



需求恢复弱于生产 扩内需是政策重心

——2020年4月PMI数据的点评

宏观点评

投资要点:

- 随着国内复工复产持续推进，4月份PMI继续处于扩张区间，企业生产经营活动加快。当前国内企业复产率已达较高水平，但海外疫情对需求的拖累将持续存在，因此未来政策重心将从复工复产转向扩内需，PMI走势亦取决于扩内需政策的力度和节奏。
- 海外疫情拖累下，制造业需求恢复弱于生产；小型企业复工复产滞后于大中型企业，但4月景气度有所回升。
 - 一、生产和需求均处于扩张区间，但海外疫情冲击下，需求回落幅度高于生产。4月制造业PMI较上月回落1.2个百分点至50.8%，继续处于扩张区间。其中，生产指数小幅回落0.4个百分点至53.7%，扩张略有放缓。新订单指数较上月回落1.8个百分点至50.2%，需求弱复苏。疫后连续两个月供需缺口为正，反映当前需求恢复弱于生产。从细项看，需求恢复较弱的原因，主要在于出口订单的减少或取消，预计受海外疫情防控的影响，出口需求将继续拖累制造业生产。
 - 二、小型企业复工复产相对滞后于大中型企业，但4月景气度有所回升。从企业类型看，4月大、中、小型企业PMI分别为51.1%、50.2%、51.0%，大型企业景气度最高。本月小型企业景气度略提高，而大中型企业回落，主因在于4月小微企业陆续复工，生产环比提高幅度高于大中型企业。从分项指标看，中小企业新订单指标低于临界值，未来生产经营压力仍然较大。
- 工业企业被动补库存。4月原材料库存和产成品库存指数分别环比下降0.8%和提高0.2%。原材料库存下降、产成品库存提高：一是海外抗疫大封锁下，国际交通运输中断，上游原材料进口受阻；二是国际大宗商品价格波动加剧，囤积风险大增，企业原材料库存增加意愿减弱；三是需求恢复力度不及生产，大量产品出现滞销，产成品库存被动增加。
- 预计4月PPI增长-2.7%左右。受国际原油价格和其他大宗商品价格大幅下跌影响，4月份原材料购进和出厂价格指数分别较上月下降3.0和下降1.6个百分点，预示4月工业生产者价格指数PPI上涨动能有所减弱，预计4月PPI同比增长-2.7%左右。
- 建筑业生产加快，服务业稳步恢复，非制造业景气度回升。4月服务业PMI指数较上月提高0.3个百分点至52.1%，服务业需求和市场预期均向好，但部分生活性服务业如住宿、旅游等受疫情冲击较大，行业景气度持续低于50%，政策需进一步加大结构性支持力度。积极政策推动下基建项目陆续落地，4月建筑业指数较上月回升4.6个百分点至59.7%，市场需求和预期也提高较多，预计逆周期调节力度加码下，基建将继续支撑建筑业快速发展。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、复工复产持续推进致制造业 PMI 继续高于临界值，但海外需求萎缩构成较大冲击	3
二、海外疫情拖累外需，需求恢复弱于生产，企业被动补库存，预计 4 月 PPI 增长-2.7%左右	3
（一）从供给指标看，制造业生产扩张略有放缓	3
（二）从需求指标看，出口订单减少是主要拖累，总需求弱复苏	4
（三）从供需指标看，需求恢复弱于生产，供需缺口扩大	4
（四）从周期指标看，工业企业被动补库存	5
（五）从价格指标看，预计 4 月 PPI 约增长-2.7%	5
三、小型企业复工复产滞后于大中型企业，但 4 月景气度有所回升	5
四、建筑业生产加快，服务业稳步恢复，非制造业景气度回升	6

正文:

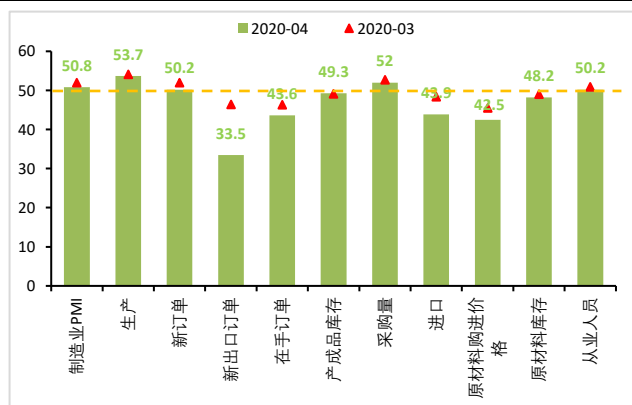
事件: 2020 年 4 月份, 中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.8%, 较上月回落 1.2 个百分点; 中国非制造业商务活动指数为 53.2%, 较上月回升 0.9 个百分点; 综合 PMI 产出指数为 53.4%, 较上月回升 0.4 个百分点。

一、复工复产持续推进致制造业 PMI 继续高于临界值, 但海外需求萎缩构成较大冲击

4 月 PMI 为 50.8%, 继续处于扩张区间, 反映出 4 月份制造业生产经营状况好于 3 月 (见图 1)。原因有二: 一是制造业生产供给增加, 如高频指标六大发电集团日均耗煤量、高炉开工率, 4 月份均要高于 3 月份, 反映工业企业用电量、钢铁生产在增加; 二是制造业复工复产率继续提高, 如高频指标全国客运量同比增速降幅在逐步收窄, 表明疫情好转后务工人员返工情况在好转 (见图 2)。

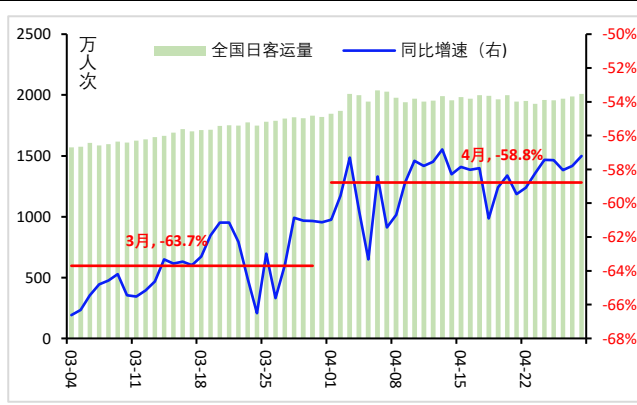
对于未来 PMI 走势, 预计大概率处于扩张区间, 尤其是下半年的表现更值得期待, 但受外需严重萎缩影响, 期间仍有较大不确定性。主要原因在于随着全球疫情趋于稳定, 国内前期刺激政策落地显效, 如地方政府专项债券提前下达三批, 将对基建等投资起到明显的拉动作用, 进而推动相关制造业活动趋于好转。5 月份两会召开后, 一揽子系列刺激内需政策正式出台实施, 也将对制造业景气形成有效拉动。但受外部需求严重萎缩影响, 制造业企业尤其是出口企业面临订单缺少问题, 将对制造业 PMI 构成较大冲击。

图 1: 4 月 PMI 指数变化情况



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

图 2: 全国日客运量降幅逐步收窄



资料来源: WIND, 财信国际经济研究院

注: 客运量同比数为去年同月日均客运量

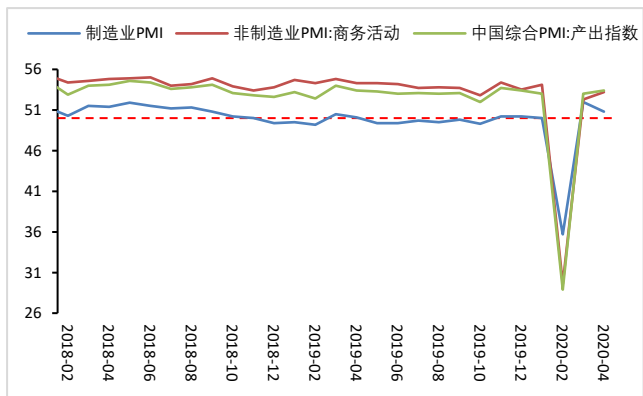
二、海外疫情拖累外需, 需求恢复弱于生产, 企业被动补库存, 预计 4 月 PPI 增长-2.7%左右

(一) 从供给指标看, 制造业生产扩张略有放缓

4 月生产指数为 53.7%, 较上月和去年同期分别下降 0.4 和提高 1.6 个百分点, 制造业生产继续改善, 但扩张速度有所放缓。具体看, 一方面企业采购意愿继续向好, 4 月

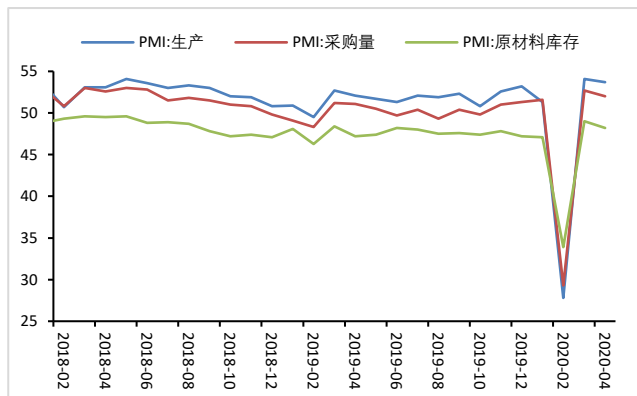
份采购量指数为 52.0%，比上月下降 0.7 个百分点，但仍继续处于扩张区间；另一方面，受国际大宗商品价格下跌影响，原材料库存指数为 48.2%，较上月下降 0.8 个百分点（见图 4）。

图 3：制造业、非制造业 PMI 均高于临界值



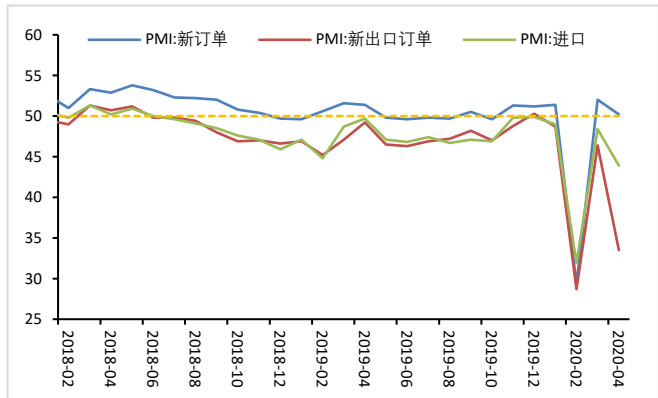
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：制造业生产扩张略有放缓



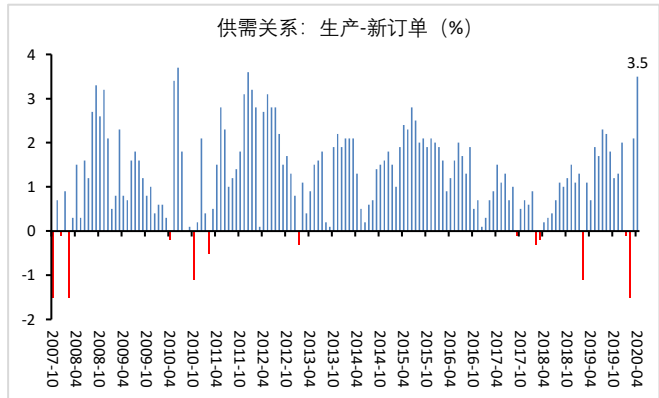
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 5：制造业内外需指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）从需求指标看，出口订单减少是主要拖累，总需求弱复苏

4 月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为 50.2%、33.5%、43.9%，分别比上月下降 1.8、12.9 和 4.5 个百分点（见图 5）。其中新订单、新出口和进口订单指数分别反应总需求、国外需求和国内需求情况。新订单指数高于临界值 0.2 个百分点，表明 4 月国内总需求处于弱复苏状态，而出口订单取消或减少是总需求不足的主要拖累。预计全球疫情大流行下，外需对国内总需求的拖累短期难以改善，我国需加大扩内需政策力度。

（三）从供需指标看，需求恢复弱于生产，供需缺口扩大

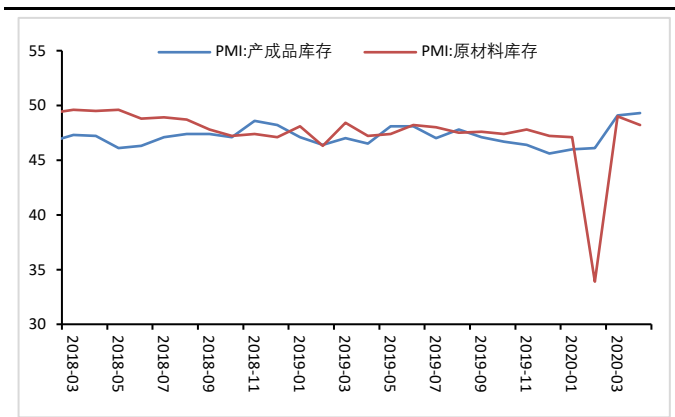
疫后制造业供需两端均出现改善，但需求改善持续弱于供给。生产和新订单指数分别代表供给和需求，4 月生产和新订单指数均继续处于扩张区间，分别较上月下降 0.4 和 1.8 个百分点，需求回落幅度大于生产，“生产和新订单指数差”也从上月的 2.1% 升为 3.5%，供需缺口升至历史高位区间（见图 6）。

（四）从周期指标看，工业企业被动补库存

由于产成品库存和原材料库存分别代表下游需求的紧张程度和上游投资情况，所以两者的相对走势变化反应了经济周期状态。

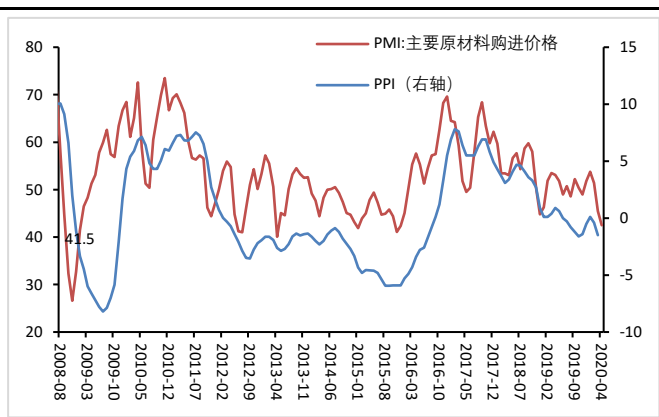
4 月份产成品库存和原材料库存指数分别为 49.3%和 48.2%，分别较上月提高 0.2 和下降 0.8 个百分点，均继续处于收缩区间（见图 7）。4 月份原材料库存下降，产成品库存提高：一是海外抗疫大封锁下，国际交通运输中断，上游原材料进口受阻；二是国际大宗商品价格波动加剧，囤积风险大增，企业原材料库存增加意愿减弱；三是需求恢复力度不及生产，大量产品出现滞销，产成品库存被动增加。预计未来政策将在扩内需上下功夫，但全球经济不确定性加剧将对制造业形成明显拖累，企业库存周期或将被动拉长。

图 7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：2 月份 PPI 上涨动能有所减弱



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（五）从价格指标看，预计 4 月 PPI 约增长-2.7%

受国际原油价格和其他大宗商品价格大幅下跌影响，4 月份 PMI 原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 42.5%和 42.2%，分别较上月下降 3.0 和 1.6 个百分点，均出现一定程度的回落（见图 8）。4 月原材料购进价格回落幅度高于出厂价格，中下游企业成本压力暂时性缓解。4 月购进价格有所下降，预示 4 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所减弱，预计 4 月 PPI 同比增长-2.7%左右。

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_5473

