

证券研究报告 / 债券研究报告

外需困局显现，二季度报复性增长难觅

——固收 4 月 PMI 数据点评

报告摘要：

事件：2020 年 4 月 30 日，统计局公布中国 2020 年 4 月份官方制造业 PMI 相关数据：2020 年 4 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.80%，较上月下降 1.2 个百分点

点评：2020 年 4 月 PMI 收于 50.80%，较 3 月小幅下行 1.2 个百分点，制造业扩张步伐放缓。对此我们点评如下：第一，供需两端回暖程度并不均衡。4 月生产指数小幅回落但是指向生产持续扩张，与此同时新订单指数已经回落至枯荣线附近，有收缩风险，目前的生产扩张或许主要是疫情之前的订单支撑，在需求端回暖乏力的情况下，生产端的持续大幅扩张并不现实；第二，外需困局加剧，疲软或成常态，出口外向型企业经营风险加剧，这也极大拖累了需求端回暖的进程；第三，企业被动补库，价格端承压通缩加剧，PPI 或进一步下滑；第四，就业指数将成为内需中远期新的观测窗口。后续看来，回暖缓慢的需求端是制造业扩张的最大阻碍，外需长期疲软的情况下，提振内需依然是修复基本面的关键所在。在全国多地调降防控等级，以及五一假期带动消费的影响下，预计 5 月的 PMI 会有一定改善但是幅度有限。**从基本面角度**，我们预计二季度经济状况将处在内需缓慢恢复，外需见底的状态，但我们认为内需对经济的助力将好于外需的拖累，这意味着二季度经济增速将恢复正增长，但不能回到 2019 年的经济增速水平（6%左右）。债市可博弈的预期差在于经济恢复不及预期后，货币政策进一步降息的可能性加大。

从对债市影响看，在基本面缓慢复苏趋势不变的大前提下，PMI 对债市的扰动基本有限，目前债市的多空因素逐渐明晰，收益率短期内向下的空间紧随基本面，空间不大。

基于此次的 PMI，我们对债市的多空因素进行进一步梳理。

利多因素：（1）基本面修复艰难，供需恢复进程不平衡，后续的生产大概率疲软回落。（2）货币政策短期不会收紧。（3）期限利差水平，中美利差水平较高，支撑债市走牛。（4）海外疫情没有明显拐点，外需持续疲软，对经济复苏形成巨大拖累。

利空因素：（1）虽然基本面的修复任重道远，但是可以确定的是中国已经走出经济的最低谷。（2）多地调降防控等级，五一刺激消费，需求端短期回暖有望。（3）原油价格回升，美股反弹，带动国内股市反弹，压制债市。（4）中央提出“积极有为的财政政策，适当提高赤字率”。

风险提示：疫情海外控制超预期，政策变动超预期

历史收益率曲线



涨跌幅（bp）	1M	12M
1Y 国债	-56	-160
10Y 国债	-8.9	-92

相关报告

《3 月 PMI 数据点评：环比改善但非大幅反弹，外需冲击成隐忧》

2020-4-2

《2 月 PMI 数据点评：PMI 跌至历史新低，疫情之下全球共振债牛可期》

2020-3-2

《1 月 PMI 数据点评：新冠将成短期主要影响因素》

2020-2-2

《12 月 PMI 数据点评：生产扩张外需强力支撑，经济企稳进一步确认，债市整体偏空》

2020-1-2

《11 月 PMI 数据点评：PMI 重回扩张区间，季节性调整后，经济底部短期显现》

2019-12-1

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenh@nec.com.cn

事件:

2020年4月30日,统计局公布中国2020年4月份官方制造业PMI相关数据:2020年4月份中国制造业采购经理指数(PMI)为50.8%,较上月下降1.2个百分点。

点评:

2020年4月制造业PMI收于50.8%,位于枯荣线上,与上月相比下降1.2个百分点,指向制造业扩张的步伐放缓。对此,我们点评如下:

第一,供需两端回暖程度并不均衡。4月生产指数小幅回落但是指向生产持续扩张,与此同时新订单指数已经回落至枯荣线附近,有收缩风险,目前的生产扩张或许主要是疫情之前的订单支撑,在需求端回暖乏力的情况下,生产端的持续大幅扩张并不现实。当然现在判断后续的需求难起还为时过早,4月处于全国各地逐步解封的关键月份,需求势必受到一定压制,五一假期前,全国多地调降风险等级,旅游出行逐步回暖,机票酒店价格回升,人员流动限制减弱,5月份的需求指数将是观察需求后续进程的关键,预计或将小4月生产指数小幅回落但是指向生产持续扩张,与此同时新订单指数已经回落至枯荣线附近,有收缩风险,目前的生产扩张或许主要是疫情之前的订单支撑,在需求端回暖乏力的情况下,生产端的持续大幅扩张并不现实。幅上行。五大核心指标中,生产较上月下行0.4个百分点,将PMI指数下拉0.1个百分点,新订单指数较上月下行1.8个百分点,下拉PMI指数0.54个百分点。从业人员分项下行至50.2,下拉PMI指数0.14个百分点。逆指标供货商配送时间上行1.9个百分点,下拉PMI指数0.285个百分点。原材料库存较上月下行0.8个百分点,下拉PMI指数0.08个百分点。五个核心因素共同作用,使得PMI录得50.8%,较上月下降1.2个百分点。

第二,外需困局加剧,疲软或成常态。本月新出口订单指数在收缩区间内再次大幅下行12.9个百分点录得33.5%,较历史均值(48.34%)低14.84个百分点,超季节性变动为11.27个百分点。截至4月30日,全球确诊人数已超300万,欧洲疫情初步缓解,美国疫情胶着,市场普遍担忧非洲或许成为下一个疫情震中。此外由于疫情引发了美国借疫情限制中国的情绪,而外贸加征关税可能是方法之一,这对中国的外贸更为不利。基于以上因素,我们有理由推断,外需疲软起码在季度范围内或将成为常态,出口外向型企业经营风险加剧。

第三,企业被动补库,价格端承压通缩加剧。本月产成品库存上行而原材料库存下行,指向下游需求不振,产品滞销积压,企业处于被动补库存阶段。而原油价格暴跌传导至价格端指数,加剧通缩风险,PPI或将进一步下行。

第四,就业指数将成为内需中远期新的观测窗口。4月经济活动逐步放开,全国多地发行消费券刺激消费的大趋势下,新订单指数位于扩张区间不足为奇,需要注意的是远期的需求进程。目前看来,外需疲软成为常态,需求端的回暖只能依靠内需拉动,而逻辑传导的角度而言,就业指数的景气与否一定程度上决定着居民用于消费的资金多少,进而传导至内需提振与否,因而,在内需成为绝对拉动主力前提下,就业指数的变动指向的即是中远期的内需趋势。

从具体的分项看,13个分项中多个分项均小幅下跌,仅有2个分项较上月小幅上涨,即产成品库存较上月上行0.2个百分点录得49.30%,供货商配送时间较上月上行1.9个百分点录得50.10%。

生产端指数小幅下行。本月生产指数下行0.4个百分点,录得53.70%,下行幅度超季节性变动0.43个百分点,较历年均值(53.51%)高0.19个百分点。生产指

数的小幅回落主要是由于 PMI 的环比特性，在上月低基数高数据的环比之上持续扩张，表明生产端的持续恢复，我们监测的高频数据如五大集团日均耗煤量（国电不再公布）也显示，目前的生产已经基本恢复到去年同期时期。

需求指数端，新订单、在手订单小幅下行，新出口订单下行明显。4 月 PMI 新订单指数小幅下行 1.8 个百分点，收于 50.20%，该数据较历史均值（51.92%）低 1.72 个百分点，超季节性变动下行 1.22 个百分点。新出口订单指数下行 12.90 个百分点，收于 33.50%。在手订单较 4 月下行 2.7 个百分点，收于 43.60%。外需疲软的困局更甚，新出口订单收缩区间内大幅下滑，指向外需加剧收缩。

库存指数端，原材料库存小幅下行，产成品库存小幅上行。4 月 PMI 库存端指标较 3 月涨跌互现，产成品库存较上月上行 0.2 个百分点，持续上升；原材料库存较 3 月下行 0.8 个百分点，相比均值变动为 0.29 个百分点；原材料库存下行，产成品库存上行指向产品滞销，需求不振，企业对经济景气程度持有悲观预期，处于被动补库存阶段。

价格指数端下行，PPI 或进一步滑落。4 月主要原材料购进价格较 3 月下行 3.0 个百分点，收于 42.5%，位于枯荣线下，低于历史均值（51.52%）9.02 个百分点。出厂价格下行 1.6 个百分点，收于 42.20%，低于历史均值（48.96%）6.76 个百分点。价格端指数的持续下行指向输入性通缩风险，PPI 面临进一步滑落的压力。

就业指数小幅下行。4 月 PMI 从业人员指标收于 50.20%，下行 0.70 个百分点，较历史均值高 1.05 个百分点。就业指数虽然处于枯荣线上但是依然有所下行，就业压力依然存在，加之就业不景气会传导至需求端，使得需求不振恶化，需关注后续就业指数变动。

总结及分析：

2020 年 4 月 PMI 收于 50.80%，较 3 月小幅下行 1.2 个百分点，制造业扩张步伐放缓。对此我们点评如下：第一，供需两端回暖程度并不均衡。4 月生产指数小幅回落但是指向生产持续扩张，与此同时新订单指数已经回落至枯荣线附近，有收缩风险，目前的生产扩张或许主要是疫情之前的订单支撑，在需求端回暖乏力的情况下，生产端的持续大幅扩张并不现实；第二，外需困局加剧，疲软或成常态，出口外向型企业经营风险加剧，这也极大拖累了需求端回暖的进程；第三，企业被动补库，价格端承压通缩加剧，PPI 或进一步下滑；第四，就业指数将成为内需中远期新的观测窗口。后续看来，回暖缓慢的需求端是制造业扩张的最大阻碍，外需长期疲软的情况下，提振内需依然是修复基本面的关键所在。在全国多地调降防控等级，以及五一假期带动消费的影响下，预计 5 月的 PMI 会有一定改善但是幅度有限。

从基本面角度，我们预计二季度经济状况将处在内需缓慢恢复，外需见底的状态，但我们认为内需对经济的助力将好于外需的拖累，这意味着二季度经济增速将恢复正增长，但不能回到 2019 年的经济增速水平（6%左右）。债市可博弈的预期差在于经济恢复不及预期后，货币政策进一步降息的可能性加大。

从对债市影响看，在基本面缓慢复苏趋势不变的大前提下，PMI 对债市的扰动基本有限，目前债市的多空因素逐渐明晰，收益率短期内向下的空间紧随基本面，空间不大。

基于此次的 PMI，我们对债市的多空因素进行进一步梳理。

利多因素：（1）基本面修复艰难，供需恢复进程不平衡，后续的生产大概率疲软回落。（2）货币政策短期不会收紧。（3）期限利差水平，中美利差水平较高，支撑债市走牛。（4）海外疫情没有明显拐点，外需持续疲软，对经济复苏形成巨大拖累。

利空因素：（1）虽然基本面的修复任重道远，但是可以确定的是中国已经走出经济的最低谷。（2）多地调降防控等级，五一刺激消费，需求端短期回暖有望。（3）原油价格回升，美股反弹，带动国内股市反弹，压制债市。（4）中央提出“积极有为的财政政策，适当提高赤字率”。

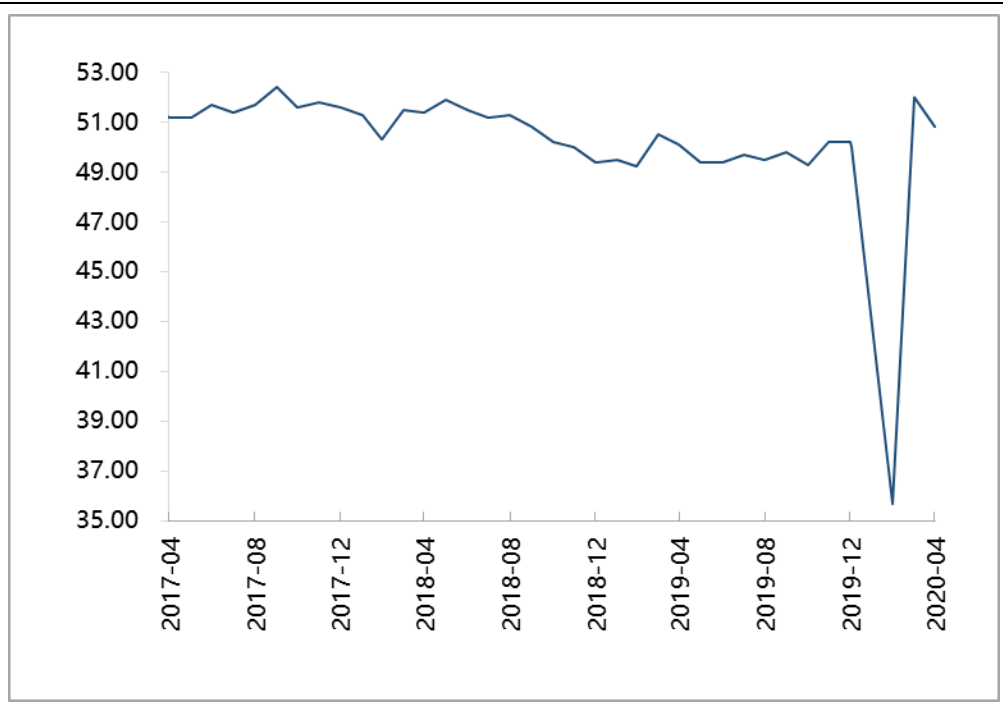
风险提示：疫情海外控制超预期，政策变动超预期

表 1: PMI 分项和历史均值比较

指标名称	4 月环比变动	2011-20 年均值 月环比	历年 4 月 均值	历年 3 月均值	历年 2 月均值	2020 -04	2020 -03	2020 -02	2020 -01	2019 -12	2019 -11
PMI	-1.20	-0.29	51.09	51.38	48.92	50.8 0	52.0 0	35.7 0	50.0 0	50.2 0	50.2 0
PMI: 生产	-0.40	0.03	53.51	53.48	49.47	53.7 0	54.1 0	27.8 0	51.3 0	53.2 0	52.6 0
PMI: 新订单	-1.80	-0.58	51.92	52.50	48.88	50.2 0	52.0 0	29.3 0	51.4 0	51.2 0	51.3 0
PMI: 新出口 订单	-12.90	-1.63	48.34	49.97	46.71	33.5 0	46.4 0	28.7 0	48.7 0	50.3 0	48.8 0
PMI: 在手订 单	-2.70	-1.34	45.50	46.84	44.33	43.6 0	46.3 0	35.6 0	46.3 0	45.0 0	44.9 0
PMI: 产成品 库存	0.20	-0.59	48.00	48.59	47.15	49.3 0	49.1 0	46.1 0	46.0 0	45.6 0	46.4 0
PMI: 采购量	-0.70	-0.52	51.85	52.37	48.48	52.0 0	52.7 0	29.3 0	51.6 0	51.3 0	51.0 0
PMI: 进口	-4.50	-0.89	48.97	49.86	47.03	43.9 0	48.4 0	31.9 0	49.0 0	49.9 0	49.8 0
PMI: 出厂价 格	-1.60	-0.68	48.96	49.64	49.12	42.2 0	43.8 0	44.3 0	49.0 0	49.2 0	47.3 0
PMI: 主要原 材料购进价 格	-3.00	-1.60	51.52	53.12	54.23	42.5 0	45.5 0	51.4 0	53.8 0	51.8 0	49.0 0
PMI: 原材料 库存	-0.80	-0.30	48.49	48.79	46.95	48.2 0	49.0 0	33.9 0	47.1 0	47.2 0	47.8 0
PMI: 从业人 员	-0.70	-0.35	49.15	49.50	46.65	50.2 0	50.9 0	31.8 0	47.5 0	47.3 0	47.3 0
PMI: 供货商 配送时间	1.90	0.19	50.23	50.04	47.72	50.1 0	48.2 0	32.1 0	49.9 0	51.1 0	50.5 0
PMI: 生产经 营活动预期	-0.40	-1.70	57.36	59.06	56.24	54.0 0	54.4 0	41.8 0	57.9 0	54.4 0	54.9 0

数据来源：东北证券，Wind

图 2: PMI (单位: %)



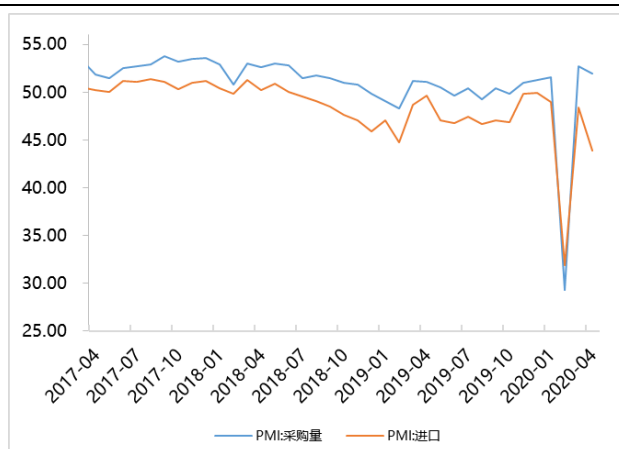
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: PMI 需求类指数 (单位: %)



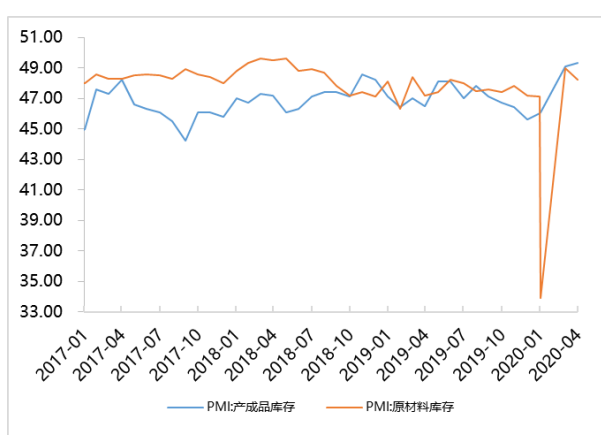
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: PMI 采购类指数 (单位: %)



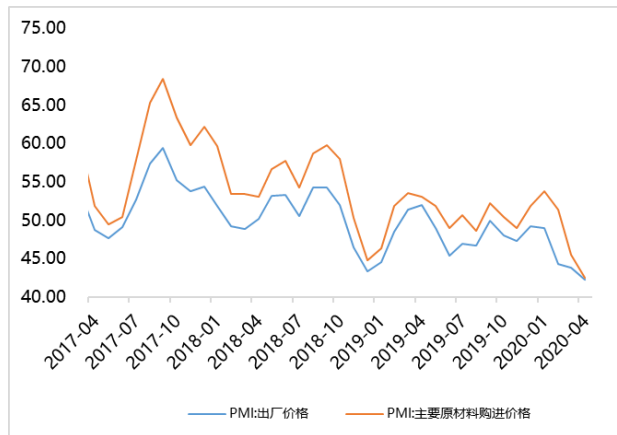
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: PMI 库存类指数 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: PMI 价格类指数 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

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_5468

