

制造业增长动能为何有所放缓？

4月PMI数据点评

证券研究报告

2021年05月04日

● 核心结论

最新公布的4月中国制造业PMI为51.1%，较前值下降0.7个百分点；服务业PMI为54.4%，较前值下降0.8个百分点。具体来看：

4月实体经济各部门保持扩张，但动能有所放缓。1) 需求方面，新订单指数为52%，较上月下降1.6%，出口订单指数为50.4%，下降0.8%，服务业新订单指数为51.3%，较上月下降0.8%。2) 供给方面，生产和进口指数分别为52.2%和50.6%，较上月下降1.7%和0.5%。3) 价格方面，仍然维持高位，原材料价格和出厂价格指数分别为66.9%和57.3%，均低于上月2.5%。4) 预期方面，企业生产经营活动预期指数为58.3%，较上月小幅回落0.2%。另外，服务业商业活动指数为54.4%，较上月小幅下降0.8%。考虑到五一出行的高景气度，预计5月服务业商业活动指数可能有所反弹。

制造业增长动能的放缓主要有三个原因。首先，疫情和碳排放政策干扰下，资源品供给释放受阻，煤炭、有色金属和钢材等商品价格持续上行。上游价格上涨开始影响到中下游的景气度，但中下游价格往终端需求传导并不足够顺畅。其次，由于全球“缺芯”的情况，对国内高新技术制造业的生产景气度也带来了一定的负面影响。部分电子和汽车企业甚至出现被迫停工的现象。最后，3月的宏观经济对1-2月的“就地过年”等因素有比较强的回补，这些回补效应在4月消退，也带动了景气小幅走弱。

两个积极的信号。首先，小型企业PMI继续回暖，创下了2020年4月以来的最高值。这背后指向的是微观企业活力上升，也反应央行的直达实体经济的政策仍在发力。但仍然需要关注涨价因素对中小企业的冲击。其次，从业人员指数再次滑落到50以下。从2020年4月以来，从业人员指数已经有11个月位于50以下，但工业生产维持高位。我们认为这可能和制造业生产在疫情之后加速推进自动化，以此来缓解用工短缺有关。这个趋势在疫情背景下可能持续。

未来经济的走向仍然与疫情的发展有关。未来几个月需密切关注以下几点：第一，上游原材料价格上涨对于中下游行业景气度的压制。这一点在不少行业的季报中可能会开始体现。第二，目前来看PPI在未来两个月破6几成定局，后续需要密切关注央行对PPI的态度。但从另外一个角度来看，央行的政策对于全球供需错配带来的价格上涨能做的并不多。第三，PMI回落本身表明制造业景气度或许已经逐渐开始筑顶。经济后续的增长动能需要消费配合，而消费的复苏强度则取决于疫苗的推广速度和效果。

风险提示：病毒超预期变异、疫苗接种速度减慢

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

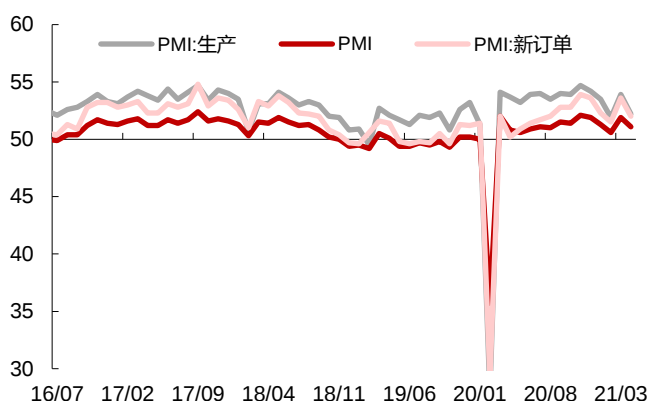
4月PMI数据点评：制造业增长动能为何有所放缓？

最新公布的4月中国制造业PMI为51.1%，较前值下降0.7个百分点；服务业PMI为54.4%，较前值下降0.8个百分点。具体来看：

一、4月实体经济各部门保持扩张，但动能有所放缓

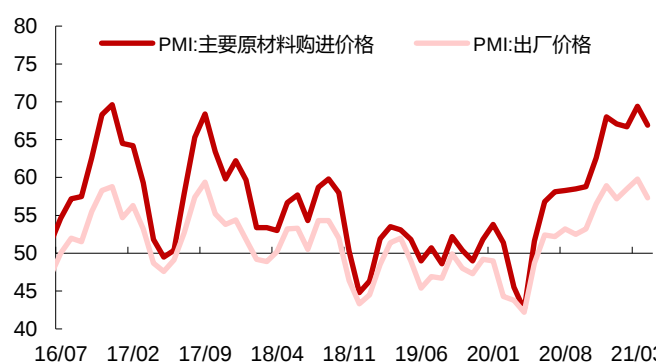
- 1) 需求方面，新订单指数为52%，较上月下降1.6个百分点，出口订单指数为50.4%，下降0.8个百分点，服务业PMI新订单指数为51.3%，较上月下降4.1个百分点。
- 2) 供给方面，生产和进口指数分别为52.2%和50.6%，较上月下降1.7个百分点和0.5个百分点。
- 3) 价格方面，仍然维持高位，原材料价格和出厂价格指数分别为66.9%和57.3%，均低于上月2.5个百分点。
- 4) 预期方面，企业生产经营活动预期指数为58.3%，较上月小幅回落0.2个百分点。另外，服务业商业活动指数为54.4，较上月小幅下降0.8个百分点。考虑到五一出行的高景气度，预计5月服务业商业活动指数可能有所反弹。

图1：实体经济各部门保持扩张，但动能有所放缓（%）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：工业品价格仍然处于高位（%）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

二、制造业增长动能放缓的三个原因

首先，疫情和碳排放政策干扰下，资源品供给释放受阻，煤炭、有色金属和钢材等商品价格持续上行。自去年12月以来，主要原材料购进价格指数均显著高于出厂价格指数。上游价格上涨开始影响到中下游的景气度，但中下游价格往终端需求传导并不足够顺畅。

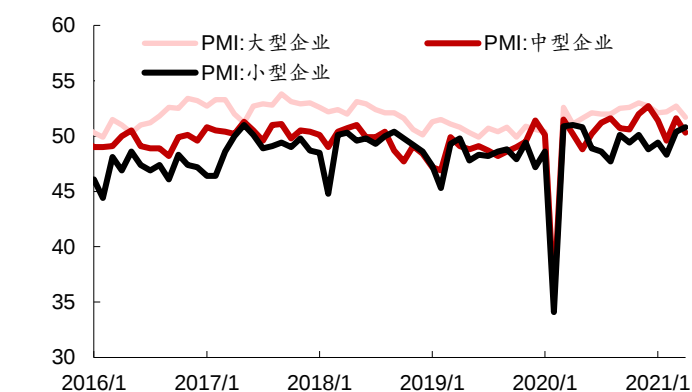
其次，由于工人缺勤和运输困难导致全球出现“缺芯”的情况，对国内高新技术制造业的生产景气度也带来了一定的负面影响。部分依赖于芯片的行业，如电子和汽车企业甚至出现短期被迫停工的现象。

最后，3月的宏观经济对1-2月的“就地过年”等因素有比较强的回补，这些回补效应在4月消退，也导致了景气度小幅走弱。

三、几个积极的信号

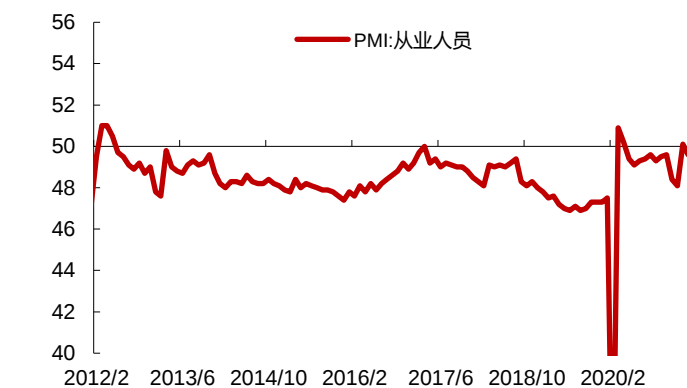
首先，小型企业 PMI 指数继续回暖达到 50.8%，创下了 2020 年 4 月以来的最高值。这背后指向的是微观企业活力上升，是一个不错的信号，也反应央行的直达实体经济的政策仍在发力，以及终端消费需求逐渐回暖。但仍然需要关注涨价因素持续对中小企业的影响。其次，从业人员指数再次滑落到 50 以下。从 2020 年 4 月以来，从业人员指数已经有 11 个月位于 50 以下，但工业生产维持高位。我们认为这可能和制造业生产在疫情之后加速推进自动化，以此来缓解用工短缺有关，这个趋势在疫情影响下仍有可能继续持续。

图 3：微观小型企业活力上升（%）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 4：从业人员指数再次滑落到 50 以下



资料来源：WIND，西部证券研发中心

四、未来经济的走向仍然与疫情的发展有关

第一，上游原材料价格上涨对于中下游行业盈利和景气度的压制。这一点在不少行业的一季报中可能会开始体现。第二，目前来看 PPI 在未来两个月破 6% 几成定局，后续需要密切关注央行对 PPI 的态度。但从另外一个角度来看，央行的政策对于全球供应链紧张带来的价格上涨能做的并不多。第三，PMI 回落本身表明制造业景气度或许已经逐渐开始筑顶。经济后续的增长动能需要消费配合，而消费的复苏强度则取决于疫苗的推广速度和效果。综合而言，未来经济的走向仍然与疫情的发展有关，一方面决定供应链紧张的状态能否得到缓解，另一方面决定全球出行和服务消费需求能够恢复。

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日后无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。

所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。

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_19494

