

经济何以企稳，唯有扩大内需

——解读4月中采PMI透露的关键信息

核心观点

4月中采制造业PMI指数录得50.8%，较前值52.0%回落，但仍保持在扩张区间，其中生产指数维持高位，订单指数表现稍弱。目前复工率已经达到较高水平，达产率也稳步提升，我们认为，未来经济企稳的关键在于需求修复，在外需大概率萎缩的情形下，唯有扩大内需才能抵抗经济基本面回落。

□ 生产指数维持高位，企业达产需要信心

4月生产指数小幅回落0.4个百分点至53.7%，仍保持较高水平。继规模以上企业复工复产以后，中小企业也陆续复工，工信部数据显示截至4月15日中小企业复工率已为84%，对生产指数有一定支撑。但从6大发电集团日均耗煤量、汽车半钢胎开工率等高频数据看，生产恢复到疫情前8-9成水平之后再难向上突破。我们认为，疫情防控对于工业生产过程的影响趋弱，未来能否持续改善主要受制于需求修复情况。

□ 内需恢复力度不弱，海外疫情拖累外需

4月新订单指数回落1.8个百分点至50.2%，其中新出口订单指数下行12.9个百分点至33.5%，新出口订单大幅走弱主要源于外需下滑叠加部分海外订单取消。我们认为，在外需大幅下滑的情况下，内需恢复力度并不弱，乘用车销量上行、30大中城市商品房成交套数持续增加可做一定印证。海外疫情导致经济停摆，4月美、欧、日等发达经济体PMI降至冰点，预计外需修复还需要一个季度，持续扩大内需是经济企稳的重要前提。我们认为，压制需求释放叠加自然需求修复，内需回暖的确定性较强，但修复速度与逆周期政策的力度和节奏密切相关。

□ 需求收缩价格回落，产品库存被动积压

原油价格继续震荡下探，工业品价格全面走弱，4月主要原材料购进价格指数回落3个百分点至42.5%，出厂价格指数下行1.6个百分点至42.2%。原油市场暴跌的根源在于经济基本面回落，价格指数下行是总需求收缩的真实反映，预计未来一季度内的PPI环比增速难以转正，价格修复可能要到四季度。库存方面，原材料库存指数回落0.8个百分点至48.2%，产成品库存小幅上行0.2个百分点至49.3%，库存指数整体波动不大，由于需求端修复的速度滞后于供给端，目前仍呈现被动补库的特征。

□ 从业指数表现分化，复商复市迫在眉睫

4月从业人员指数表现分化，其中制造业就业指数回落0.7个百分点至50.2%，建筑业就业指数大幅回升4个百分点至57.1%，服务业就业指数回升0.4个百分点至47.1%，建筑业就业表现抢眼，而服务业就业整体仍属于萎缩状态。目前，疫情防控对于服务类消费的影响依然显著存在，电影、体育赛事等文体娱产业仍处于“冻结”的状态，餐饮、商场等线下消费场所的人流量仍未恢复疫情之前的水平，下一步推动全面复商复市对保就业格外关键，企业用工意愿提升也依赖于内需的提振。

□ 经济复苏速度较缓，扩大内需重中之重

3月和4月PMI指数表明经济活动有所复苏，但仍无法填补2月的深坑，疫情防控取得巨大成效之时，其影响已从供给端转移到需求端。下一阶段，达产率的进一步恢复、失业率的下行以及工业企业利润的回暖均依赖于需求修复。二季度，压制需求的释放叠加自然需求的修复，内需回暖的确定性较强，但修复速度与逆周期政策的力度和节奏密切相关。我们认为，在地产政策没有较大边际放松的情况下，内需回升将呈现渐进复苏的节奏。

风险提示：海外疫情防控不及预期；逆周期政策落地效果不及预期

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1《LPR如期降息，之后呢？》

2020.04.20

2《短期看逆周期，长期靠改革——点评中央政治局会的几个要点》

2020.04.17

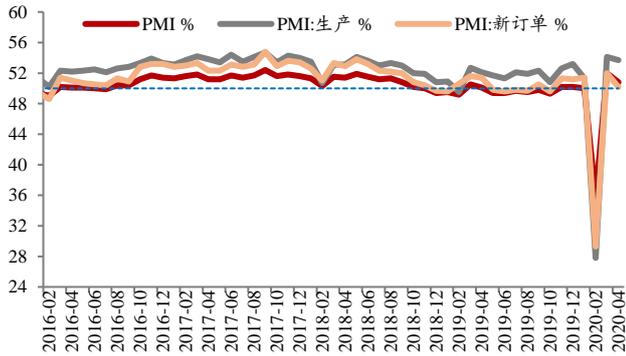
3《进出齐升，逆差转正——3月进出口数据点评》2020.04.14

4《特殊的降准与特殊的降息——点评4月3日央行宣布定向降准及下调超额存款准备金利率》2020.04.03

报告撰写人：李超

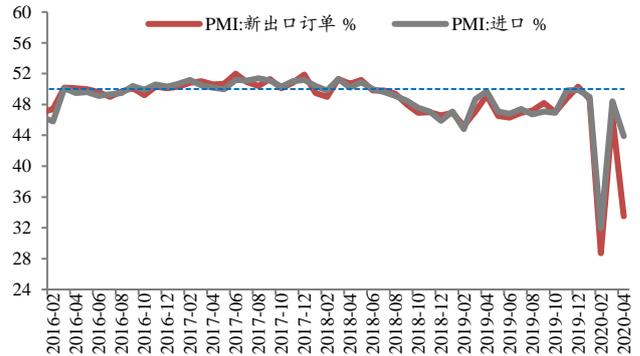
数据支持人：张迪

图表1：制造业 PMI 及其生产指数、新订单指数



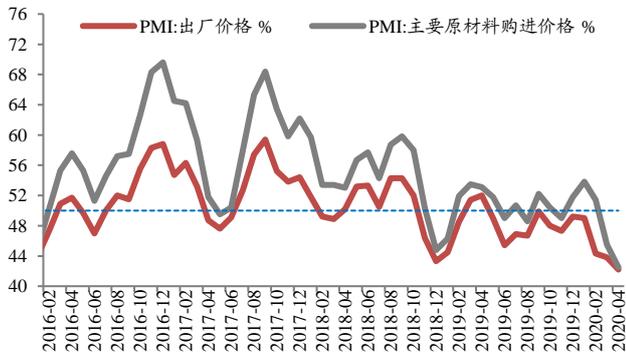
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表2：制造业新出口订单指数及进口指数



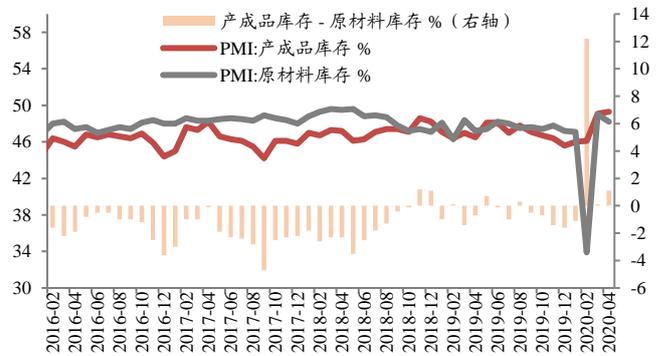
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表3：制造业 PMI 价格指数



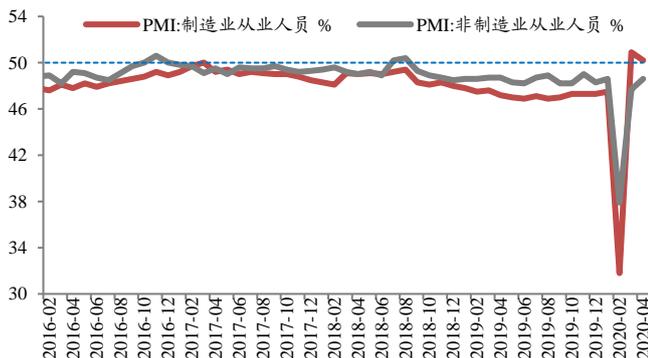
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表4：制造业库存指数



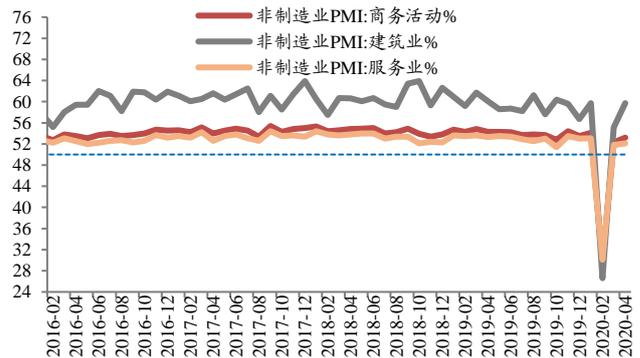
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表5：从业人员指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图表6：非制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_5510

