

## 证券研究报告 — 策略深度报告

### 宏观总量组

分析师: 李奇霖 (分析师)

联系方式: 021-61634272

邮箱地址: liql@hongtastock.com

资格证书: S1200520110002

分析师: 杨欣 (分析师)

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

分析师: 卢婉琪 (研究助理)

邮箱地址: luwanqi@hongtastock.com

资格证书: S1200121070009

## 4月PMI缘何低于预期 报告摘要

PMI数据告诉我们4月的经济复苏依旧存在明显的结构分化,即建筑业(基建)强、服务业强、制造业弱。在国内经济“脉冲式”反弹回落、出口节奏放缓以及国内需求不足的影响下,经济修复速度继续放缓。但放缓并不意味着停止复苏,仅是指经济增长步入了正常轨道,后续仍需要着力于恢复和扩大内需以促进经济持续回升。

### 相关研究

政治局会议值得关注的四大信号

2023.04.28

经济企稳了吗?

2023.04.18

3月出口缘何大超预期?

2023.04.13

当3月金融数据继续超预期

2023.04.11

地产复苏了吗?

2023.04.10

### 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

### 风险提示

经济修复速度低于预期,海外衰退提前。

## 正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com

(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-05-04

未经红塔证券许可  
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

## 图目录

图 1. 制造业 PMI 指数一览 (%) .....	4
图 2. 30 大中城市商品房日均成交面积 (万平方米) .....	5

## 表目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com  
(ybjieshou@eastmoney.com)  
2023-05-04  
未经红塔证券许可  
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

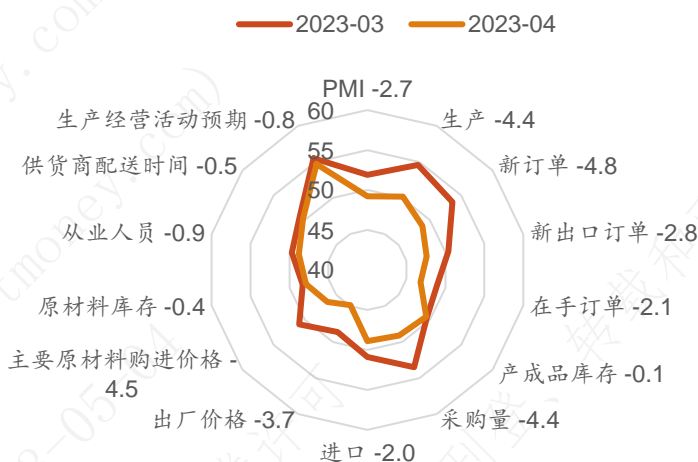
4月制造业 PMI 环比下滑 2.7 个百分点至 49.2%，重新跌回收缩区间，有点超市场预期，因为市场认为经济还是在弱复苏的。

从分项数据来看，制造业供需两端均出现回落。生产指数、新订单指数、新出口订单指数和在手订单指数分别为 50.2%、48.8%、47.6%和 46.8%，分别环比回落 4.4、4.8、2.8 和 2.1 个百分点。

4月气温升高，工业进入淡季，2017-2021 年同期制造业 PMI 环比平均下降 0.6%，今年 4 月制造业 PMI 的回落也有季节性的原因。

不过，今年回落幅度高于季节性均值。同比方面，4 月制造业 PMI 也低于前 5 年（2017-2021 年）同期均值（50.9%）1.7 个百分点。

图 1. 制造业 PMI 指数一览 (%)



资料来源：wind，红塔证券

那么，制造业 PMI 为何会出现超季节性的大幅回落呢？

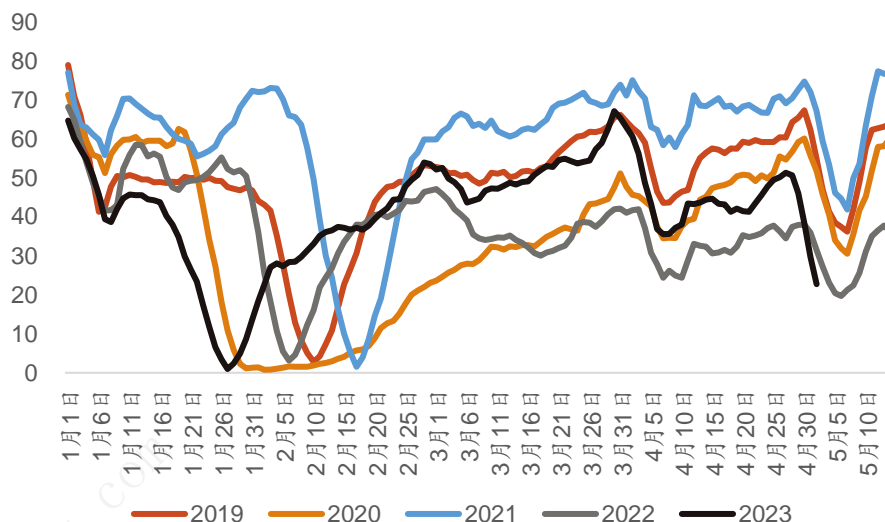
我们认为主要有以下三点原因：

一是与国内经济“脉冲式”反弹回落有关。一季度在积压订单的支撑下，经济出现了“脉冲式”修复，二季度来，需求释放从“爆发式”转入正常轨道，经济修复的速度也就放缓了。

二是与出口节奏相关。我国制造业中大部分行业都与出口相关性较高，虽然 3 月出口好于预期，但不排除有前期因疫情和春节积压订单的释放效应，当前期积压订单支撑减弱后，海外需求又确实是在下降了，新增动能也就不足了。

三是国内需求不足。正如 4 月政治局会议指出的“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”，此前经济增长的亮点之一是明显回暖的地产销售，黑色金属等相关行业相应地提前进行补库，而 3 月地产投资增速放缓，4 月以来房屋销售增速回落，房地产商务活动指数低于临界点，中采数据也显示房地产业和建筑安装装饰新订单指数均在荣枯线以下。地产施工低迷进一步带动行业预期走弱。黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业 PMI 下滑 3.2 个百分点。

图 2.30 大中城市商品房日均成交面积（万平方米）



资料来源：wind，红塔证券

在内外需均回落的情况下，又因前期对复苏预期太乐观补了不少库存，导致制造业企业现在不得不去库存。从数据看，采购量指数回落 4.4 个百分点，原材料库存环比下降 0.4 个百分点，产成品库存回落 0.1 个百分点。

去库过程会抑制原材料和产成品的价格，主要原材料购进价格和出厂价格分别下滑 4.5 和 3.7 个百分点，均落到荣枯线以下。其中黑色金属的购进和出厂价格指数下跌至 30% 以下，工业品价格的大幅下跌表明企业采购意愿较弱，市场需求不足。

这一点从大型企业 PMI 指数回落幅度更大中也能看出来，大型企业多集中在上游行业，上游行业去库时，指数回落更大。大型企业采购量指数环比-7.5%，中型和小型企业分别环比-1.0%和-2.2%。

不过，也不用过于悲观。

制造业 PMI 里仍有两个亮点。

一方面是装备制造业 PMI 仍高于临界点，为 50.1%，其生产指数和新订单指数均高于 51.0%，延续扩张态势。这背后更多可能映射了电气机械设备、新能源车等优势产业继续维持着高景气度。

另一方面是市场预期保持稳定。生产经营活动预期指数为 54.7%，仅回落了 0.8 个百分点，继续位于景气区间，说明当前企业对未来经济前景的态度还是比较乐观。从行业看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、通用设备、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数位于 60.0% 以上高位景气区间。

建筑业指数连续三个月位于高景气区间，其中新订单指数较 3 月回升 3.3 个百分点至 53.5%，建筑业持续较快扩张。

受益于稳增长政策下专项债前置，基建持续发力，重大工程密集开工有序推进，土木工程建筑业商务活动指数继续高于 70%。

同时，业务活动预期指数环比回升 0.4 个百分点。上周政治局会议强调“要加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系”以及“要发挥好政府投资和政策激励的引导作用”，预计以新基建为代表的政府投资将是二季度政策发力的重点。政策继续发力和资金逐步到位将推动建筑业继续维持高景气度。

**服务业恢复性增长仍是支撑。服务业商务活动指数为 55.1%，连续 4 个月位于景气区间。**从行业看，一类是线下接触性服务业，统计局指出与居民出行和消费密切相关的交运、住宿和文娱等行业的商务活动指数都位于 60% 以上的高景气区间。

另一类是在数字经济、人工智能和云平台快速发展的推动下，信息服务业继续保持活跃，电信运营、互联网及软件技术服务业商务活动指数均在 57% 以上，这意味着新动能行业随着技术更新和应用范围的不断扩大在加快增长。

同时，比较好的一点是服务业投入品价格和销售价格环比上涨，分别增加 2.1 和 2.8 个百分点，这表明服务业终端需求非常旺盛。

**服务业消费预计是今年经济恢复中持续的亮点。**

作为防疫举措优化以及春节后的第一个小长假，今年“五一”我国旅游消费市场迎来了全面复苏，居民出行意愿强烈，消费热情高涨，消费市场大幅升温。

经文化和旅游部数据中心测算，“五一”假期，全国国内旅游出游人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入同比增长 128.9%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。

在今年的经济复苏中，消费特别是服务类消费是最亮眼的一笔。消费景气度提高可以带动中低收入群体稳定就业，提高收入，改善预期，提高风险偏好，增加消费，进一步带动更多需求。这也是政治局会议所强调的“多渠道增加城乡居民收入，促进文化旅游等服务消费”的深层含义，同时，这也意味着本轮消费的回暖将会是具有持续性的，是后续国内经济增长的重要动力。

总结一下，PMI 数据告诉我们 4 月的经济复苏依旧存在明显的结构分化，即建筑业（基建）强、服务业强、制造业弱。在国内经济“脉冲式”反弹回落、出口节奏放缓以及国内需求不足的影响下，经济修复速度继续放缓。但放缓并不意味着停止复苏，仅是指经济增长步入了正常轨道，后续仍需要着力于恢复和扩大内需以促进经济持续回升。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（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本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。