

分化加剧在二季度将充分演绎

——2020年4月PMI点评

行业点评

● 分化加剧在二季度将充分演绎

进入二季度，复工率修复接近充分，供给端的影响逐渐减弱，国内外疫情与经济错位，外需回落的影响开始体现，新订单与新出口订单极度分化，对外需敏感的制造业表现差于以内需为主的非制造业。海外发达国家重启经济后，回归正常增长的进程是比较缓慢的，同时，在特效药或者疫苗推出之前，封国封城持续的时间是由全球各主要经济体防控最差的经济体的结果来决定的，也就是遵从“木桶原理”，新兴市场疫情在近期出现指数级增长，由于这些国家人口密度大、防控疫情能力比较差，全球要真正意义上解除封锁状态可能需要很长一段时间。因此，二季度分化加剧的特点会演绎得淋漓尽致，包括供需、内外需、不同行业之间与行业内部之间。

● 制造业 PMI 在扩张区间放缓

4月制造业PMI仍处于扩张区间，但数值从52%回落至50.8%，一方面是季节性因素；另一方面，海外疫情对外需与制造业生产形成拖累。

新订单与新出口订单极度分化，二季度的主要矛盾之一是外需回落。4月新订单指数从52%回落至50.2%，新出口订单指数从46.4%回落至33.5%，表明在国内复工复产推进以及海外经济深度衰退的背景下，内外需极度分化。由于海外经济冲击对出口冲击有一定滞后性，4月海外经济数据不断创新低，新兴市场疫情是下一个“震中”，因此，外需最差的时刻可能还没有到来，保守估计，二季度外需回落幅度或超过金融危机时期。

供给与需求分化，企业被动补库存。4月生产指数小幅回落0.4个百分点，仍处于扩张区间，生产指数与新订单指数差值达到3.5个百分点，与历史高点基本持平，反映供给恢复好于需求，或者说需求恢复远不及企业预期，统计局调查结果显示，反映订单不足的企业占比高达57.7%，部分企业反映市场需求疲软，产品销售面临困难，订单回补尚需时日。这样带来两个后果：

(1) 产品降价压力增加。(2) 企业被动补库存。

● 非制造业表现好于制造业

4月非制造业PMI表现整体好于制造业，也说明在国内疫情与经济领先国外的背景下，内外需分化在加剧。同时，内需也存在分化，以基建、房地产为代表建筑业景气度回升较多，基建投资回升确定性比较强，而在交房压力下，开发商施工强度提升也会提振地产投资，同时这两块受外需影响也比较小。但对服务业而言，部分行业复工复产仍然比较滞后，现金流压力相对较大，同时疫情没有完全消失，消费需求恢复也比较滞后。

● 风险提示：海外疫情全面扩散；政策落实不及预期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：疫情与逆周期政策是未来两大关键变量——2020年2月PMI点评

2020-2-29

宏观报告：环比大反弹，同比弱修复——2020年3月PMI点评

2020-3-31

目 录

1、 分化加剧在二季度将充分演绎.....	3
2、 制造业 PMI 在扩张区间放缓.....	3
3、 非制造业表现好于制造业.....	6

图表目录

图 1: 4 月制造业 PMI 各分项均形成拖累.....	4
图 2: 生产指数与新订单指数差值接近历史高位.....	4
图 3: 新订单与新出口订单极度分化.....	5
图 4: 新订单与产成品库存差值下降.....	5
图 5: PMI 从业人员指数下滑.....	5
图 6: 非制造业表现好于制造业.....	6
图 7: 建筑业 PMI 回升较多.....	6

事件：2020 年 4 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.8%，比上月回落 1.2 个百分点。4 月非制造业 PMI 为 53.2%，比上月上升 0.9 个百分点。4 月综合 PMI 产出指数为 53.4%，比上月上升 0.4 个百分点。

1、分化加剧在二季度将充分演绎

进入二季度，复工率修复接近充分，供给端的影响逐渐减弱，国内外疫情与经济错位，外需回落的影响开始体现，新订单与新出口订单极度分化，对外需敏感的制造业表现差于以内需为主的非制造业，这体现了疫情对行业冲击的先后顺序：疫情发生的时候，经济活动半停摆，服务业首当其冲，服务业 PMI 回落幅度大于制造业 PMI，这一点不仅存在于国内，国外的 PMI 数据也是如此，随着国内疫情好转与经济重启，首先恢复的是内需，外需则滞后受海外疫情冲击。海外发达国家重启经济后，回归正常增长的进程是比较缓慢的，同时，在特效药或者疫苗推出之前，封国封城持续的时间是由全球各主要经济体防控最差的经济体的结果来决定的，也就是遵从“木桶原理”，新兴市场疫情在近期出现指数级增长，由于这些国家人口密度大、防控疫情能力比较差，全球要真正意义上解除封锁状态可能需要很长一段时间。因此，二季度分化加剧的特点会演绎得淋漓尽致，包括供需、内外需、不同行业之间与行业内部之间。

2、制造业 PMI 在扩张区间放缓

制造业 PMI 在扩张区间放缓。4 月制造业 PMI 仍处于扩张区间，但数值从 52% 回落至 50.8%，PMI 的 5 个组成分项均有拖累。PMI 的回落一方面是季节性因素，2016 年以来，4 月 PMI 均较 3 月下降；另一方面，海外疫情对外需与制造业生产形成拖累。具体来看：

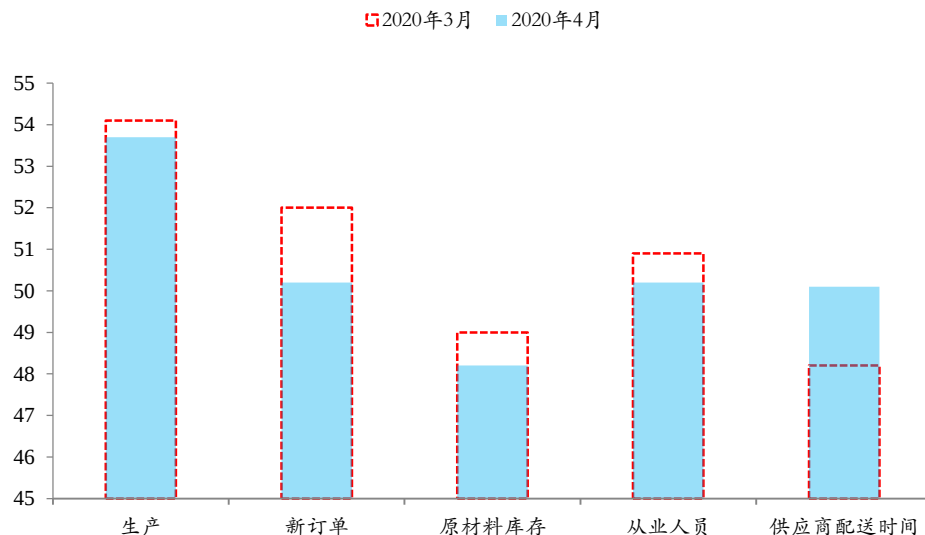
新订单与新出口订单极度分化，二季度的主要矛盾之一是外需回落。4 月新订单指数从 52% 回落至 50.2%，新出口订单指数从 46.4% 回落至 33.5%，表明在国内复工复产推进以及海外经济深度衰退的背景下，内外需极度分化。1-2 月积压的出口订单延期交付是 3 月新出口订单指数与出口增速大幅回升的原因，但剔除供给端因素后，3 月外需仍是回落的，而随着延期交付进入尾声，外需的影响开始显性化。4 月新出口订单指数降至历史第四低，由于海外经济冲击对出口冲击有一定滞后性，4 月海外经济数据不断创新低，新兴市场疫情是下一个“震中”，因此，外需最差的时刻可能还没有到来，外需回落可能贯穿整个二季度，保守估计，二季度外需回落幅度或超过金融危机时期。

供给与需求分化，企业被动补库存。4 月生产指数小幅回落 0.4 个百分点，仍处于扩张区间，生产指数与新订单指数差值达到 3.5 个百分点，与历史高点基本持平，反映供给恢复好于需求，或者说需求恢复远不及企业预期，统计局调查结果显示，反映订单不足的企业占比高达 57.7%，部分企业反映市场需求疲软，产品销售面临困难，订单回补尚需时日。这样带来两个后果：(1) **产品降价压力增加。**4 月出厂价格与原材料购进价格指数分别下降 1.6、3 个百分点，我们预计 4 月 PPI 同比降幅会进一步扩大。(2) **企业被动补库存。**新订单与产成品库存的差值下降至 0.9 个百分点，反映的是 1-2 月旧订单延后交付接近尾声后新订单的后继乏力，企业处于被动补库存状态，未来会面临去库存压力。

就业压力增加。4 月 PMI 从业人员指数回落 0.7 个百分点至 50.2%，季节性因素是一方面，2011 年以来，4 月 PMI 从业人员指数都是弱于或持平于 3 月；另一

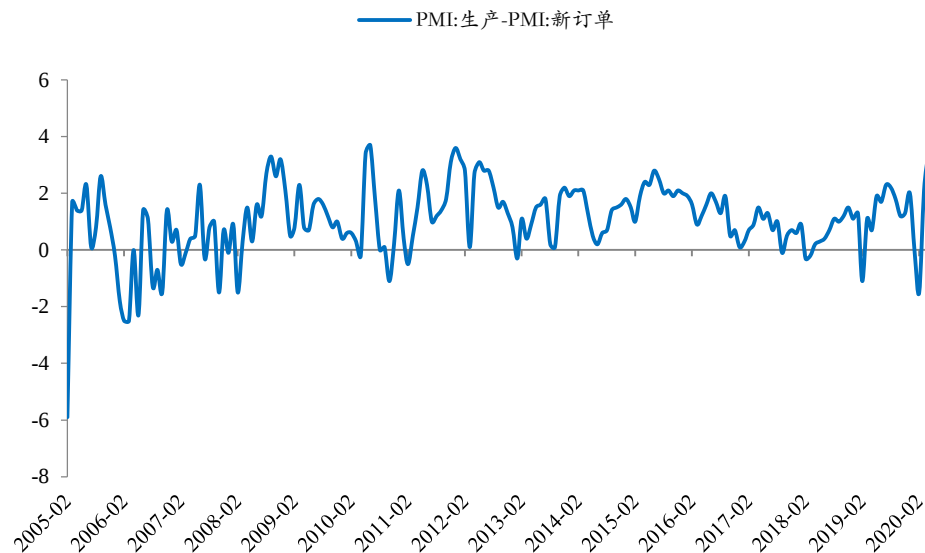
方面，疫情冲击下，企业会将自身经营压力通过降薪裁员转移到居民部门，4 月 BCI 企业招工前瞻指数与企业用工成本前瞻指数分别下降 4、6 个点。国内的就业压力在明显攀升，就业压力又会强化消费的萎缩，进一步加剧经济修复难度。

图1： 4 月制造业 PMI 各分项均形成拖累

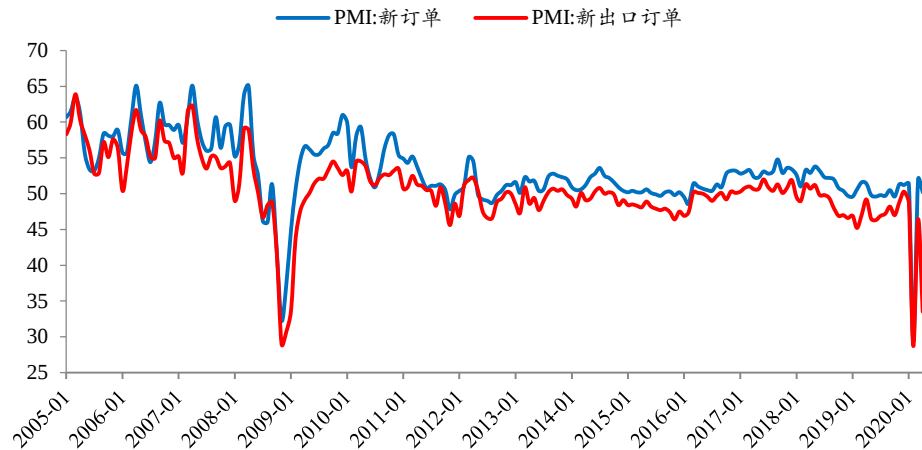


资料来源：Wind，新时代证券研究所

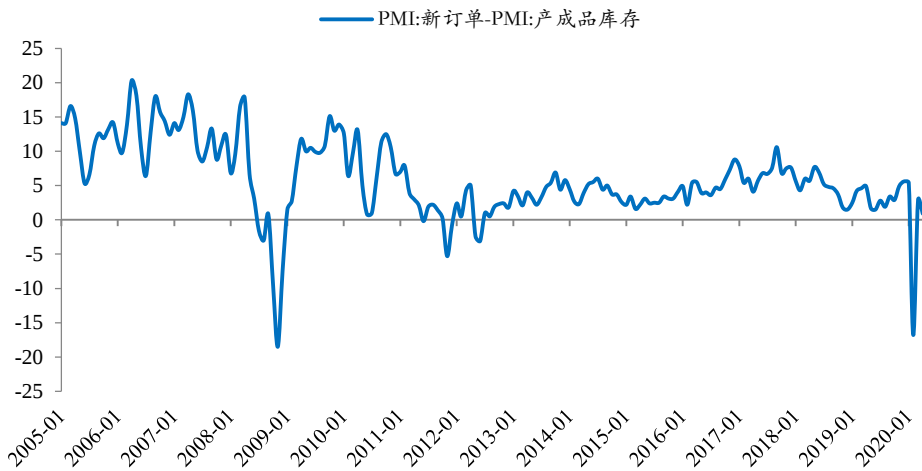
图2： 生产指数与新订单指数差值接近历史高位



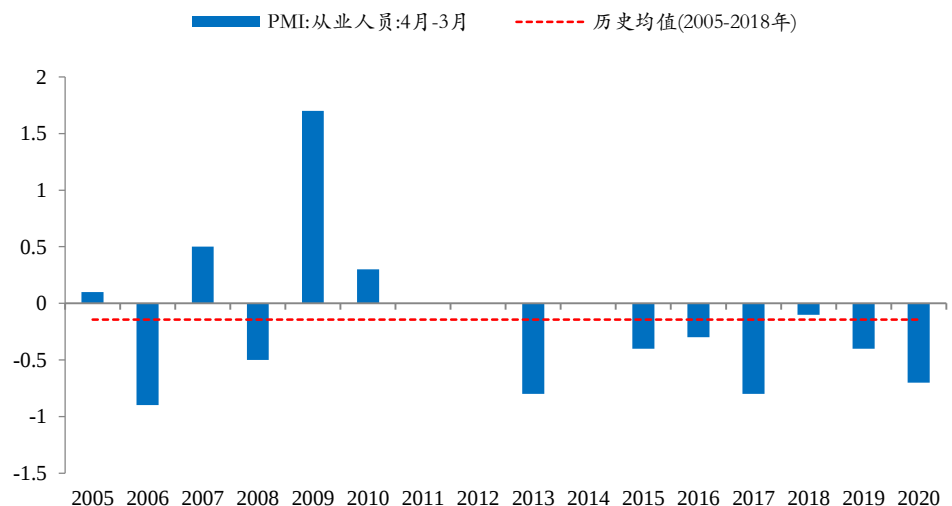
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 新订单与新出口订单极度分化

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 新订单与产成品库存差值下降

资料来源：Wind，新时代证券研究所

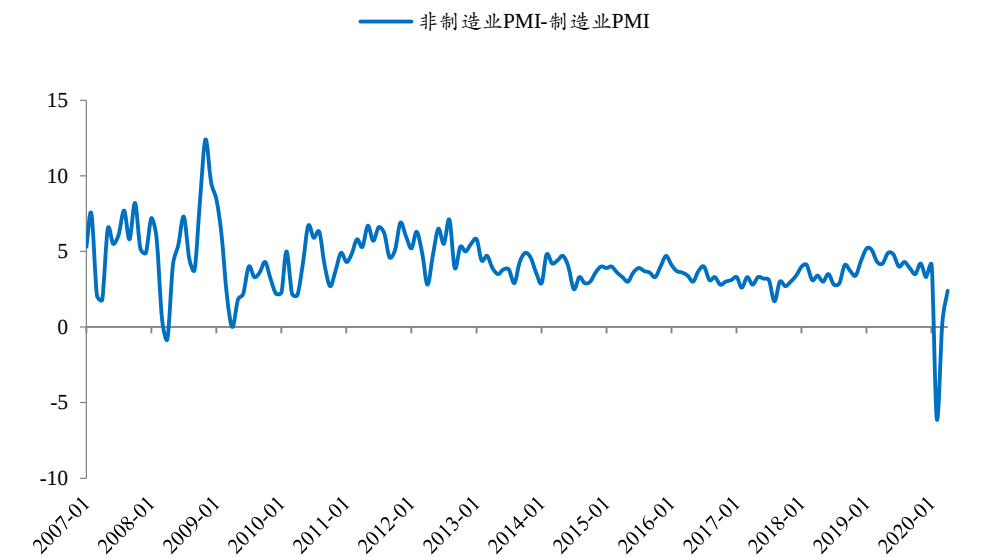
图5： PMI 从业人员指数下滑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、非制造业表现好于制造业

4 月非制造业 PMI 为 53.2%，比上月高 0.9 个百分点，其中建筑业和服务业 PMI 分别上升 4.6、0.3 个百分点。非制造业 PMI 表现整体好于制造业，也说明在国内疫情与经济领先国外的背景下，内外需分化是在加剧的。同时，内需也存在分化，以基建、房地产为代表建筑业景气度回升较多，基建投资回升确定性比较强，而在交房压力下，开发商施工强度提升也会提振地产投资，同时这两块受外需影响也比较小。但对服务业而言，部分行业复工复产仍然比较滞后，现金流压力相对较大，同时疫情没有完全消失，消费需求恢复也比较滞后，住宿、文化体育娱乐、居民服务等行业受疫情影响较大，商务活动指数连续三个月位于 45.0% 以下，相关企业生产经营比较困难。

图6： 非制造业表现好于制造业



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 建筑业 PMI 回升较多



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_5491

