

## 经济短期承压 商品或将回落

## 核心观点及内容摘要

- 4 月，中国官方制造业 PMI（中采制造业 PMI）环比下降 0.1%至 51.4%，财新制造业 PMI 4 月环比上涨 0.1%至 51.1%。
- 4 月，国内制造业扩张放缓，分项指标环比普遍回落。在产出平稳增长下，制造业内外需求增长均出现下降。4 月制造业内外需求扩张的放缓，显示二季度经济增长存在压力。从不同规模企业情况看，大型企业扩张相对稳健，而中小型企业景气的回升受两会期间开工延后 4 月开始复产，但需求回落下后期扩张难以持续。而 2017 年以来，伴随行业集中度的提升，从大型企业供求扩张稳健 4 月略降的情况看，二季度国内经济增长较一季度大概率要弱，或有小幅回落。
- 价格方面，主要原材料购进价格指数回落 0.4%至 53%，出厂价格指数上涨 1.3%至 50.2%，预计 4 月 PPI 环比微增，4 月购进价格与出厂价格差出现收窄，对制造业企业利润构成支撑。4 月，制造业企业库存的总体回落或部分受到供给扩张受限的压力，这与大型企业生产扩张放缓的表现一致，进一步说明中小型企业景气持续扩张难以为继，在企业采购意愿减弱的条件下，短期内对原材料价格形成一定抑制。
- 4 月统计样本偏重中小企业的财新制造业 PMI 出现回升，走势与官方小企业 PMI 表现一致，由于财新制造业 PMI 样本企业多以出口导向型企业为主，在制造业受内需增长放缓背景下，中小型企业 PMI 扩张持续性不强，后期需求受外需摩擦影响较大，因此，制造业 PMI 景气指数走势的分化也进一步验证目前国内经济形势面临的持续增长压力。
- 4 月，以大中型企业为代表的国内制造业扩张总体维持稳健，中小型企业景气扩张加速，但在行业集中度提升及需求增长下滑背景下，中小企业保持扩张持续性不强，预计短期经济增长承压，大宗商品价格缺乏上涨动力。随着后期土地购置费用高涨房地产投资增速超预期的影响消退后，后市房地产及基建需求增长仍有下降态势。二季度，国内经济预计维持低位，随着企业复产及利润支撑对商品供给构成压力，总体预计大宗商品将呈现高位回落。对于金融资产来说，经济供求维持低位，国内通胀上涨压力温和，货币政策易松难紧，利率中枢缺乏趋势上涨的基础，总体利好股指和债市。

肖利娜

宏观经济分析师

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

宏观战略研究中心

一德期货研究院

邮箱：xiaolina132@163.com

电话：(022) 59182509

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

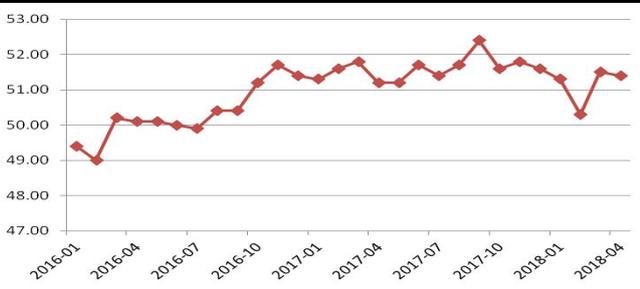
188 号信达广场 16 层

邮编：300042

## 1. 制造业 PMI 走势分化

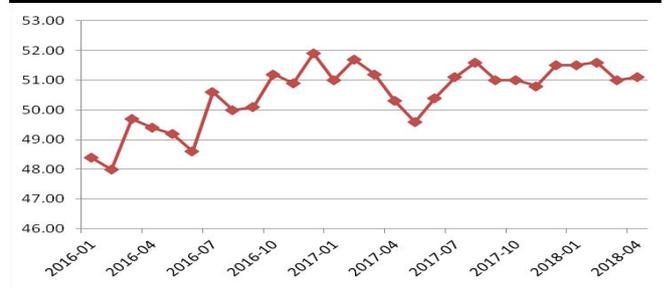
4月，中国官方制造业 PMI（中采制造业 PMI）环比下降 0.1%至 51.4%，高于 51.3%的市场预期（见图 1），财新制造业 PMI 4月环比上涨 0.1%至 51.1%，好于 50.9%的市场预期（见图 2）。

图 1：中采制造业 PMI



资料来源：wind

图 2：中国财新制造业 PMI

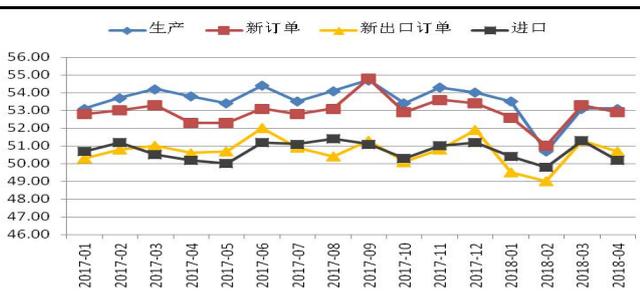


资料来源：wind

## 2. 产出增长平稳 需求压力显现

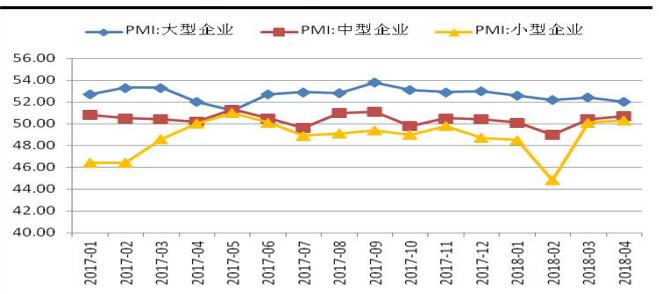
4月，国内制造业扩张放缓，分项指标环比普遍回落。4月，中采制造业生产指数持平 3月的 51.3%，而新订单指数由 3月的 53.3%降至 52.9%（见图 3），这表明在产出平稳增长下，制造业需求增长出现明显下滑；需求端，新出口订单与进口指数双双回落，表明制造业内外需求增长均出现下降，其中，新出口订单指数由 3月的 51.3%降至 50.7%，进口指数由 3月的 51.3%降至 50.2%（见图 3）。4月制造业内外需求扩张的放缓，显示二季度经济增长存在压力。从不同规模企业情况看，4月，大型企业制造业 PMI 环比下降 0.4%至 52%，中型企业、小型企业制造业 PMI 环比分别上涨 0.3%、0.2%至 50.7%、50.3%（见图 4），大型企业扩张相对稳健，而中小型企业景气的回升受两会期间开工延后 4月开始复产，但需求回落下后期扩张难以持续。而 2017 年以来，伴随行业集中度的提升，从大型企业供求扩张稳健 4月略降的情况看，二季度国内经济增长较一季度大概率要弱，或有小幅回落。

图 3：中采制造业 PMI 生产及订单指数



资料来源：wind

图 4：大、中、小型企业制造业 PMI

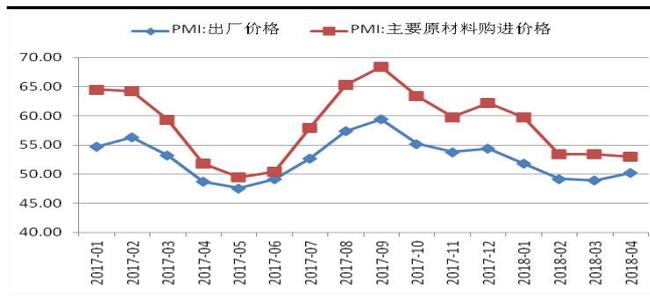


资料来源：wind

价格方面，主要原材料购进价格指数回落 0.4%至 53%，出厂价格指数上涨 1.3%至 50.2%重回荣枯分界线之上（见图 5），预计 4月 PPI 环比微增，4月购进价格与出厂价格差出现收窄，对制造业企业利润构成支撑。同时，受企业采购力度减小及终端需求放缓的影响，制造业 PMI 原材料库存指数小幅下降 0.1%至 49.5%，产成品库存下降 0.1%至 47.2%（见图 6）。4月，制造业企业库存的总体回落或部分受到供给扩张受限的压力，这与大型企业生产扩张放缓的表现一致，进一步说明中小型企业景气持续扩张难以为继，在企

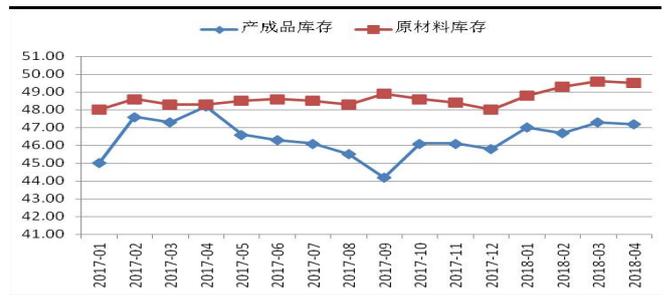
业采购意愿减弱的条件下，短期内对原材料价格形成一定抑制。

图 5：中采制造业 PMI 价格指数



资料来源：wind

图 6：中采制造业 PMI 库存指数



资料来源：wind

4 月统计样本偏重中小企业的财新制造业 PMI 出现回升，走势与官方小企业 PMI 表现一致，由于财新制造业 PMI 样本企业多以出口导向型企业为主，在制造业受内需增长放缓背景下，中小型企业 PMI 扩张持续性不强，后期需求受外需摩擦影响较大，因此，制造业 PMI 景气指数走势的分化也进一步验证目前国内经济形势面临的持续增长压力。

### 3. 经济短期承压 商品或将回落

4 月，以大中型企业为代表的国内制造业扩张总体维持稳健，中小型企业景气扩张加速，但在行业集中度提升及需求增长下滑背景下，中小企业保持扩张持续性不强，预计短期经济增长承压，大宗商品价格缺乏上涨动力。随着后期土地购置费用高涨房地产投资增速超预期的影响消退后，后市房地产及基建需求增长仍有下降态势。二季度，国内经济预计维持低位，随着企业复产及利润支撑对商品供给构成压力，总体预计大宗商品将呈现回落。对于金融资产来说，经济供求维持低位，国内通胀上涨压力温和，货币政策易松难紧，利率中枢缺乏趋势上涨的基础，总体利好股指和债市。

## 免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292  
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111  
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层  
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013  
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel：010-8831 2088  
一德期货有限公司 上海营业部 200063  
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室  
Tel：021-6257 3180  
一德期货有限公司 天津营业部 300021  
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平  
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel：022-2813 9206  
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457  
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel：022-5982 0932  
一德期货有限公司 大连营业部 116023  
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座  
大连期货大厦2303、2310号房间  
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008  
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel：0371-6561 2079  
一德期货有限公司 淄博营业部 255000  
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、  
807房间  
Tel：0533-3586 709  
一德期货有限公司 宁波营业部 315040  
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel：0574-8795 1915  
一德期货有限公司 唐山营业部 063000  
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel：0315-5785 511  
一德期货有限公司 烟台营业部 264006  
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室  
Tel：0535-2163353/2169678