

担心的是外需 ——4月PMI数据点评

基本结论

- **事件：**4月，制造业PMI为50.8%，比上月回落1.2个百分点；非制造业商务活动指数为53.2%，比上月上升0.9个百分点：
- 作为全面复工的首月，4月制造业PMI位于荣枯线以上，说明制造业整体运营继续好转。受益于再贷款再贴现、降息降准和政府融资担保等定向扶持政策，叠加产业链协同效应，中小企业景气修复程度较好，复工复产率快速提升。
- 供需方面，4月生产指数53.7%，回落0.4个百分点。同期高炉开工率环比回升3.35个百分点；电厂发电耗煤量上涨1.93%，高频数据与生产指数表现基本一致。需求端，新订单指数回落1.8个百分点至50.2%，说明需求虽有所好转但升幅收窄，需求恢复明显慢于生产。
- 4月新出口订单指数33.5%，大幅回落12.9个百分点；进口回落4.5个百分点至43.9%。疫情全球扩散对外需的影响逐渐显现，4月新出口订单滑坡预示着二季度出口可能不容乐观。从已公布的数据来看，受疫情冲击4月欧美综合PMI均超预期下滑，全球经济衰退程度超过金融危机，总需求大幅萎缩导致海外新增订单断崖式下降，国内贸易企业正面临严峻的经营考验。在全球疫情拐点出现、总需求企稳前，国内出口将持续严重承压。
- 库存方面，受生产端显著修复带动，4月原材料库存指数回落0.8个百分点至48.2%；而由于终端需求恢复较缓慢，产成品库存继续上升0.2个百分点至49.3%。新订单与产成品库存差回落，说明供需格局不佳，企业面临库存压力。由于当前处于库存消耗阶段，企业补库意愿趋弱，4月采购量指数小幅回落0.7个百分点至52%。
- 原材料购进价格指数42.5%，环比大幅回落3个百分点，主要原因在于月初OPEC石油协议减产不及总需求缺口，引发原油价格暴跌；受原材料价格下跌叠加需求恢复缓慢影响，出厂价格指数显著回落1.6个百分点至42.2%。出厂价格与原材料购进价格差回升，制造业利润空间有所提升。考虑到出厂价格PMI与PPI环比具有高度一致性，预计4月PPI跌幅将继续走扩。
- 就业方面，4月制造业从业人员指数50.2%，回落0.7个百分点。根据4月17日召开的政治局会议，“保居民就业”位于“六稳”工作之首，近期各项就业扶持政策陆续落地，但考虑到需求收缩导致制造业经营环境恶化，就业吸纳仍面临较大压力。
- 小结：4月供需两侧均继续修复，但后疫情阶段的需求恢复速度明显慢于生产，导致企业产成品库存累积压力加剧，采购回升进度放缓。相较于内需修复良好，新出口订单滑坡使外需掣肘出口得到数据显示，预计二季度出口将严重承压。近期多项政策出台鼓励外贸企业出口转内销，后续将通过内需拉动缓释外需收缩。
- **风险提示：**海外疫情超预期扩散，财政激励不及预期。

周岳

分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
zhouyue1@gjzq.com.cn

事件：

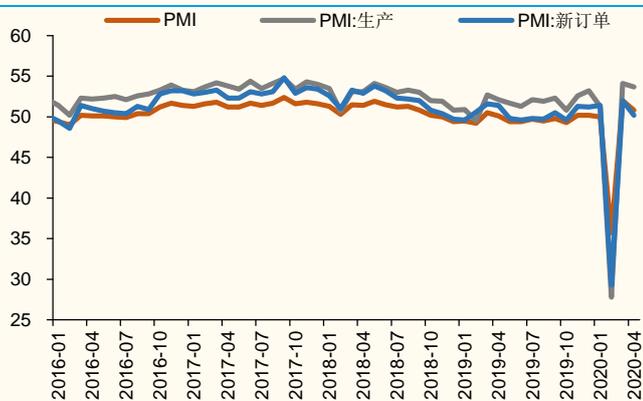
统计局公布：4月份，制造业 PMI 为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点；非制造业商务活动指数为 53.2%，比上月上升 0.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 53.4%，比上月上升 0.4 个百分点。

1. 制造业：需求修复慢于生产，外需掣肘出口显现

作为全面复工的首月，4月制造业 PMI 录得 50.8%，较前值回落 1.2 个百分点，但仍位于荣枯线以上，景气持续修复。

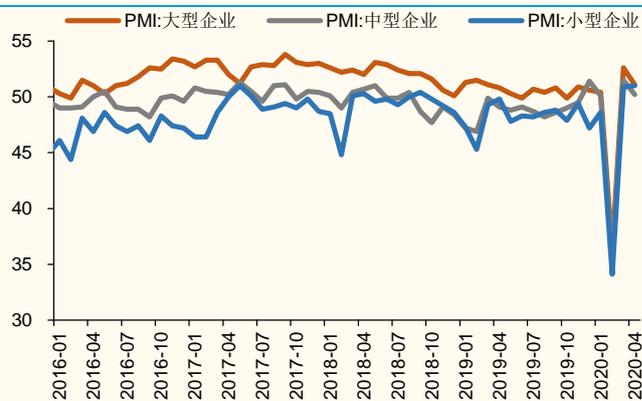
从企业规模来看，大、中型企业 PMI 分别为 51.1%和 50.2%，分别回落 1.5 和 1.3 个百分点；小型企业 PMI 为 51.0%，上升 0.1 个百分点，景气程度均有所改善。受益于再贷款再贴现、降息降准和政府融资担保等定向扶持政策，叠加产业链协同效应，中小企业景气修复程度较好，复工复产率快速提升。根据工信部大数据监测，截至 4 月 14 日，中小企业复工率为 84%，较 3 月末的 76.8% 上升约 7 个百分点，而规模以上工业企业基本实现全面复工¹。

图表 1：4 月制造业 PMI 继续好转 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：政策扶持效果显现，中小企业修复良好 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

供需方面，4月生产指数 53.7%，较前值回落 0.4 个百分点。从同期高频数据看，4月高炉开工率环比回升 3.35 个百分点；发电耗煤量上涨 1.93%²，高频数据与生产指数表现基本一致。需求端，新订单指数为 50.2%，回落 1.8 个百分点，说明制造业需求虽有所好转但环比升幅收窄，需求恢复速度明显慢于生产。

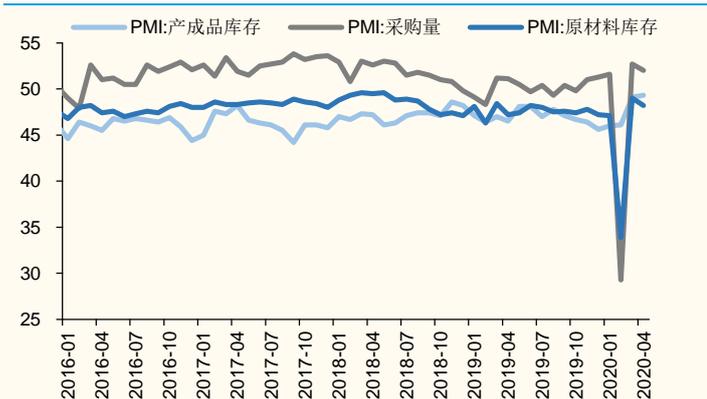
4 月新出口订单指数 33.5%，大幅回落 12.9 个百分点；进口回落 4.5 个百分点至 43.9%。疫情全球扩散对外需的影响逐渐显现，4 月新出口订单滑坡预示着二季度出口可能不容乐观。从已公布的数据来看，受疫情冲击 4 月欧美综合 PMI 均超预期下滑，全球经济衰退程度超过金融危机，总需求大幅萎缩导致海外新增订单断崖式下降，国内贸易企业面临严峻的经营考验。可见，在全球疫情拐点出现，总需求企稳前，国内出口将持续严重承压。

库存方面，受生产端显著修复带动，4 月原材料库存指数回落 0.8 个百分点至 48.2%；而由于终端需求恢复较缓慢，产成品库存继续上升 0.2 个百分点至 49.3%。新订单与产成品库存差回落，说明供需格局不佳，企业面临库存压力。由于当前处于库存消耗阶段，企业补库意愿趋弱，4 月采购量指数小幅回落 0.7 个百分点至 52%。

¹ 来源：<http://www.miit.gov.cn/n973401/n7647394/n7647409/c7870339/content.html>

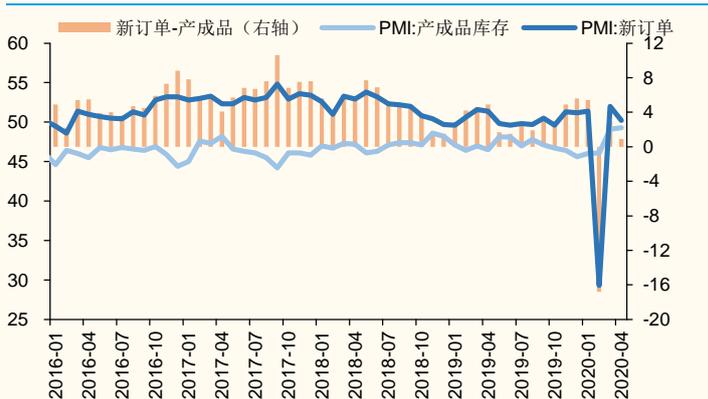
² 根据 Wind 提示，国电于 3 月 28 日停止报数，6 大电厂集团新纳入华电代替国电且没有回溯数据，导致 6 大电厂发电耗煤前后口径不一致，显示 4 月环比下降 2.44%。本报告采用的是新 6 大电厂日均发电耗煤合计值。

图表 3：产成品库存消耗继续减慢（%）



来源：Wind，国金证券研究所

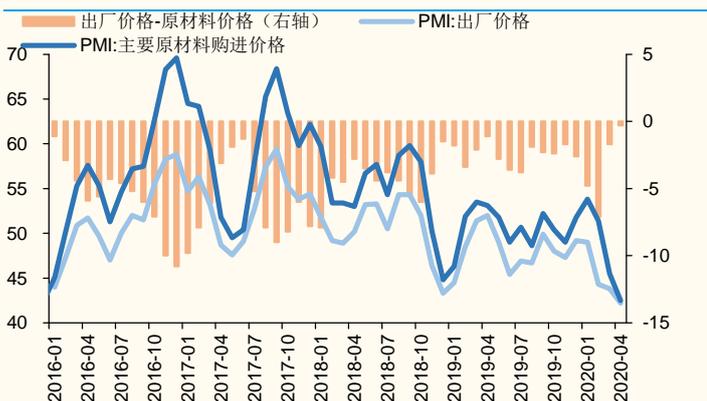
图表 4：需求提振缓慢，当前供需格局不佳（%）



来源：Wind，国金证券研究所

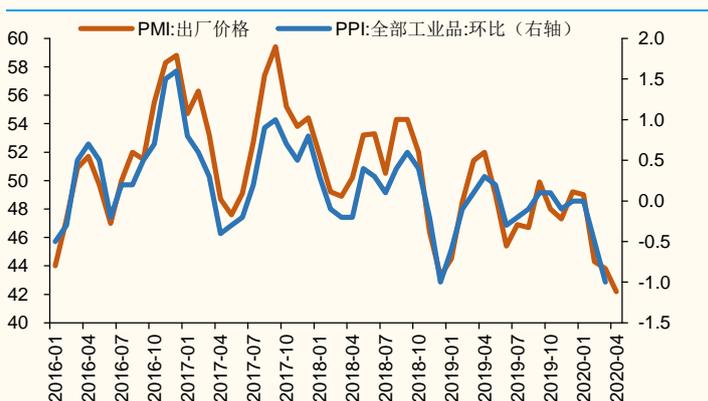
4 月原材料购进价格指数 42.5%，环比大幅回落 3 个百分点，主要原因在于月初 OPEC 石油协议减产不及总需求缺口，引发原油价格暴跌；受到原材料价格下跌叠加需求恢复缓慢影响，出厂价格指数显著回落 1.6 个百分点至 42.2%。出厂价格与原材料购进价格差回升，制造业利润空间有所提升。考虑到出厂价格 PMI 与 PPI 环比具有高度一致性，预计 4 月 PPI 跌幅将继续走扩。

图表 5：油价暴跌带动原材料价格指数大幅下滑（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：预计 4 月 PPI 跌幅继续扩大（%）



来源：Wind，国金证券研究所

就业方面，4 月制造业从业人员指数 50.2%，环比回落 0.7 个百分点。根据 4 月 17 日召开的政治局会议，“保居民就业”位于“六稳”工作之首³，是当前统筹推进疫情防控和经济社会发展的重要任务。近期，就业财政补贴、创业担保贷款贴息、应届生“国聘行动”等就业扶持政策纷纷落地，但考虑到需求收缩后制造业经营环境恶化，就业仍面临较大压力。

2. 非制造业：建筑业显著改善，服务业稳步复苏

4 月非制造业商务活动 PMI53.2%，环比上升 0.9 个百分点。建筑业 PMI 大幅上升 4.6 个百分点至 59.7%，其中土木工程建筑业高于总体。建筑业显著修复主要得益于逆周期调控下基建投资加速落地，随着近期第三批 1 万亿专项债额度正式下达地方，资金助力新老基建齐发力，预计二季度建筑业还将继续改善。

服务业 PMI 较上月回升 0.3 个百分点至 52.1%，呈稳步复苏态势。伴随疫情缓解、居民消费回暖，零售业和餐饮业均显著改善，而由于居民差旅需求恢复缓

³ 来源：http://www.gov.cn/xinwen/2020-04/17/content_5503621.htm

慢、影院和游乐场等人员密集型场所依旧限制开放，住宿、文化体育娱乐和居民服务等行业持续承压，景气程度继续恶化。

3. 小结：内需拉动缓释外需收缩，基建加码助力经济回升

整体来看，4月供需两侧均继续修复，但后疫情阶段的需求恢复速度要慢于生产，导致企业产成品库存累积压力加剧，采购回升进度放缓。高频数据显示，4月商品房和汽车销售环比均大幅增加，反映出内需恢复较为良好，可见总需求提振缓慢主要源自外需萎缩。

伴随疫情全球蔓延，新出口订单滑坡使外需掣肘出口得到数据显现，预计二季度出口将承压。为纾困贸易依赖型企业，近期内销选择性征收关税、暂免征收加工贸易货物内销缓税利息等定向扶持政策陆续出台，鼓励外贸企业出口转内销，预计将通过内需拉动缓释外需收缩。同时，海外停工导致全球供应链中断，国内进口被动缩减，核心进口零部件断供将导致部分高技术行业面临产出困难。海外疫情局势依旧是当前影响经济的最大不确定性因素。

受基建投资加速提振，建筑业持续修复，考虑到后续专项债和特别国债等财政资金将继续发力，预计二季度经济在基建助力下企稳回升。

4. 风险提示

海外疫情超预期扩散，财政激励不及预期

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_5470

