

低于预期的 PMI: 4 月 PMI 数据印象

报告要点:

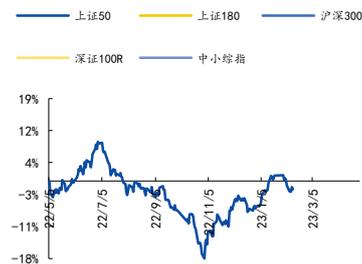
- 制造业 PMI 在 3 个月的短暂扩张期之后，终又重回荣枯线之下，遥相呼应的是，服务业 PMI 也开始高位回落。
- 这并不应该出人意料：
 - 1) 无论是制造业还是服务业 PMI，都曾在今年 Q1 达到过至少十年以来的最高水平，这很明显不是周期的力量使然，单纯反映了随着疫情政策的翻转，经济从不充分状态到相对正常状态的恢复过程；
 - 2) 如果正常状态是经济恢复的顶部的话，那这个恢复过程应该是陡峭且短暂的，我们不能参考美国及其他发达国家消费恢复节奏的先例，这些国家的消费是有周期加持的，其持续性自然很强；对中国来说，我们只是把过去欠缺的部分补回来而已，这个天花板自然要更低。
- 在观察基本上，PMI 在今年的重要性不言而喻，毕竟去年受疫情的影响，经济出现了偏大的波动，这会导致基数因素使今年的数据颠簸得非常厉害，这时，PMI 作为一个环比指标，其趋势反而要比统计局公布的硬指标更加客观。
- 但从当前 PMI 的形态来讲，似乎和当初大家预期的上行周期的形态越来越远，更符合常理的解释是，过去半年以来 PMI 只是出现了一轮幅度偏大的震荡，周期原本的方向并没有因为这次震荡出现太多变化。
- 往后来看，PMI 也许还会存在一些逆季节性而下降的空间：
 - 1) 这次 PMI 中新订单指数比生产表现更差，但二者之差还在相对偏高的水平，那么，后续的生产指数也会相应调下来；
 - 2) 原材料购进价格也出现了幅度明显的下降，照最新数据推算，PPI 在 4 月可能会跌到 -3.6% 附近，这意味着这一轮商品周期的翻转还没看到；
 - 3) 新出口订单同样转成收缩状态，这意味着 3 月的出口大概率只是一个上行脉冲而已。
- 至于消费，那更是一个后端的变量：
 - 1) 当前居民部门的收入情况很明显是滞后于 GDP 的，最近一年以来，GDP 向上抬升的斜率要明显高于收入，这说明这一轮改善只到企业端就戛然而止；
 - 2) 至于这个循环是不是会通畅，要看企业的预期是否能够变得乐观，毕竟就业人员平均工作时间创了历史新高 (48.7h/w)，我们认为这个不见得完全是劳动力市场供需错配导致的。
- 今年在周期上，唯一的悬念是地产，但 4 月地产销售的式微，似乎也说明地产的持续性复苏并非一帆风顺。
- 复苏交易的赔率是增加的，今年做多流动性比做多交易要更加稳妥，纯债资产在大类资产中，依然是性价比最高的资产；除此之外，我们可以考虑做多剩余流动性，超长债、科技股这些短期难以证伪的资产，在今年的表现应是偏优的。

风险提示: 政策落地不及预期，地产需求回升不及预期

主要数据:

上证综指:	3323.27
深圳成指:	11338.67
沪深 300:	4029.09
中小盘指:	4135.39
创业板指:	2324.72

主要市场走势图



资料来源: Wind

相关研究报告

- 《大城小债的那些事儿 20230415-20230421》
2023.04.23
- 《大城小债的那些事儿 20230410-20230414》
2023.04.16

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188