

宏观点评 20240501

4月政治局会议后的 PMI 走向

2024年05月01日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《4月政治局会议：不寻常的重量与分量》

2024-04-30

《地产收储的预期和现实》

2024-04-29

- **制造业 PMI 与政治局会议之间的“缘分”似乎是冥冥之中的注定。**不仅4月 PMI、4月政治局会议于同一天“出炉”，而且政治局会议的新闻稿也是观测 PMI 未来走向的最佳窗口之一——4月政治局会议在产业政策上“说得越少”，那么4月制造业 PMI 绝对值大概率处于历史同期较高水平；但若是“说得越多”，那么6月 PMI 反弹的力度或会越大。

在剔除残余季节性后，4月 PMI 的实际值大约为 50.2%，这比由残余季节性因子贡献了回升幅度 68.9%的 3月 PMI 似乎更能描绘出经济复苏进度的加快。不过，“生产强于需求”的形势仍在延续，参考春节后保持 PMI 动能的“优等生”2016年，有供给侧结构性改革加快出清的“鼎力相助”。因此，在制造业景气度“在线”、但结构性问题仍存的背景下，4月政治局会议对于产业政策的表述，不在“多”、更在“精”。譬如与“新质生产力”相关的“因地制宜”、“风险投资”等词汇，都是对产业政策的后续发展作出进一步部署。

- **4月政治局会议后，制造业 PMI 将会怎么走？政治局会议上对产业政策的提及次数是关键。**以史为鉴，通常4月制造业 PMI 的绝对值较往年同期偏低，那么4月政治局会议上对实体经济的表述便会“说得越多”。不过，政策端对工业制造业的重视程度将在6月才传导至 PMI 身上——4月政治局会议越强调工业制造业的重要性，那么6月 PMI 的反弹空间将会越大（5月 PMI 形势或许暂不会发生明显转变）。因此刚刚“出炉”的4月政治局会议，它是提前洞悉6月 PMI 表现的最佳窗口之一。

- **3月 PMI vs 4月 PMI：谁更能成为宏观经济的“温度计”？**在经历了春节效应褪去、3月制造业 PMI 反弹幅度甚大以后，本身具有环比概念的 PMI 在4月“略有降温”其实并不意外。那么3月和4月 PMI 到底有多大程度上受到来自季节性因素的影响？倘若剔除季节性因素的影响，谁对当前宏观经济的运行态势更具指代性？

我们尝试测算了季节性因素对制造业 PMI 的影响，结果显示春节次月制造业 PMI 的季节性指数偏高、难免推动 PMI 上升，因此春节次月通常是制造业 PMI 的“旺月”。今年3月制造业 PMI 大幅反弹的背后，除了有我国经济回升向好的因素以外，来自于季调因子的影响也颇大（其季节性指数远超过往年同期）。经我们测算，残余的季节性因子大概贡献了3月 PMI 增长的 68.9%。

对比起上月，4月 PMI 的季节性指数更接近 100%、且剔除季节性前后的“撇叉程度”明显小于3月，因此受季节性影响略小一些的4月制造业 PMI 更能直接测量当前宏观经济的“温度”。经我们计算，4月剔除季节性后的 PMI 为 50.2%、也同样处于荣枯线以上，这验证了经济回升向好的态势并未改变。不过细项数据显示经济运行中仍存在一些结构性问题尚待解决，譬如与内需相关的 PMI 新订单指数及 PMI 进口指数均有明显回调、库存周期也被“卡”在去库阶段久矣。

- **如何提高春节过后 PMI 位于景气区间的可持续性？2016年是“最佳模板”。**近年来制造业 PMI 均在春节过后经历了一定程度的反弹，但不同的是有些年份做到了借春节过后的“东风”、“一鼓作气”将 PMI 的高景气度贯穿全年，然而有些年份却没有。其中，2016年是维持春节过后制造业 PMI 回升动能的“优等生”——这一年，不仅仅在结构性政策上吹响了供给侧结构性改革加快出清的“号角”；更是有总量政策的“鼎力相助”，其中财政端政府目标财政赤字率从先前的 2.3%直接提升至 3%。

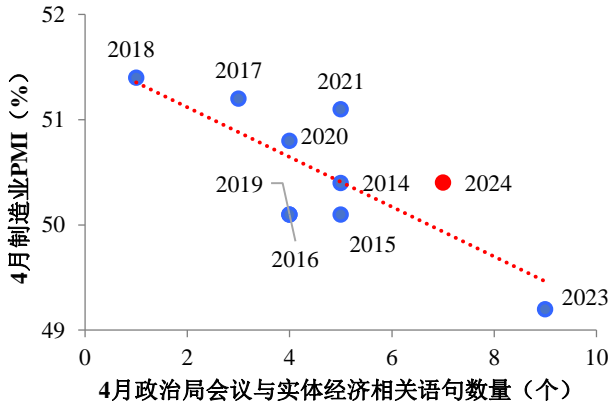
- **回到4月 PMI 本身，需求复苏“正在路上”。**在经历过“春节效应”后的强势反弹后，4月 PMI 大多细项指标均有回调，包括 PMI 新订单指数降低了 1.9pct、PMI 进口指数降低了 2.3pct 等等。其中，正是因为3月 PMI 新订单指数上升幅度超季节性的影响，4月 PMI 新订单指数的

降幅也超季节性。不过，4月虽然仍有59.4%的企业表示市场需求不足，但这一比例已是近7个月以来的最低。同时大幅回调的PMI新订单指数也仍在荣枯线之上，这些均是需求复苏的积极信号。

- **生产端是促使PMI维持高景气度的支撑项。**PMI大多细项指标出现了不同程度的回调，但是PMI生产指数不降反升，从3月的52.2%升至4月的52.9%，拉动PMI增长0.18个百分点。工业端“生产更强、需求稍弱”的情景再次浮现。
- **在需求回暖的大背景下，两大价格指数均有回升。**受益于需求端整体回暖，PMI原材料价格指数继续保持上升趋势，值得注意的是4月其上升斜率变大，升高3.5pct、录得54%。同时市场需求保持增长叠加原材料价格上升，对制造业产品销售价格也有所支撑，4月PMI出厂价格指数升高1.7pct、录得49.1%。基于原材料价格上升幅度大于出厂价格的情形，我们认为这将改善工业上游行业利润表现。
- **库存周期仍被“卡”在了去库末、补库初的位置。**形容当前工业需求端的最佳词汇，是“复苏”、而非“强劲”。也正是因为如此，库存周期迟迟未正式迈入补库周期。4月PMI产成品库存指数下降1.6pct至47.3%，显示出去库态势。
- **非制造业的“引擎”待加油助力。**4月建筑业PMI为56.3%(环比+0.1pct)，建筑业PMI表现“不温不火”的原因在于今年以来基建发力稍弱以及房地产并未完全恢复。4月服务业PMI为50.3%(环比-2.1pct)，降幅略大的主因是春节效应已全然散去。

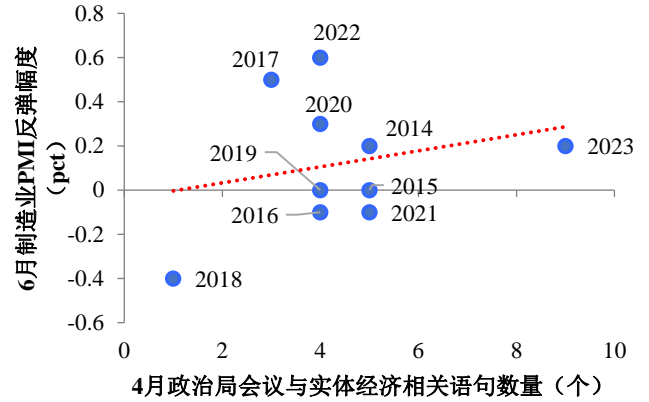
- **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 4月PMI偏低, 政治局会议上对实体经济的表述就会越多



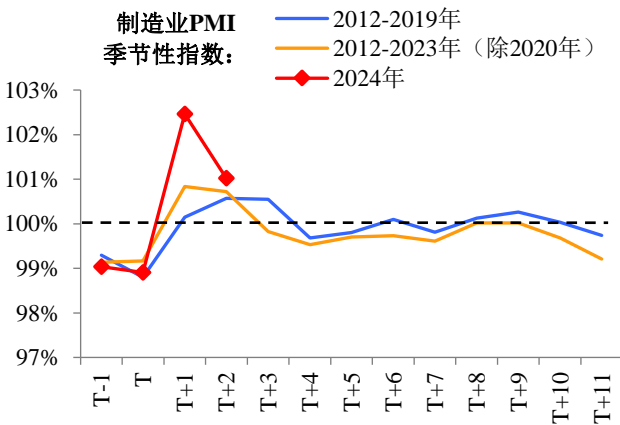
数据来源: Wind, 中国政府网, 东吴证券研究所

图2: 4月政治局会议对实体经济的重视, 将在6月才传导至PMI



数据来源: Wind, 中国政府网, 东吴证券研究所

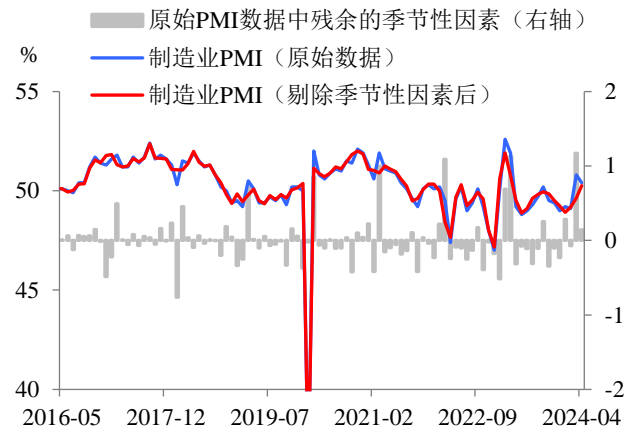
图3: 4月制造业PMI的季节性指数下降



注: T表示春节所在月, T后面的数字表示月份。

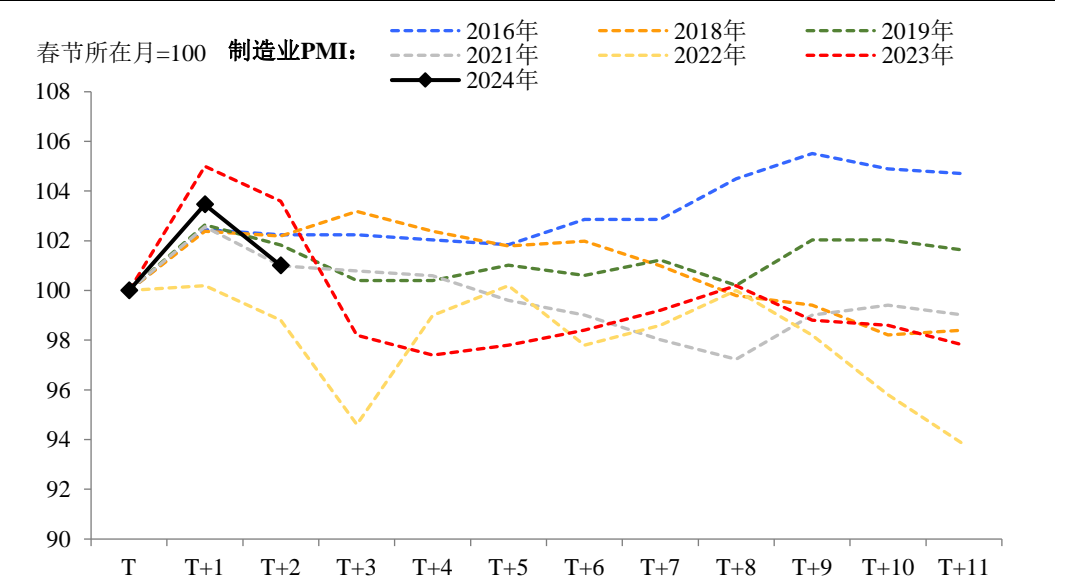
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 4月制造业PMI中残余的季节性因素比3月少



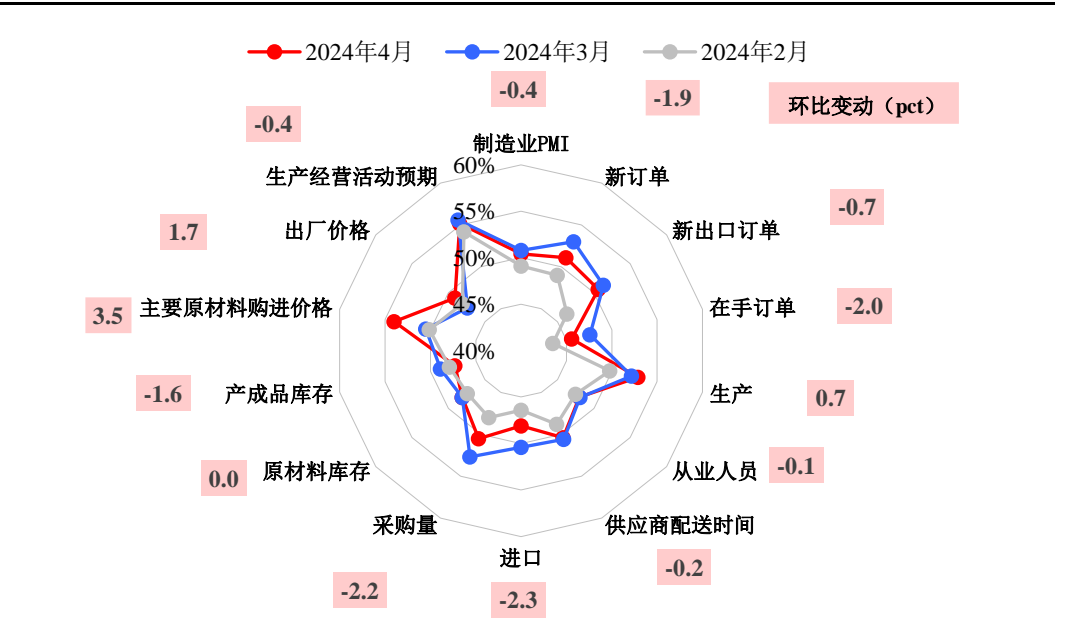
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 春节过后制造业 PMI 回升的动能——2016 年是“最佳模板”



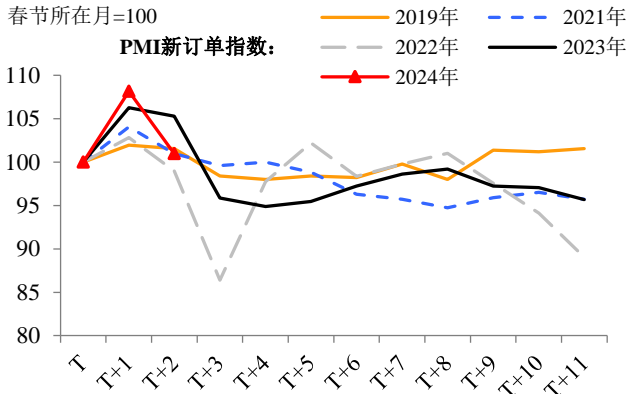
注: T 表示春节所在月, T 后面的数字表示月份。
数据来源: Wind, 中国政府网, 东吴证券研究所

图6: 4 月制造业 PMI 及其各项数据表现



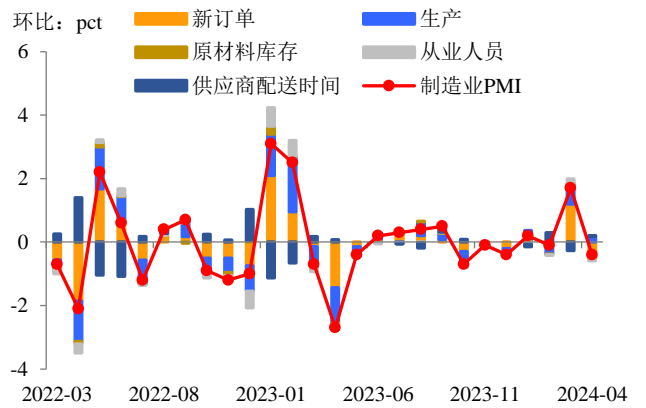
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：4月PMI新订单指数的下降幅度略超季节性



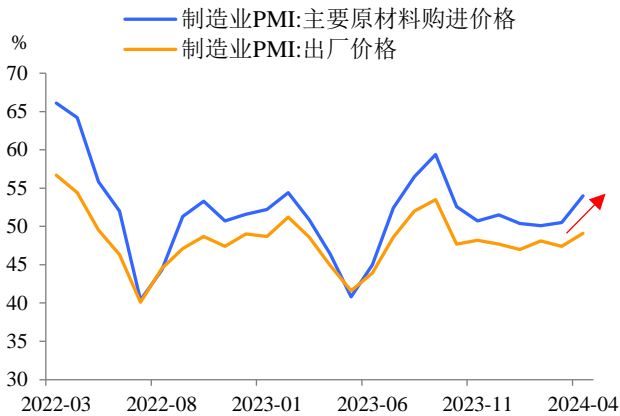
注：T表示春节所在月，T后面的数字表示月份。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：生产是4月PMI维持高位的主要支撑



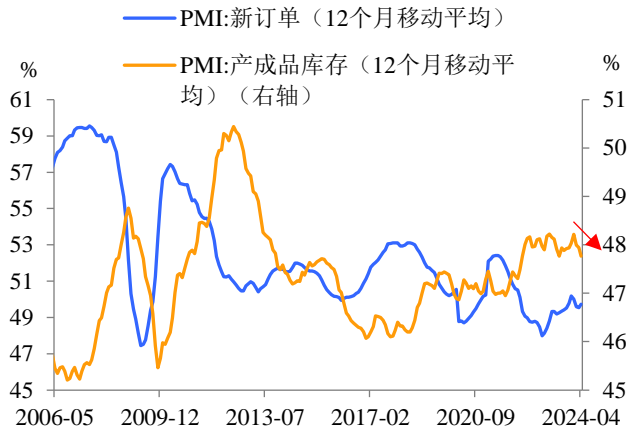
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：4月PMI两大价格指数均在上升



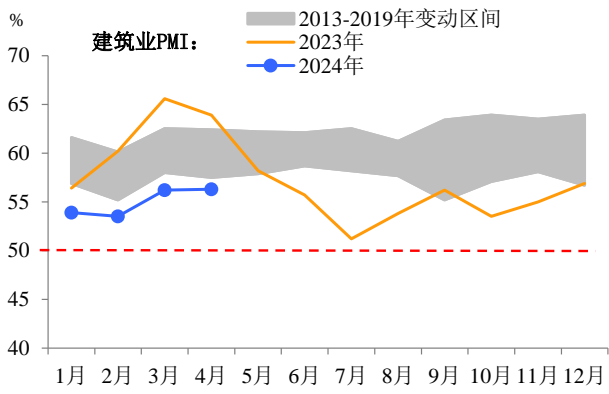
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：目前库存周期被“卡”在了去库末、补库初



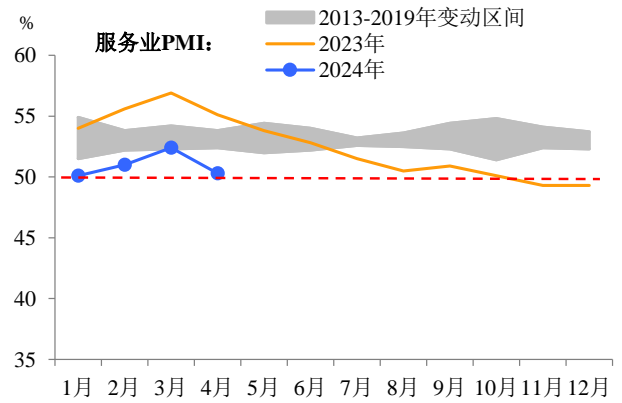
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 4月建筑业PMI与前值基本持平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 春节效应过去, 4月服务业PMI“降温”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>