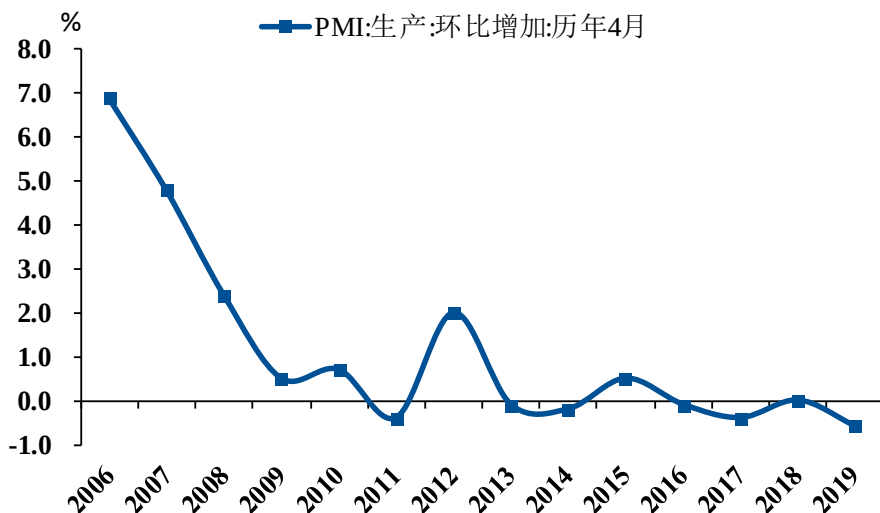
邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

我们关于经济和市场的三大判断全部验证。3月以来，针对经济和市场走势，我们先后提出三大判断——【经济暂稳不等于内生企稳】、【股市将进入震荡调整期】、【全球贸易最阴暗的时刻已过】。这三大判断在我们提出之时，都只有少数人认同，如今前两个判断已经得到验证，后一个判断也已经拥有越来越多证据。为什么我们的三大判断全部验证？因为我们立足于扎实研究的基础上。民生宏观，只做靠谱研究！

生产回落，没有需求支撑的生产强劲终不能持久。4月PMI生产指数为52.1%，比上月回落0.6个百分点，与高频数据发电耗煤增速转负相印证，表明制造业生产扩张步伐有所放缓。4月PMI生产指数及环比降幅均创历年同期最低（图1），很明显，生产的回落已经超出了季节性因素能够解释的范围。上月PMI超预期，当时我们指出，生产端和需求端存在不同步，生产已经发力，而需求还未跟上，在短期需求支撑不够的情况下，4月生产出现回落并不意外。

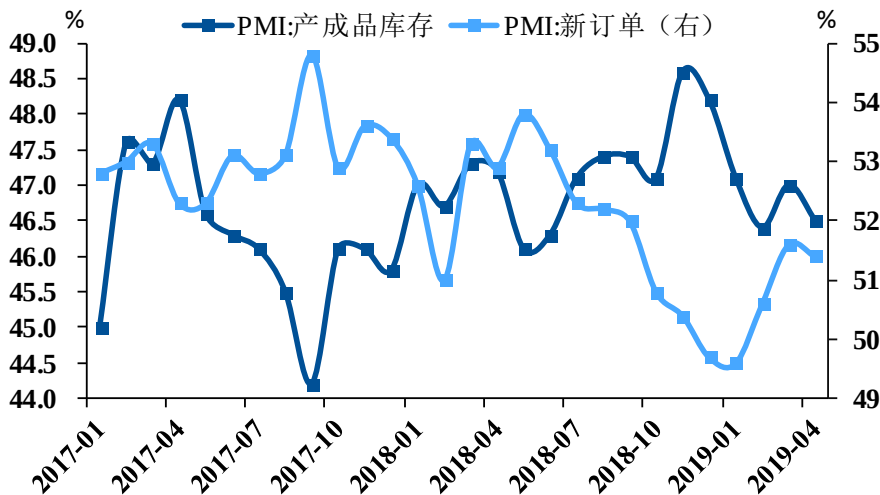
图1：4月PMI生产指数环比降幅创历年同期最低



资料来源：Wind，民生证券研究院

企业仍处于主动去库存周期。4月PMI产成品库存指数为46.5%，比上月下降0.5个百分点，新订单和在手订单也双双回落，反映企业仍处于主动去库存周期（图2）。我们研究发现中美库存周期具有高度同步性，目前均处于主动去库存周期。进一步地，根据美国库存周期的领先性指标，我们判断中美本轮去库存周期结束时点应为今年三季度。值得注意的是，以“新订单-产成品库存”衡量的动能来看，4月为4.9，连续4个月回升，显示内生动能正在逐步改善（图3）。

图 2：企业仍处于主动去库存周期



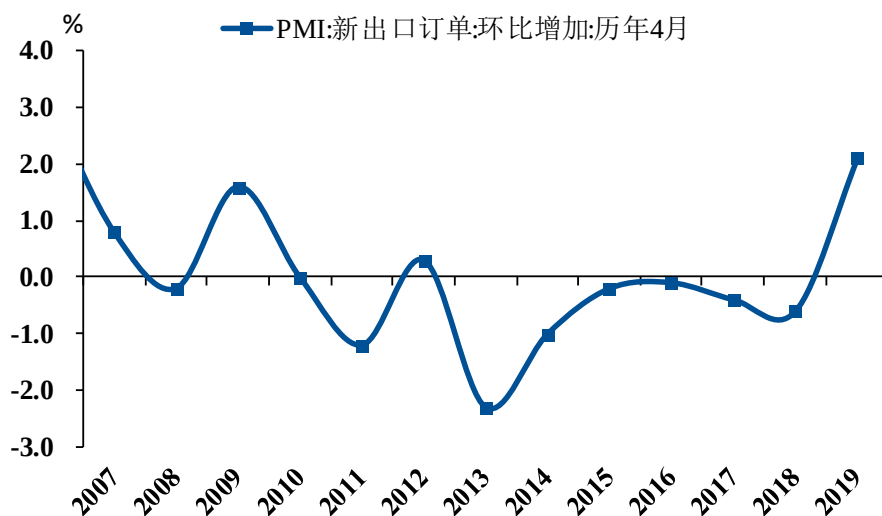
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：“新订单-产成品库存”反映的内生动能逐步改善



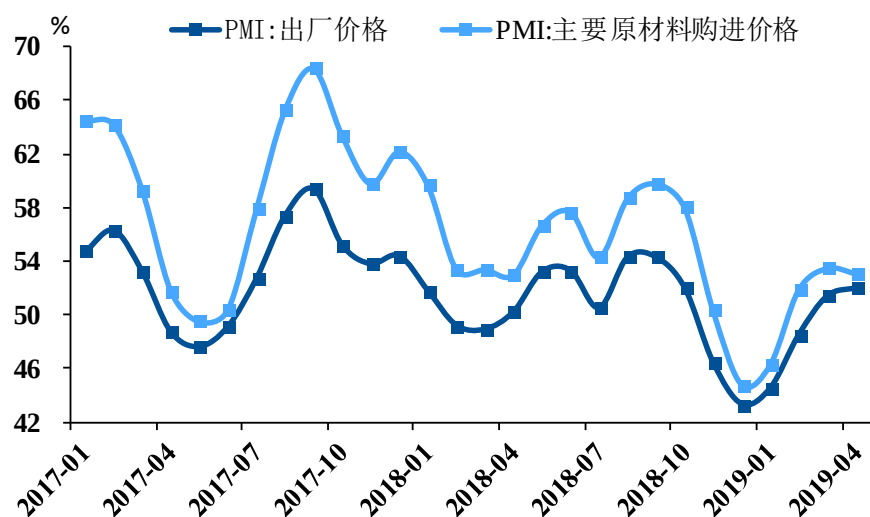
资料来源：Wind，民生证券研究院

重申全球贸易最阴暗的时刻已经过去。4 月中旬，在市场仍在担心全球经济放缓和全球贸易低迷之际，我们提出，全球贸易最阴暗的时刻或许已经过去，局面可能好转而难以变坏了。4 月 PMI 新出口订单指数为 49.2%，比上月回升 2.1 个百分点，环比升幅创近 13 年来同期新高（图 4），有力地佐证了我们的判断。中美经贸谈判若达成协议，关税战的激烈对抗将走向调和，下半年中美贸易和全球贸易还有进一步改善空间。

图 4：4 月 PMI 新出口订单环比升幅创近 13 年来同期新高


资料来源：Wind，民生证券研究院

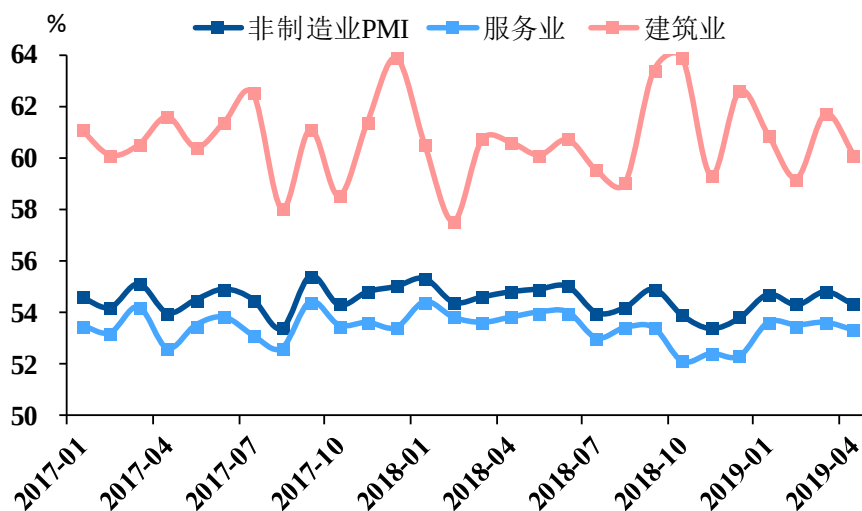
出厂价格继续回升，工业品通缩风险缓释。4 月 PMI 主要原材料购进价格指数为 53.1%，比上月小幅回落 0.4 个百分点；出厂价格指数为 52.0%，高于上月 0.6 个百分点，为 6 个月高点（图 5）。两个价格指数差值连续两个月缩小，表明相关行业企业利润空间有所改善。值得关注的是，黑色金属冶炼及压延加工业的价格指数升幅最大，均位于 65.0% 以上，且出厂价格指数明显高于主要原材料购进价格指数。中国 PPI 重回通缩的风险缓释，利好企业利润回暖。

图 5：4 月 PMI 出厂价格指数继续回升


资料来源：Wind，民生证券研究院

非制造业 PMI 小幅回落，但仍处于较高景气区间。4 月非制造业 PMI 为 54.3%，比上月回落 0.5 个百分点，但仍连续 4 个月位于 54.0% 以上的较高扩张区间（图 6）。其中，服务业商务活动指数为 53.3%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但仍保持较快增长；服务业业务活动预期指数为 60.0%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但连续 3 个月位于高位景气区间，表明企业对市场发展继续保持乐观态度。建筑业商务活动指数为 60.1%，虽有所回落，但仍位于高位景气区间，主要是受到基建投资和房地产投资高景气的影响。

图 6：非制造业 PMI 小幅回落，但仍处于较高景气区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

维持三季度经济内生企稳判断。我们已经多次指出，上半年经济看房地产和基建，下半年看制造业投资、民间投资和消费，二至三季度为传统动能和内生动能接力的关键时期，只有内生动能平稳接力成功，中国经济才能真正内生企稳。基于融资领先性、去库存结束时点、贸易至暗时刻已过、减税降费逐步落地等多重因素，我们维持三季度中国经济实现内生企稳判断。

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_12820

