

作者：徐骥，CFA
邮箱：research@fecr.com.cn

制造业扩张力度减弱，海外需求维持良好 ——2021年4月官方PMI点评

摘要

4月制造业PMI为51.1%，比上月下降0.8个百分点，连续14个月扩张。新订单指数、生产指数的回落，削弱了制造业的扩张力度。从供需差来看，生产指数和新订单指数之间的差值进一步收窄。中国制造业海外需求良好，新出口订单连续2个月扩张。

综合来看，在印度疫情失控的带动下，全球日新增新冠肺炎病例数持续升高，疫苗接种的积极效果被抵消；受益于主要发达经济体的大规模经济刺激政策，中国制造业的海外需求依然强劲。中国国内疫情防控维持平稳局面，国内新冠病毒疫苗接种超2.4亿剂次；4月，新增地方政府债券发行量环比大增，高层关注物价稳定。

从企业规模来看，4月，大、中、小型企业全部维持扩张，但是中、小型企业的扩张强度相对偏低。

PMI出厂价格指数和主要原材料购进价格指数较上月升高，仍大幅高于荣枯线，4月工业生产者出厂价格环比料继续上涨。

展望未来，疫苗接种速度的进一步提升或令主要发达经济体更接近于群体免疫，全球范围的疫苗供给不足和分配不均或将得到缓解。近期，世界卫生组织将对中国的两款疫苗进行最后的审查。**国际方面**，在美国完成贸易政策审查之后，中美双方或将开启新一轮经贸对话。美国已经出台和可能出台的大规模经济刺激政策料给中国制造业企业带来新出口订单需求。长期来看，中美两国既是竞争对手，又是合作伙伴。**国内财政政策方面**，5月，新增地方政府债券发行量料将进一步增大，逐步正常化的财政政策料将关注重心移至防范化解地方政府债务风险上。**国内货币政策方面**，LPR在连续12个月保持不变之后，短期内仍将大概率维持。同时，央行将对美联储可能的政策调整加强观察，一方面需要保持物价稳定，另一方面需要防止资本外流。

相关研究报告：

1. 《产成品库存指数升高，制造业迎来“开门红”——2021年1月官方PMI点评》，2021.2.1
2. 《假日因素拖累制造业生产，新出口订单再现收缩——2021年2月官方PMI点评》，2021.3.1
3. 《节后复产或快于往年，新出口订单重回扩张——2021年3月官方PMI点评》，2021.4.1

Author: Xu Ji, CFA

E-mail: research@fecr.com.cn

Manufacturing Expansion Weakened, Overseas Demand Kept Well

——China's PMI Review for April 2021

Summary

In March 2021, China's Purchasing Managers Index (PMI) was 51.1%, 0.8 percentage points lower than that of the previous month, and expanded for 14 consecutive months. The decreases in the new orders index and production index weakened the expansion of China's manufacturing industry. From the perspective of the difference between supply and demand, the difference between the production index and the new orders index has narrowed slightly further. Overseas demand for China's manufacturing is good, and new export orders have expanded for two consecutive months.

Overall, driven by the out-of-control epidemic in India, the global cases added per day continued to rise, and the positive effects of vaccination was wiped out. Benefiting from the large-scale economic stimulus plans of major developed economies, overseas demand for China's manufacturing remained strong. China kept a stable situation in terms of epidemic control, with more than 240 million doses of vaccines having been administered. In April, the issuance of new local government bonds increased month-on-month, and high-level government officials expressed concern about price stability.

In terms of enterprise scale, in April, large, medium, and small-sized enterprises all maintained expansion, but the intensity of expansion of small and medium enterprises was relatively low.

The PMI's producer price index and main raw material purchase price index both increased from the previous month, and were still significantly higher than the threshold. In April, Producer Price Index (PPI) for manufactured goods are expected to continue to rise from the previous month.

In the future, the further increase in the vaccination rate may bring major developed economies closer to herd immunity, and the global shortage of vaccine supply and uneven distribution may be alleviated. Soon, WHO will assess two Chinese COVID-19 vaccines. **Overseas**, after the United States completes its trade policy review, China and the United States may open a new round of economic and trade dialogue. The large-scale economic stimulus plans that the United States has introduced and may soon introduce are expected to bring new export orders to Chinese manufacturing enterprises. In the long run, China and the United States are both competitors and partners to each other. **In terms of domestic fiscal policy**, in May, the issuance of new local government bonds is expected to increase further, and the gradual normalization of fiscal policy is expected to shift its focus to preventing and resolving local government debt risks. **In terms of domestic monetary policy**, after the LPR has remained unchanged for 12 consecutive months, it is still very likely to keep unchanged in the short term. At the same time, the central bank will strengthen its observation of the Fed's possible policy adjustments. On the one hand, it needs to maintain price stability, on the other hand, it needs to prevent capital outflow.

国家统计局于4月30日公布了《2021年4月中国采购经理指数运行情况》。公布数据显示，4月制造业PMI为51.1%，前值为51.9%，制造业连续14个月扩张，扩张力度有所减弱。4月，中国国内疫情防控维持平稳局面，国内新冠病毒疫苗接种超2.4亿剂次。中国制造业PMI继续扩张，体现了在疫情防控稳定的局面下，经济持续复苏动力不减。非制造业(建筑业和服务业)商务活动指数为54.9%，前值为56.3%。其中，建筑业商务活动指数为57.4%，比上月下降4.9个百分点；服务业商务活动指数为54.4%，比上月下降0.8个百分点。

环比上月，4月制造业维持扩张，但PMI数值环比有所下降。4月，虽然全球疫苗接种量已超10亿剂次，但是疫苗在国家间分配不均，印度疫情严重失控，全球日新增病例数连续升高；中美双方在气候变化问题上拥有较大合作空间。4月，国内财政政策继续发力，新增地方政府债券开始放量发行，财政直达资金已下达2.6万亿元。

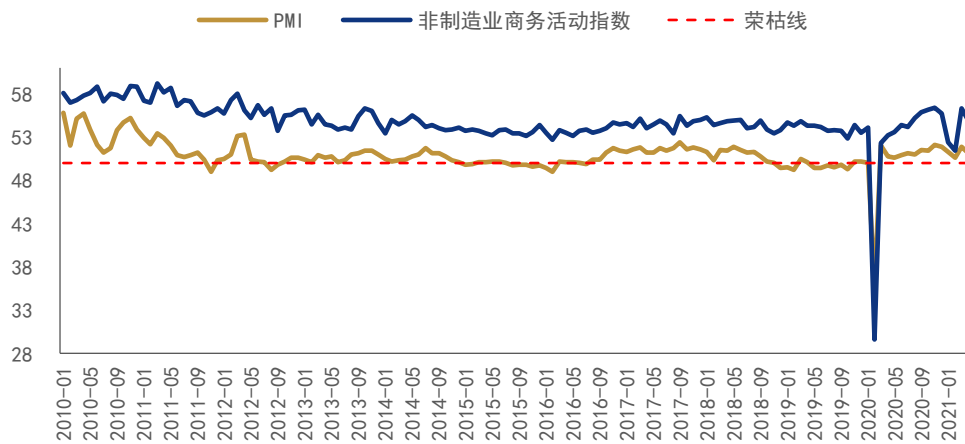


图1：制造业PMI和非制造业商业活动指数（2010年1月至2021年4月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

一、主要分项指数情况

纳入制造业PMI计算的5个分项指数（见表1）中，4个变差，1个“变好”；总体来看，新订单指数、生产指数的回落，削弱了制造业的扩张力度。4月，在印度疫情失控的带动下，全球日新增病例数持续升高，疫苗接种的积极效果被其他不利因素抵消；海外需求继续增长，新出口订单指数保持扩张。宏观政策方面，4月财政政策落地力度增强，货币政策延续“灵活精准”。

表1：制造业PMI分项指数变化情况

	PMI	新订单	生产	从业人员	供应商 配送时间	原材料 库存
权重	100%	30%	25%	20%	15%	10%
2021年3月	51.9	53.6	53.9	50.1	50.0	48.4
2021年4月	51.1	52.0	52.2	49.6	48.7	48.3
变化	-0.8	-1.6	-1.7	-0.5	+1.3	-0.1
权重*变化	-0.8	-0.48	-0.425	-0.1	+0.195	-0.01

注：四舍五入可能造成加总值有所偏差；供应商配送时间为逆指数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

新订单指数为 52.0%，比上月下降 1.6 个百分点，连续 14 个月保持扩张状态。4 月，中国国内局部疫情未改疫情防控稳固局面，内需恢复进一步巩固；其他主要经济体的稳步复苏和经济刺激政策有助于拉动外需，中国制造业的出口订单需求良好。4 月新订单指数位于荣枯线以上意味着制造业整体市场需求较上月升高。新订单指数对经济的先行影响程度最大，权重占比为 30%。新订单指数位于临界点上方，表明中国制造业需求环比增加。

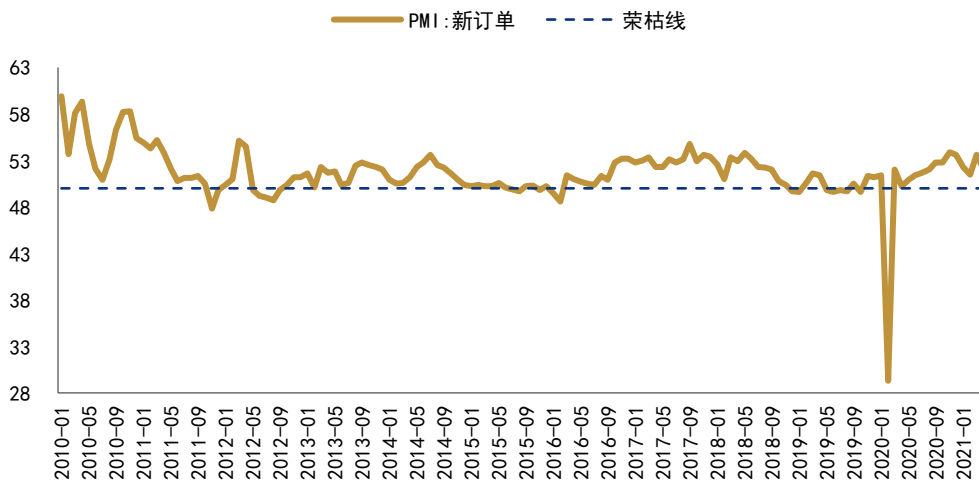


图 2: 新订单指数 (2010 年 1 月至 2021 年 4 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

外需方面, 4 月新出口订单指数为 50.4%，比上月下降 0.8 个百分点，连续 2 个月扩张。4 月，虽然全球疫苗接种速度得到进一步提升，但是相对贫穷国家和相对富裕国家之间疫苗获取及接种情况差异很大，疫苗分配不均的情况仍然严重。受益于主要发达经济体的大规模经济刺激政策，中国制造业的海外需求依然强劲。截至 4 月 29 日，全球累计新冠肺炎确诊病例已近 1.5 亿。根据彭博 (Bloomberg) 的数据，截至 4 月 29 日，全球已接种疫苗数量超过 10.8 亿剂次，约为上月末数量的 1.93 倍，全球最新接种速度约为每日 2030 万剂次。疫苗的加速接种能够有力支撑全球经济复苏，特别是对于疫苗相对充裕的发达经济体。在一定程度上，中国制造业的出口受到发达国家大规模经济刺激的有力拉动，但同时，海外持续宽松的货币政策也会带来输入性通货膨胀的压力。

内需方面, 财政政策继续发力，支撑经济复苏向好，新增地方政府债券发行量增大，财政资金直达机制常态化。货币政策仍旧“稳字当头”，高层关注物价稳定。

财政政策方面, 4 月，新增地方政府债券共发行 76 只，合计金额约 3399 亿元，其中，新增一般债券金额 1343 亿元，新增专项债券 2056 亿元。环比来看，4 月新增地方政府债券发行金额比 3 月多出 3035 亿元，将对内需形成有力支撑。4 月 21 日，国务院常务会议指出，按照《政府工作报告》要求，今年将财政资金直达机制常态化；去年的直达资金全部为增量资金，今年主要为存量资金，总量达 2.8 万亿元，已下达 2.6 万亿元。和去年直达资金 1.7 万亿元相比，今年有增无减，且增幅较大。同时，国务院常务会议指出，将直达资金作为冲抵部分阶段性政策“退坡”影响的重要措施之一。今年，在赤字率有所下调，且不再发行抗疫特别国债的情况下，财政政策保持了连续性、稳定性、可持续性。

货币政策方面, 4 月，贷款市场报价利率 (LPR) 连续第 12 个月保持不变。4 月，央行 MLF 净投放 500 亿元，此前两个月的净投放为零。4 月 8 日，国务院金融稳定发展委员会 (以下简称金融委) 召开第五十次会议，强调“要

保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势”。在 PPI 大涨的背景下，货币政策或将更加关注物价的超预期上涨。

国内消费方面，4月公布的3月社会消费品零售总额数据显示，两年平均增速（以2019年相应同期数为基数）为6.3%，进一步向疫情前8%的增速水平靠拢。经文化和旅游部数据中心测算，2021年清明节假期，全国国内旅游出游1.02亿人次，恢复至疫前同期的94.5%，实现国内旅游收入271.68亿元，恢复至疫前同期的56.7%。相比较来看，虽然出游人数已基本恢复至疫情前水平，但是旅游消费较疫情前水平仍相差较大。

生产指数为52.2%，比上月下降1.7个百分点，连续14个月扩张。生产指数对经济的先行影响程度仅次于新订单指数，权重为25%，生产指数位于荣枯线以上表明制造业生产活动加快，企业生产的产品数量环比增加。

在五大分项指数中，生产指数的数值仍是最高，这表明制造业生产端情况维持良好。和先行程度更高、更体现需求情况的新订单指数相比，4月生产指数要比前者高出0.2个百分点，两者差距进一步缩小。

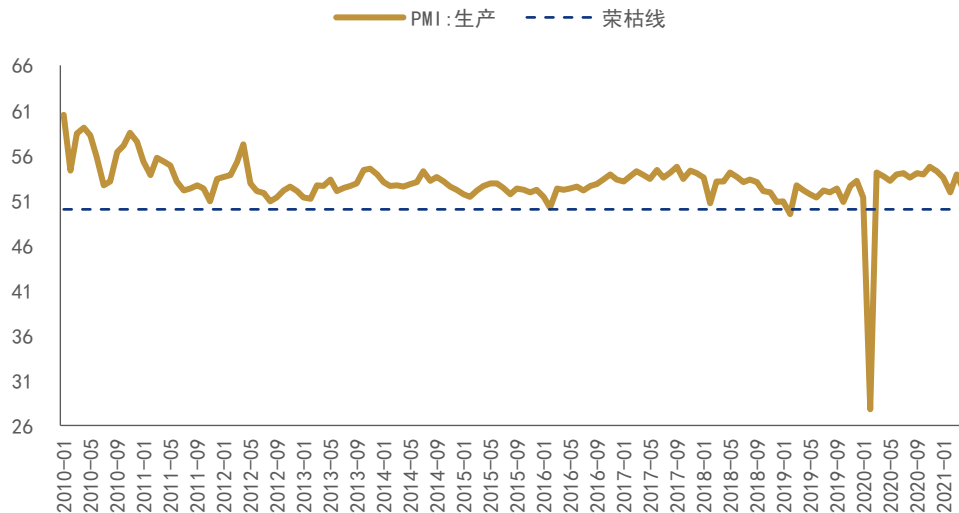


图3：生产指数（2010年1月至2021年4月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从业人员指数为49.6%，较上月下降0.5个百分点，在1个月的短暂扩张之后，再度收缩。长期来看，制造业从业人员指数在2012年以后的绝大部分时间里都位于荣枯线之下。4月，**非制造业 PMI 从业人员指数**为48.7%，比上月下降1.0个百分点，连续32个月处于收缩状态。制造业从业人员指数缺乏持续扩张动力，非制造业的就业情况则依然不乐观。

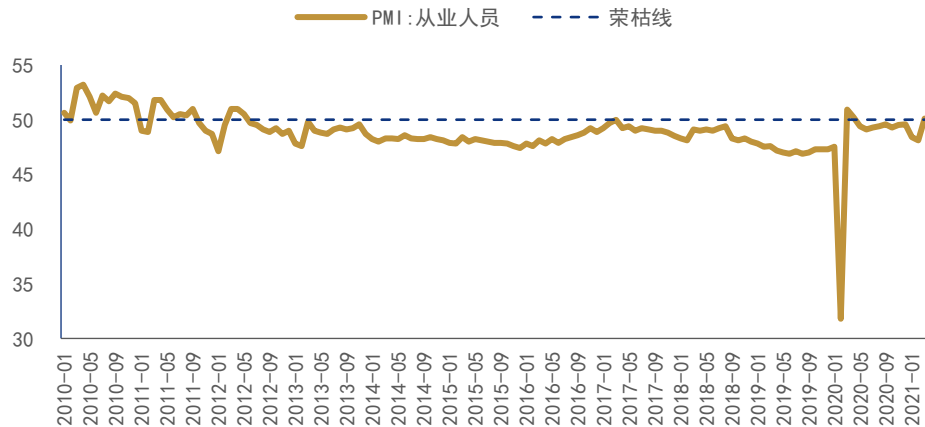


图 4：制造业从业人员指数（2010 年 1 月至 2021 年 4 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

3 月，城镇调查失业率分别为 5.3%，较 2 月下降 0.2 个百分点。1-3 月，城镇新增就业人数为 297 万，累计同比增长 29.69%，但低于疫情前（2019 年 1-3 月）的 314 万。

供应商配送时间指数为逆指数，4 月供应商配送时间指数为 48.7%，比上月下降 1.3 个百分点。供应商配送时间指数位于临界点以下表明整体来看制造业的原材料供应商交货时间较上月有所放缓。这一分项指数为逆指数，一般来看，供应商配送放缓意味着经济活跃度有所提升。

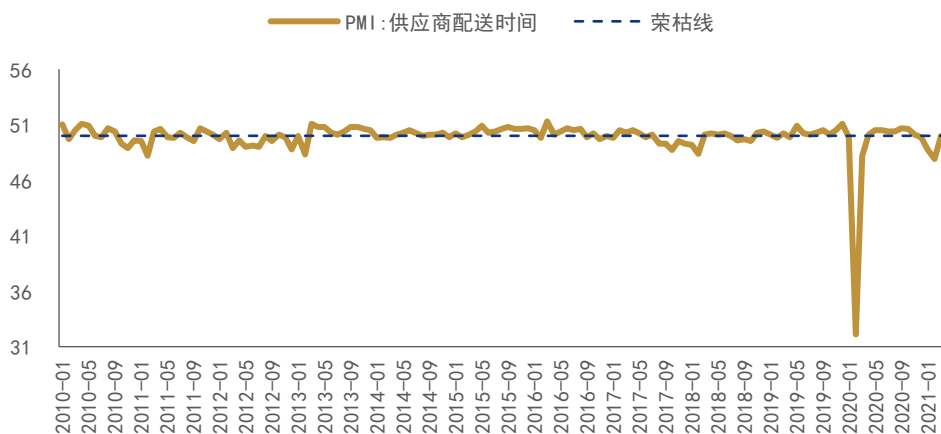


图 5：供应商配送时间指数（2010 年 1 月至 2021 年 4 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

原材料库存指数为 48.3%，比上月下降 0.1 个百分点，仍位于荣枯线之下。原材料库存指数对经济的先行影响程度最低，权重仅为 10%。此外，**产成品库存指数**为 46.8%，比上月升高 0.1 个百分点，继续收缩。在新订单和生产指数持续扩张的情况下，原材料库存指数波动较小，或继续反映制造业整体偏谨慎的预期，同时，主要原材料购进价格的不断升高也对原材料库存形成一定抑制。

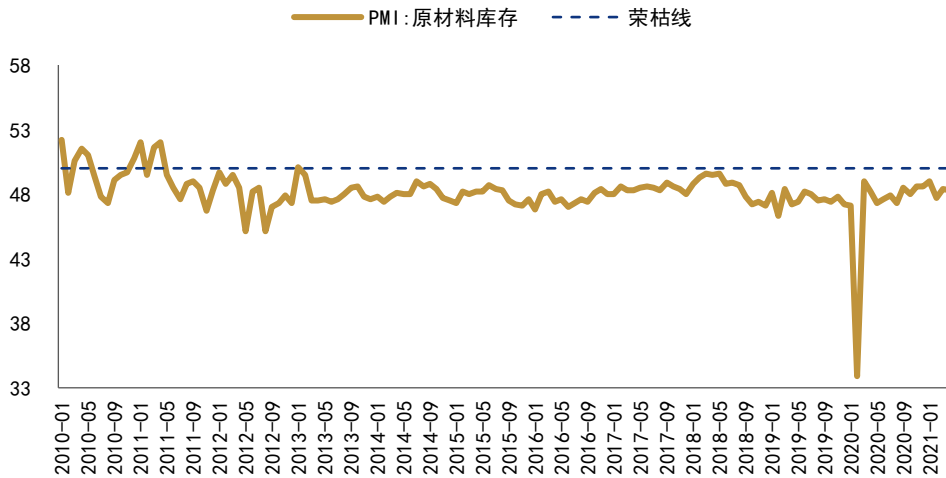


图 6: 原材料库存指数 (2010 年 1 月至 2021 年 4 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

4 月, 美国、欧元区、日本制造业仍延续复苏性扩张, 扩张强度增大。4 月, 美国 Markit 制造业 PMI 初值为 60.6%, 比上月终值升高 1.5 个百分点, 创下该指数自 2007 年 5 月开始编制以来的最高水平, 且连续 10 个月保持扩张。就业方面, 美国 3 月非农就业人数增加 91.6 万人, 高于预期和前值; 美国 3 月失业率为 6.0%, 比上月下降 0.2 个百分点。通货膨胀方面, 美国 3 月 CPI 同比上涨 2.6%, 前值为 1.7%; 其中核心 CPI 同比上涨 1.6%, 前值为 1.3%。4 月, 美国在财政政策方面动作颇多, 包括总统拜登提出的一项逾 2 万亿美元、涉及基础设施建设的刺激计划, 以及旨在加大对美国家庭支持的 1.8 万亿美元计划。美联储维持利率和债券购买计划不变, 但是承认经济复苏势头不断增强。欧元区制造业 PMI 初值为 63.3%, 较上月升高 0.8 个百分点, 连续 10 个月扩张, 扩张强度增大。欧洲央行维持主要再融资利率于 0% 不变, 维持紧急抗疫购债计划规模, 同时确认二季度将显著加快购债速度。日本制造业 PMI 初值为 53.3%, 较上月终值升高 1.3 个百分点, 连续 3 个月扩张。

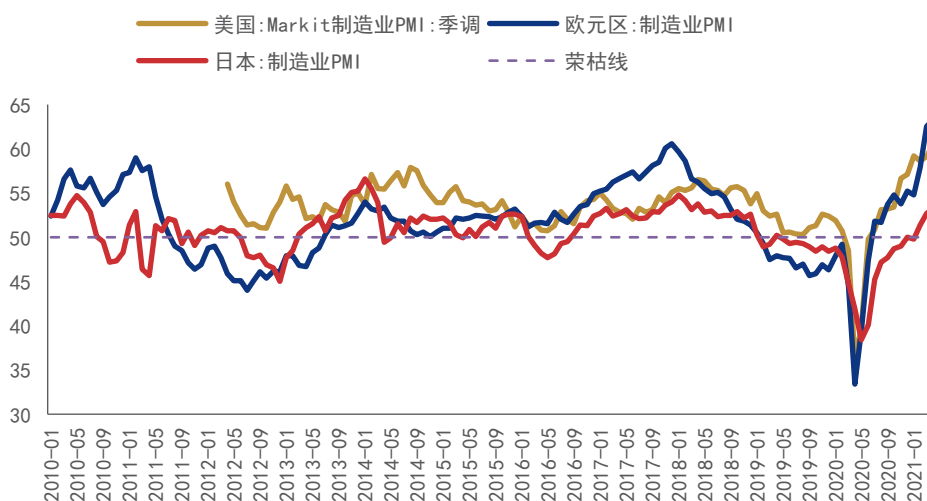


图 7: 美、欧、日制造业 PMI 指数 (2010 年 1 月至 2021 年 4 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

二、大、中、小型企业全部保持扩张

按大、中、小型企业的分类来看，大、中、小型企业全部维持扩张，但是中、小型企业的扩张强度相对偏低。具体来看，4月，大型企业PMI数值为51.7%，较上月下降1.0个百分点，已连续14个月扩张；中型企业PMI数值为50.3%，较上月下降1.3个百分点，连续2个月扩张；小型企业PMI数值为50.8%，比上月升高0.4个百分点，也连续2个月扩张。

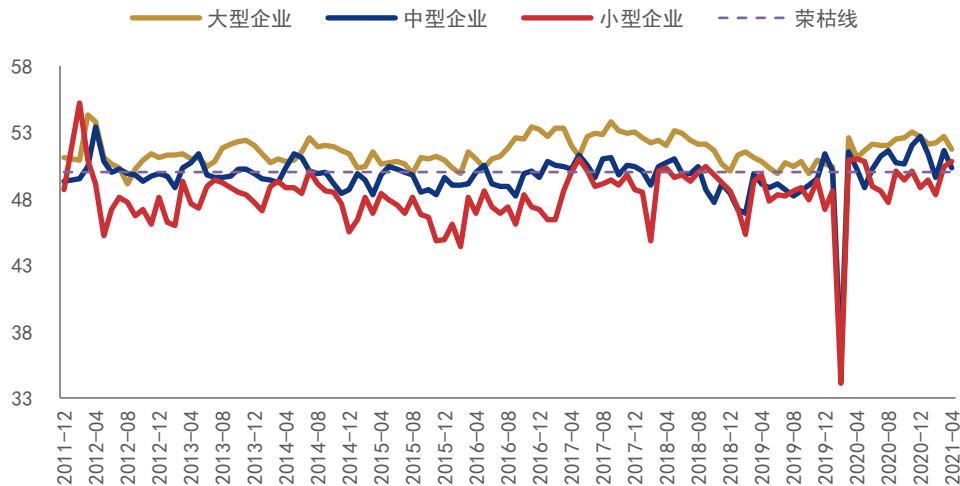


图8: 大、中、小型企业制造业PMI (2011年12月至2021年4月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3月31日, 国务院常务会议部署推进减税降费, 落实和优化对小微企业和个体工商户等的减税政策; 会议确定了进一步支持小微企业、个体工商户和先进制造业的多项税收优惠政策, 加上已出台的税收优惠政策, 预计全年新增减税超过5500亿元。

三、工业生产者出厂价格环比料继续走高

4月PMI出厂价格指数为57.3%, 比上月下降2.5个百分点, 连续11个月高于临界点, 这表明制造业企业生产的主要产品的出厂价格较上月有所升高。4月公布的2021年3月工业生产者出厂价格环比升高1.6%, 连续5个月保持上涨, 符合我们的预期。由于PMI出厂价格指数和PPI环比有较高的相关性, 远东资信预计2021年4月的工业生产者出厂价格环比大概率继续走高, 但升幅或有所收窄。

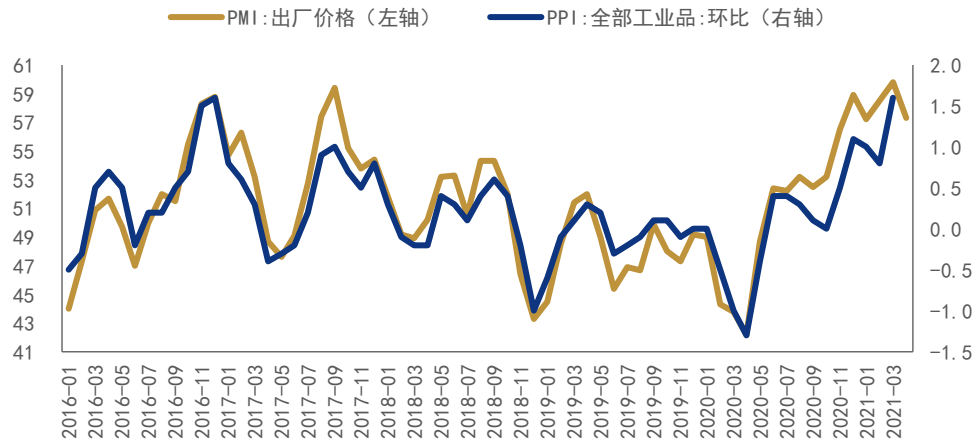


图9：出厂价格指数和PPI（2016年1月至2021年4月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

PMI 主要原材料购进价格指数为 66.9%，比上月下降 2.5 个百分点，连续 12 个月扩张，这表明制造业企业主要原材料的平均购进价格较上月升高。4 月公布的 2021 年 3 月工业生产者购进价格环比大幅升高 1.8%，连续 10 个月保持上涨，符合我们的预期。由于 PMI 主要原材料购进价格指数和工业生产者购进价格指数（PPIRM）环比有较高的相关性，远东资信预计 2021 年 4 月的工业生产者购进价格环比大概率继续升高。

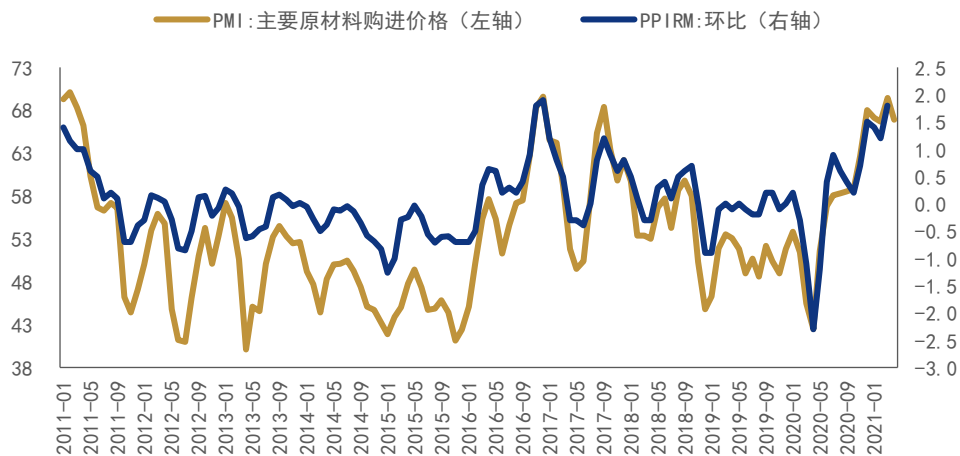


图10：主要原材料购进价格指数和PPIRM（2011年1月至2021年4月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

四、展望

下一阶段，新冠肺炎疫苗接种速度的进一步提升或令主要发达经济体更接近于群体免疫，部分发展中国家和欠发达国家所面临的疫苗供给不足或将得到缓解。在已大面积推广疫苗接种的国家或地区，愿意接种疫苗的民众比例或已接近极限，这意味着疫苗接种的进一步推广或面临一定阻力。此外，在变异毒株不断出现的情况下，疫苗的安全性和有效性仍需持续关注。即便在疫苗安全有效和广泛接种的情况下，各国政府还需对放松防疫措施保持一定的谨慎态度。在疫苗互认方面，欧洲药管局已经给予在美国使用的三款疫苗（辉瑞、莫德纳、强生）紧急使用授权，

欧盟或于今年夏季对完成疫苗接种的美国游客开放入境。其中，辉瑞和强生两款疫苗是世界卫生组织审查通过的推荐疫苗，并已进入联合国的采购目录。近期，世界卫生组织将对中国的两款疫苗进行最后的审查。4月，国际货币基金组织（IMF）上调全球经济增长预期至6%，并认为“一些经济体（特别是美国）提供了更多财政支持，进一步提振了经济前景”。同时，IMF认为，如果美国在经济走强后突然收紧货币政策，则会引发新兴市场资本外流。

国际方面，虽然中美两国在政治层面的紧张关系持续，但是在应对气候变化的议题上，中美开启了对话合作，这也有助于双方增加交流、建立互信。在经贸领域，美国贸易代表办公室正在对中国的贸易政策进行全面审查，美国贸易代表戴琪称，尚未安排与中国高阶官员举行高级别会议。根据中美于2020年1月签订经济贸易协议，“贸易框架小组”会议应每6个月举行1次，“贸易框架小组”应由中国国务院分管副总理和美国贸易代表牵头。在美国完成贸易政策审查之后，中美双方或将开启新一轮经贸对话。此外，美国已经出台和可能出台的大规模经济刺激政策料给中国制造业企业带来新出口订单需求。长期来看，中美两国既是竞争对手，又是合作伙伴。

国内方面，宏观政策料仍以财政政策为主；如果物价持续出现超预期上涨，宏观政策也将及时微调应对。

财政政策方面，5月，新增地方政府债券发行量料将进一步增大，并推动经济进一步复苏。中国国债协会等发布的国内首个《中国地方政府债券蓝皮书》预计，2021年新增地方债发行规模或达4.62万亿元。同时，在该书发布会上，中国国债协会会长、财政部金融司原司长孙晓霞表示，“降低杠杆率，是解决地方政府债务问题的基本之策”。在经济复苏步入正轨之后，逐步正常化的财政政策料将关注重心移至防范化解地方政府债务风险上。

货币政策方面，在财政政策保持必要支持力度的情况下，货币政策料将继续保持定力。LPR在连续12个月保持不变之后，短期内仍将大概率维持。央行货币政策委员会委员王一鸣表示，“对美联储可能的政策调整要加强观察”。一方面，如果以美国为代表的主要发达经济体仍然维持超宽松的货币政策，PPI或将持续上涨，为维持物价稳定，中国货币政策存在收紧预期。另一方面，如果美联储突然收紧货币政策，政策也需防范可能出现的资本外流。

消费方面，五一假期旅游出行人次有望突破（疫情前）2019年同期水平，专家预计将超过2亿人次。相较于出行人次，旅游消费的恢复程度如何，则更值得关注。

【作者简介】

徐 骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428000

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。