

内外需同时超季节性下滑，政策面将继续稳需求

2023年4月官方PMI点评

报告摘要

(1) 内外需同步的超季节性走弱下，4月制造业景气度超季节性回落至历史低位

2023年4月官方制造业PMI录得49.2%，较上月-2.7PCTS，今年前3个月持续位于荣枯线之上后再次下滑至荣枯线之下。季节性上看，今年4月制造业PMI值录得历年（2005年以来，下同）同月倒数第2位，4月PMI较上月下滑的幅度（2.7PCTS）为历年同月最大，显示在持续3个月的高景气度之后，4月制造业景气度以超季节性的幅度下滑至较低水平。结构上看，除供应商配送时间指数外，其余指数均对制造业PMI产生负向带动作用。分大中小企业看，4月大、中、小企业PMI均由上月的荣枯线之上下滑至荣枯线之下，大型企业下滑幅度最大。

4月制造业景气度较3月明显下滑，处在历史同月低位，一方面有前3月经济初步复苏下的高基数影响，另一方面更核心的影响因素是制造业的内外需同步走弱、且均处于历史同期较弱水平。4月制造业新订单指数和新出口订单指数分别排在历史同月的倒数第2位和倒数第3位，较上月下滑的幅度亦排在历史同期的倒数第2位和倒数第3位，PMI新订单指数和PMI新出口订单指数较上月的变化值仅高于去年（国内疫情影响），PMI新出口订单指数和新出口订单指数较上月的变化值仅高于去年（国内疫情影响）和2020年（当年4月国外疫情爆发）。内外需同步的超季节性下滑之下，制造业的生产活动随之萎缩，制造业企业预期明显走弱，叠加工业原料价格波动较大，制造业企业采购意愿减弱，继上月之后，继续进行主动去库存。4月PMI生产经营活动预期指数较上月-0.8%，PMI采购量指数、PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别较上月-4.4PCTS、-0.1PCTS和-0.4PCTS。

(2) 制造业价格指数继续下行，4月PPI同比下滑幅度或继续加深

4月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为44.9%和46.4%，分别较上月-3.7PCTS和-4.5PCTS，继上月之后继续下滑。4月，大部分工业原料价格呈环比下行态势，截止目前统计局公布的数据看，50种生产资料中有35种价格环比下行，带动4月PMI主要原材料购进价格指数较3月下行。总体来看，在以煤炭、钢材、部分化工产品为代表的生产资料价格环比下行的带动下，叠加经济总需求较弱下工业制成品的需求不足，4月PMI出厂价格指数较3月进一步下滑。结合4月制造业PMI价格指数和主要原材料购进价格指数变化，预计4月PPI和PPIRM均环比下行超过0.5%，同时翘尾因素，预计4月PPI同比录得-3.5%以下，下滑幅度较3月进一步加深。

(3) 服务业和建筑业景气度略下滑，但仍然位于历史同月高位

2023年4月，非制造业商务活动指数录得56.4%，较上月-1.8PCTS，其中，建筑业PMI为63.9%，较上月-1.7PCTS，服务业PMI为55.1%，较上月-1.8PCTS。虽然建筑业和服务业景气度均在上月高景气度基础上略微下滑，但二者仍均处于景气度历史高位，均为近10年同月最高值。

服务业新订单指数为56.4%，业务活动预期指数为62.3%，均位于高景气区间。从行业角度，统计局表示，4月交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于60.0%，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于57.0%以上较高景气区间。从高频数据看，居民出行相关数据也印证了服务业的景气高涨。4月高德交通大数据显示，100个监测城市中，分别有91个和78个城市交通拥堵指数超过去年和2021年4月。

主要数据

上证指数	3323.2746
沪深300	4029.0858
深证成指	11338.6662

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyyjs@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

金融市场分析周报 —2023-04-26
一季度经济开门红，为进一步复苏奠定基础 —2023-04-23
开局良好，可适度上调全年GDP增速预期 —2023-04-19

4月建筑业景气度继续位于历史同月高位。从预期看，业务活动预期指数为64.1%，较上月+0.4PCTS，高位基础上继续抬升。根据我们的统计，4月新发行专项债达2648亿元，超过去年4月的1038亿元，前4月累计发行专项债16216亿元，亦超过去年前4月的14019亿元。预计上半年建筑业景气度无忧。下半年专项债发行预计将有一定放缓，基建对建筑业的支撑力度或有一定转弱，但随着房地产的进一步复苏，房地产类工程的施工有望在下半年接棒基建，成为建筑业景气度的重要支撑。

4月虽然制造业景气度下滑，但在建筑业和服务业景气度高位的支撑下，综合PMI仍然录得历年4月最高值，一方面表明我国经济整体的复苏趋势仍然延续，但另一方面也表明我国经济运行仍存隐忧，距离全面复苏尚有差距，特别是需求不足的问题相对突出。对于当前经济面临的需求不足问题，中央已有相关研判。4月28日召开的政治局会议表示“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。预计下一阶段，需求侧相关的支撑政策出台可期。同时，结合政治局会议的相关政策表述，预计在经济面临的不确定性仍然较高的情况下，未来一段时间我国货币政策和财政政策大概率仍将维持相对宽松。

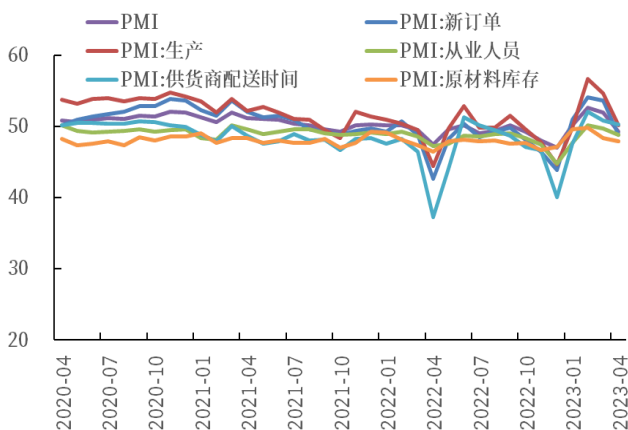
(1) 4月制造业景气度以超季节性的幅度下滑至较低水平

2023年4月官方制造业PMI录得49.2%，较上月-2.7PCTS，今年前3个月持续位于荣枯线之上后再次下滑至荣枯线之下。季节性上看，今年4月制造业PMI值录得历年（2005年以来，下同）同月倒数第2位，4月PMI较上月下滑的幅度（2.7PCTS）为历年同月最大，显示在持续3个月的高景气度之后，4月制造业景气度以超季节性的幅度下滑至较低水平。

结构上看，4月PMI新订单指数48.8%（较上月-4.8PCTS，下同）、PMI生产指数50.2%（-4.4PCTS）、PMI从业人员指数48.8%（-0.9PCTS）、PMI供应商配送时间指数50.3%（-0.5PCTS）、PMI原材料库存指数47.9%（-0.4PCTS）。4月构成制造业PMI的五大分项指数较上月全面下行，除供应商配送时间指数外，其余指数均对制造业PMI产生负向带动作用。4月，代表制造业需求和生产的PMI新订单指数和PMI生产指数分别带动制造业PMI下行1.4PCTS和1.1PCTS，显示需求和生产的全面下行是4月制造业景气度下滑至低位的主因。

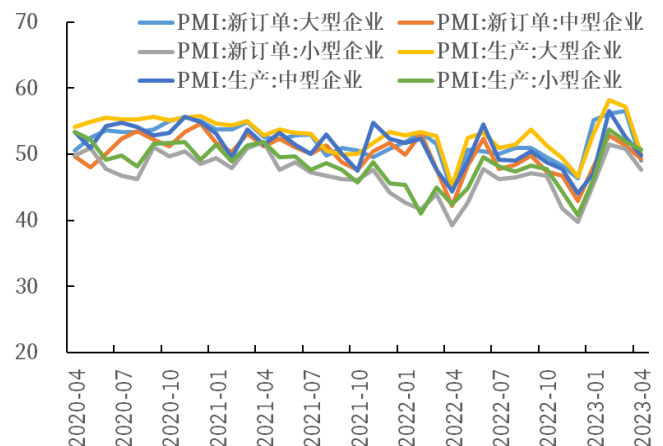
分大中小企业看，4月大型企业PMI录得49.3%，较上月-4.3PCTS，中型企业PMI录得49.2%，较上月-1.1PCTS，小型企业PMI录得49.0%，较上月-1.4PCTS。4月大、中、小企业PMI均由上月的荣枯线之上下滑至荣枯线之下，大型企业下滑幅度最大。4月大、中、小型企业PMI新订单指数分别较上月-2.3PCTS、-0.6PCTS和-1.0PCTS，大中小企业的需求均由上月的扩张转为萎缩。4月大、中、小型企业PMI生产指数分别较上月-1.8PCTS、-0.7PCTS和-0.3PCTS，大、小型企业生产扩张速度放缓，中型生产由扩张转为萎缩。

图1 PMI指数及其五大构成指数走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 不同规模企业新订单和生产指数走势（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

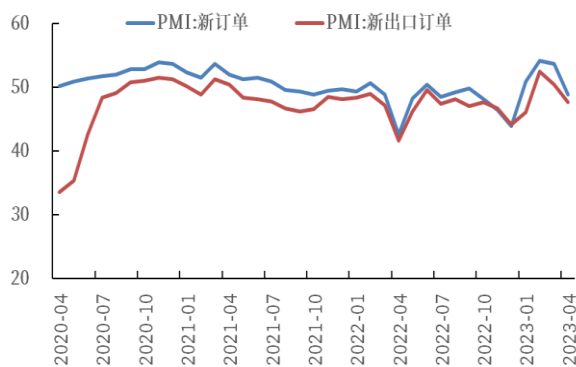
(2) 内外需同步走弱拖累生产，4月制造业产需双弱

4月PMI新订单指数和生产指数分别录得48.8%和50.2%，分别较上月下滑4.8PCTS和4.4PCTS。季节性上看，PMI新订单指数排在历年倒数第2位，仅高于受国内疫情影响的去年同期。4月新出口订单指数录得47.6%，较上月-2.8PCTS，下滑幅度较新订单指数略窄，显示4月内外需同步走弱的同时，内需的拖累作用更明显一些。4月PMI生产指数虽然尚在荣枯线之上，但也仅排在历年倒数第2位，同样仅高于去年同期。从PMI需求和生产相关指数看，4月制造业呈现产需双弱局面。

4月制造业景气度较3月明显下滑，处在历史同月低位，一方面有前3月经济初步复苏下的高基数影响，另一方面更核心的影响因素是制造业的内外需同步走弱、且均处于历史同期较弱水平。4月制造业新订单指数和新出口订单指数分别排在历史同月的倒数第2位和倒数第3位，较上月下滑的幅度亦排在历史同期的倒数第2位和倒数第3位，PMI新订单指数和PMI新订单指数较上月的变化值仅高于去年（国内疫情影响）而新出口订单指数和新出口订单指数较上月的变化值仅高于去年（国内疫情影响）和2020年（当年4月国外疫情爆发）。

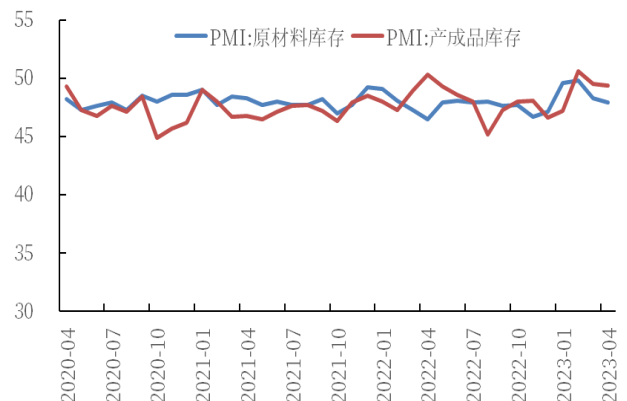
4月内外需同步的超季节性下滑之下，制造业的生产活动随之萎缩，制造业企业预期明显走弱，叠加工业原料价格波动较大，制造业企业采购意愿减弱，继上月之后，继续进行主动去库存。4月PMI生产经营活动预期指数录得54.7%，较上月-0.8%，当月生产经营活动预期值仅高于去年和2020年同期。4月PMI采购量指数、PMI产成品库存指数和PMI原材料库存指数分别较上月-4.4PCTS、-0.1PCTS和-0.4PCTS。

图3 4月制造业内外需同时超季节性走弱（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图4 4月制造业继续主动去库存（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

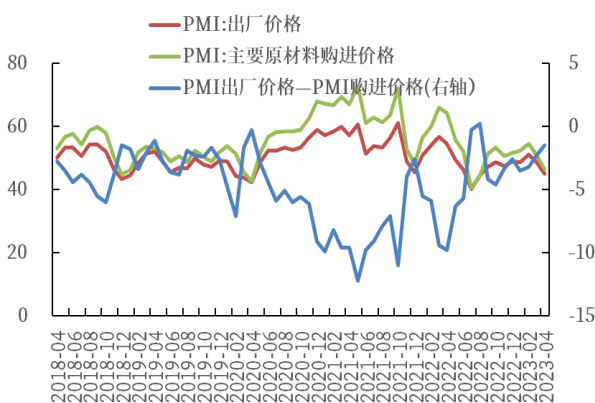
(3) 制造业价格指数继续下行，4月PPI同比下滑幅度或继续加深

4月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为44.9%和46.4%，分别较上月-3.7PCTS和-4.5PCTS，继上月之后继续下滑。PMI出厂价格指数—PMI

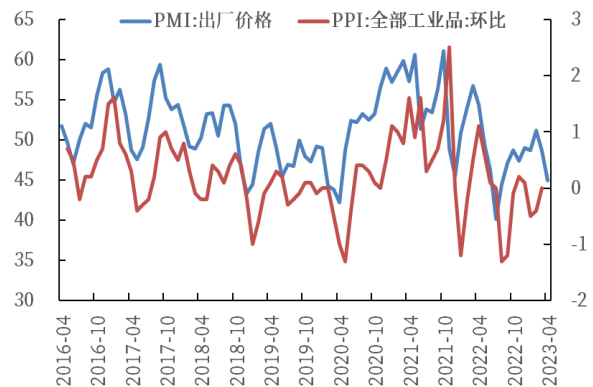
主要原材料购进价格指数的差由上月的-2.3PCTS变为-1.5%，反映4月工业企业成本压力边际减轻。

4月，大部分工业原料价格呈环比下行态势，截止目前统计局公布的数据看，50种生产资料中有35种价格环比下行，带动4月PMI主要原材料购进价格指数较3月下行。具体来看：钢材价格普遍环比下行；有色金属中，铜、铝价格环比上行，铅、锌价格环比下行；化工产品涨跌不一，涨幅最大的液碱价格环比上行10.0%，跌幅最大的甲醇价格环比下行4.5%；石油天然气类生产原料中，LNG和LPG价格环比下行，汽油、柴油和石蜡价格环比上行；煤炭类价格普遍环比下行；其余农产品类生产资料等价格以环比下跌为主。总体来看，在以煤炭、钢材、部分化工产品为代表的生产资料价格环比下行的带动下，叠加经济总需求较弱下工业制成品的需求不足，4月PMI出厂价格指数较3月进一步下滑。

结合4月制造业PMI价格指数和主要原材料购进价格指数变化，预计4月PPI和PIRM均环比下行超过0.5%，结合翘尾因素，预计4月PPI同比录得-3.5%以下，下滑幅度较3月进一步加深。

图5 PMI价格相关指数走势（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图6 PMI出厂价格指数与PPI环比走势（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

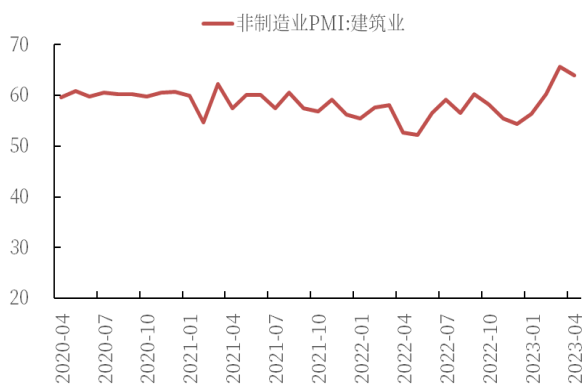
（4）服务业和建筑业景气度略下滑，但仍然位于历史同月高位

2023年4月，非制造业商务活动指数录得56.4%，较上月-1.8PCTS，其中，建筑业PMI为63.9%，较上月-1.7PCTS，服务业PMI为55.1%，较上月-1.8PCTS。虽然建筑业和服务业景气度均在上月高景气度基础上略微下滑，但二者仍均处于景气度历史高位，均为近10年同月最高值。

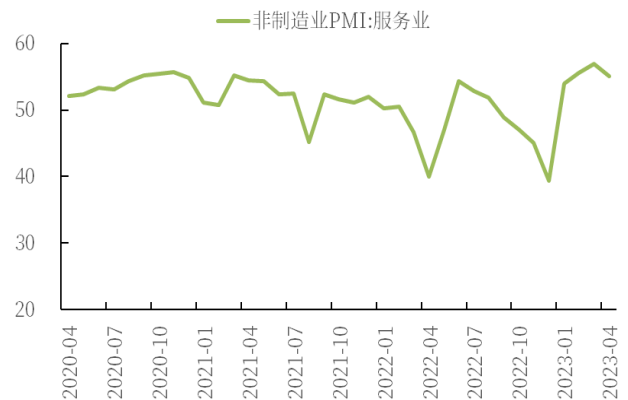
服务业方面，分项指数来看，新订单指数为56.4%，业务活动预期指数为62.3%，均位于高景气区间。从行业角度，统计局表示，4月与居民出行和消费密切相关的交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于60.0%，与企业生产活动密切相关的电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于57.0%以上较高景气区间。从高频数据

看，居民出行相关数据也印证了服务业的景气高涨。4月高德交通大数据显示，100个监测城市中，分别有91个和78个城市交通拥堵指数超过去年和2021年4月。

4月建筑业景气度继续位历史同月高位。从预期看，业务活动预期指数为64.1%，较上月+0.4PCTS，高位基础上继续抬升。根据我们的统计，4月新发行专项债达2648亿元，超过去年4月的1038亿元，前4月累计发行专项债16216亿元，亦超过去年前4月的14019亿元。预计在财政靠前发力持续、专项债发行额维持高位之下，上半年建筑业景气度无忧。下半年专项债发行预计将有一定放缓，基建对建筑业的支撑力度或有一定转弱，但随着房地产的进一步复苏，房地产类工程的施工有望在下半年接棒基建，成为建筑业景气度的重要支撑。

图7 建筑业景气度仍处高位 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图8 服务业景气度仍处高位 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637