

## 宏观利率

## 2023年4月PMI点评兼论利率影响

## 经济复苏放缓，债市短期风险不大

2023年4月30日

宏观利率/事件点评

## 分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

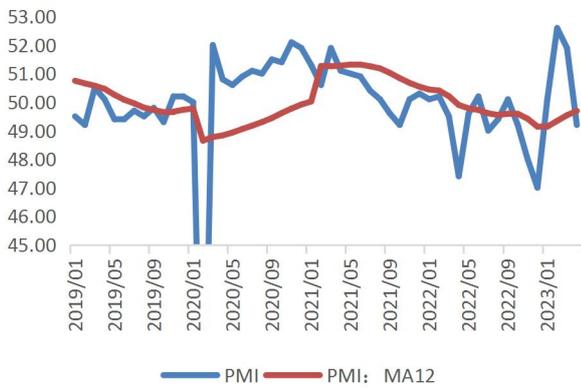
## 核心观点：

- **制造业景气度环比回落，非制造业保持较高景气水平。**4月制造业PMI为49.2%（前值51.9%），受市场需求不足和一季度制造业快速恢复形成较高基数等因素影响，制造业PMI降至临界点以下，景气水平环比回落。4月非制造业商务活动PMI为56.4%（前值58.2%），为2021年以来次高值，其中服务业PMI为55.1%（前值56.9%），建筑业PMI为63.9%（前值65.6%），均保持高景气度。
- **需求边际收缩，生产保持扩张。**从PMI分项看，4月制造业生产、在手订单指数分别为50.2%、46.8%，均边际回落，生产和在手订单之差回落到3.4%（前值5.7%），显示需求不足以及对生产的推动下降。4月新订单指数为48.8%（前值53.6%）。新出口订单指数边际回落至47.6%（前值50.4%）。非商务活动中，服务业和建筑业新订单指数分别为56.4%（前值58.5%）、53.5%（前值50.2%），业务活动预期指数分别为62.3%、64.1%，显示服务型企业信心较强，建筑业企业对近期市场发展预期向好。
- **工业企业库存仍处高位，工业品价格继续回落。**由于生产边际仍在扩张，需求边际回落，导致产成品库存继续攀升，产成品库存指数当月值和12个月均值处于2016年以来高位。新订单指数与产成品库存指数之差边际回落，3月工业企业利润数据显示产成品存货同比增长9.1%，需求边际回落导致工业企业主动去库存过程曲折。4月制造业出厂价格指数44.9%（前值48.6%），主要原材料购进价格指数46.4%（前值50.9%），价格整体仍在回落。4月出厂价格及购进价格指数价差为-1.5%（前值-2.3%），中下游企业价差修复速度继续加快。
- **工业企业预期平稳，采购相对于生产稳定。**4月制造业生产经营活动预期指数为54.7%，继续处于较高水平。企业采购意愿边际回落至49.1%（前值53.5%），采购量相对于生产稳定，两者之差维持在-1.1%，持平于上月。
- **三大领域从业人员指数均环比收缩。**4月制造业、建筑业、服务业从业人员指数分别为48.8%（前值49.7%）、48.3%（前值51.3%）、48.2%（前值48.8%），其中建筑业从业人员指数今年首次跌入收缩区间。
- **市场启示：经济复苏放缓，货币政策平稳，债市短期风险不大。**4月PMI数据印证经济由一季度的疫后高斜率复苏进入平稳复苏阶段，短期看，服务业景气度有望维持高位，工业在需求不足和库存偏高情况下从价格回升到生产持续加快再到投资回升的正向循环尚未构建。4月政治局会议指出我国经济恢复“内生动力还不强”“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在”，同时政策基调依然是高质量发展，“不大干快上”。预计中期内精准有力的货币政策有望和经济基本面相配合，收益率短期上行风险不大。另一方面，收入到消费、地产销售到投资等经济基本面中长期复苏链条也并未明显恶化，因此收益率下行空间也有限。
- **风险提示：**出口回落不及预期；居民信心恢复超预期



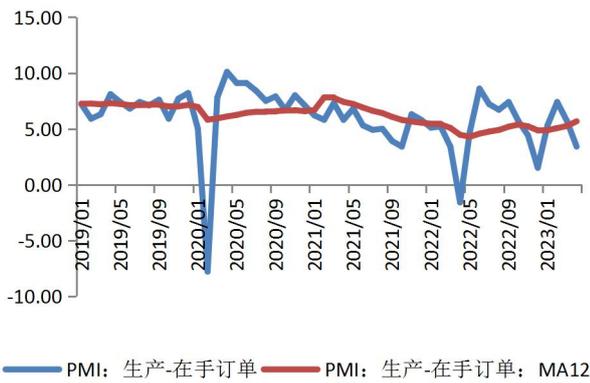


图 1：制造业 PMI（%）



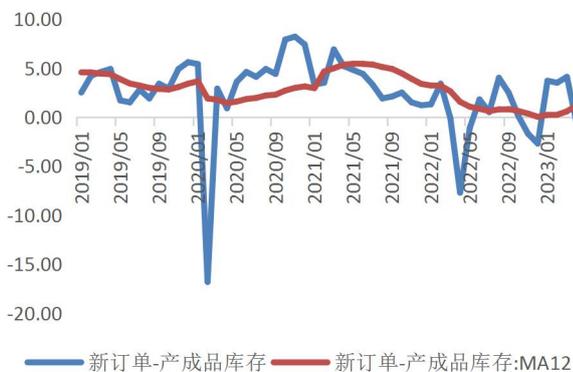
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-在手订单（%）



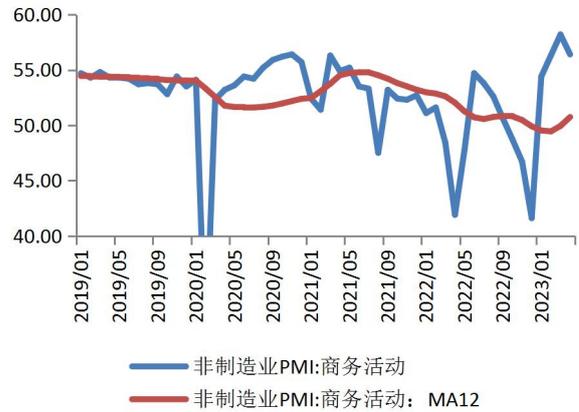
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：新订单-产成品库存（%）



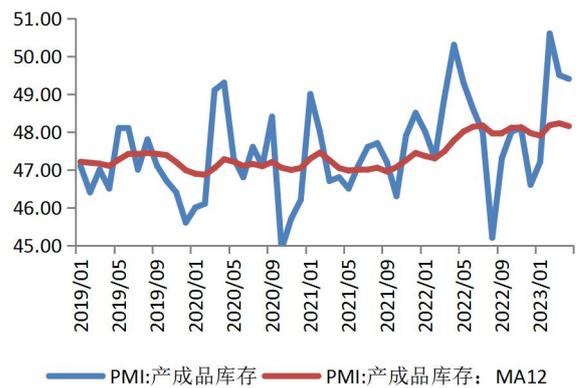
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动（%）



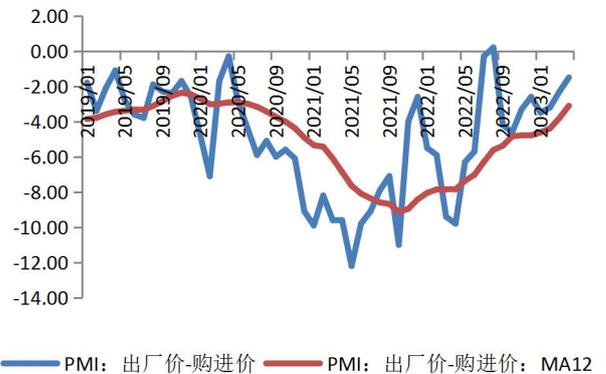
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：产成品库存（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：出厂价-购进价（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336

