

## 证券研究报告

## 宏观研究

## 专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理  
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 制造业 PMI 回落的原因

2023年5月1日

- **经济修复动力切换后内生动能需要加强。**4月制造业 PMI 重回收缩区间,我们认为这是修复动力切换时的波折。首先,制造业生产扩张动力减弱,新订单转为收缩,或是经济修复动力切换下的信号。当前我国经济运行好转主要是恢复性的,这是去年12月以来 PMI 指数得以快速回升的主要原因。当这些恢复性增长释放完后,经济的修复动力就会发生切换,我们认为这是4月制造业 PMI 阶段性回落的主要原因。其次,制造业 PMI 下滑明显,而企业的生产经营活动预期相较来说比较稳定,说明企业对经济前景并不悲观,这也验证了4月经济景气度表现更多是修复动力切换下的回落。最后,经济修复动力切换后,内生动能仍需进一步加强。当下经济还处于恢复进程之中,产成品库存消耗慢,积压订单快速释放,而新订单大幅转弱,这背后反映出来的突出问题是经济内生动能需要进一步加强。
- **恢复和扩大需求需要乘势而上。**一季度经济修复成效主要集中在服务业的强劲修复和基建对建筑业景气度的拉动上。今年二季度是基建投资相关施工活动的发力期,在资金和政策的双驱动下,建筑业有望继续保持较高景气度。但也要看到非制造业整体新订单 PMI 也出现小幅回落,再加上目前就业形势依旧严峻,因此恢复和扩大需求需要乘势而上,不可松懈。1) 受服务业新订单减弱的影响,非制造业新订单小幅回落。其中,我们认为新订单回落的背后,有一部分原因是前期积压需求释放后订单回落带来的结果。所以恢复和扩大需求不仅仅是制造业要重点巩固,而是制造业和非制造业都要乘势而上。2) 4月制造业和非制造业的从业人员指数均有回落,释放出就业形势依旧严峻的信号,这也意味着需要巩固和扩大需求以吸纳更多就业。
- **稳增长力度或不会减弱,反而要加大。**目前,经济内生动力仍需加强,需求仍需扩大,再结合4月政治局会议释放的信息,这就意味着稳增长力度或不会减弱,反而是要有针对性地加大。一是当前制造业重回收缩区间,产需放缓背后或是经济修复动力发生切换,内生动能也需要进一步加强。因此前期市场对后续稳增长力度减弱的担忧或可以淡化。二是年初经济取得初步成效,尤其是服务业。但是在前期积压的国内需求释放后新订单出现小幅回落,再加上当前国内就业形势依旧严峻,在一季度经济的基础上进一步巩固和扩大需求或仍有必要。对此,我们认为恢复和扩大需求不可松懈,需要进一步乘势而上,要有针对性地加大稳增长力度。综合来看,依旧看好稳增长政策支持力度较大的基建和消费板块。
- **风险因素:** 消费者信心修复偏慢,政策落地不及预期等。

目录

一、经济修复动力切换后内生动能需要加强 .....	3
二、恢复和扩大需求需要乘势而上 .....	5
三、稳增长力度或不会减弱，反而要加大 .....	7
风险因素 .....	7

图目录

图 1：4 月制造业 PMI 回落 .....	3
图 2：4 月制造业景气度分项也全面回落 .....	4
图 3：企业生产经营活动预期比较稳定 .....	4
图 4：经济动能有所减弱 .....	5
图 5：建筑业 PMI 依旧保持在高景气区间 .....	6
图 6：建筑业和服务业新订单依旧处于扩张区间 .....	6
图 7：4 月综合产出指数维持在较高水平 .....	7

今年一季度总体经济增长超预期，出口也打破了早期较为悲观的预期，市场开始出现对后续稳增长力度减弱的担忧，我们认为经济内生动力仍需增强，需求仍需扩大，稳增长力度可能不仅不会减弱，还会有针对性的加强。

## 一、经济修复动力切换后内生动能需要加强

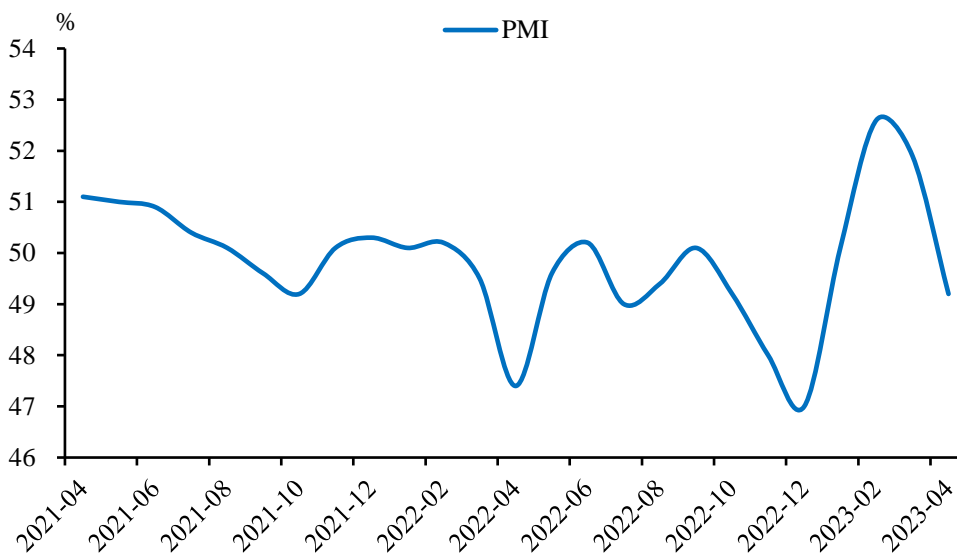
4月制造业PMI重回收缩区间，录得49.2%。这是自去年疫情防控措施优化调整以来，景气度首次重回收缩区间。我们认为这是经济复苏动力发生切换时的波折，也显示出内生动能需要进一步加强。

首先，制造业景气度阶段性回落，年内首次重回收缩区间，这是经济修复动力发生切换时的波折。

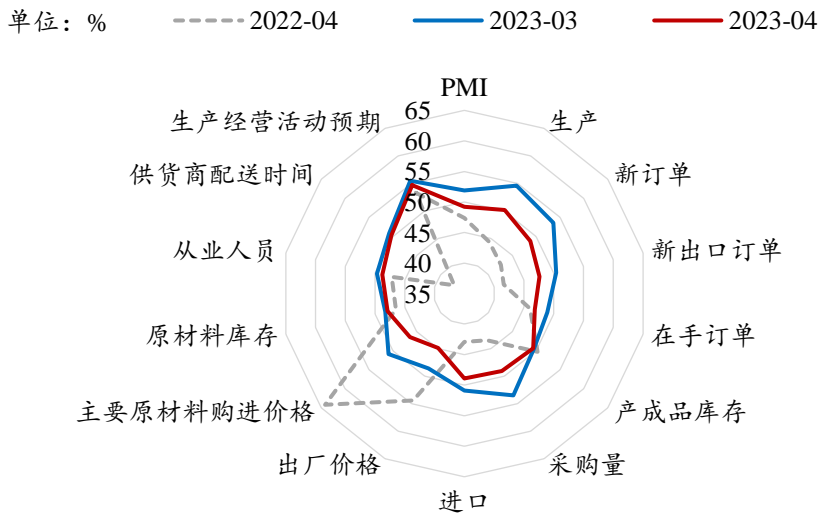
1) 生产扩张动力减弱，新订单转为收缩，或是经济修复动力切换下的信号。一季度政治局会议指出当前我国经济运行好转主要是恢复性的，这是去年12月以来PMI指数得以快速回升的主要原因。当这些恢复性增长释放完后，经济的修复动力就会发生切换，我们认为这是4月制造业PMI阶段性回落的主要原因。具体来看，4月制造业生产PMI由2月的54.6%下降至50.2%，而新订单PMI由2月的53.6%下滑到了收缩区间。我们认为制造业生产扩张动力减弱，新订单转为收缩，或是恢复性增长逐步褪去、景气度修复动力正在向内生动力转变的信号。

2) 企业生产经营活动预期稳定，说明企业对经济前景其实并不悲观。在制造业PMI下滑近2.7个百分点，重回收缩区间时，企业的生产经营活动预期相较来说比较稳定，仅仅是小幅回落0.8个百分点，整个企业生产经营活动预期依旧处于相对较高的景气度区间。尽管制造业整体PMI重回收缩区间，但是企业对经济前景并不悲观，实际上我们认为4月经济景气度表现更多是经济修复动力发生切换下的自然回落，而且是阶段性回落。

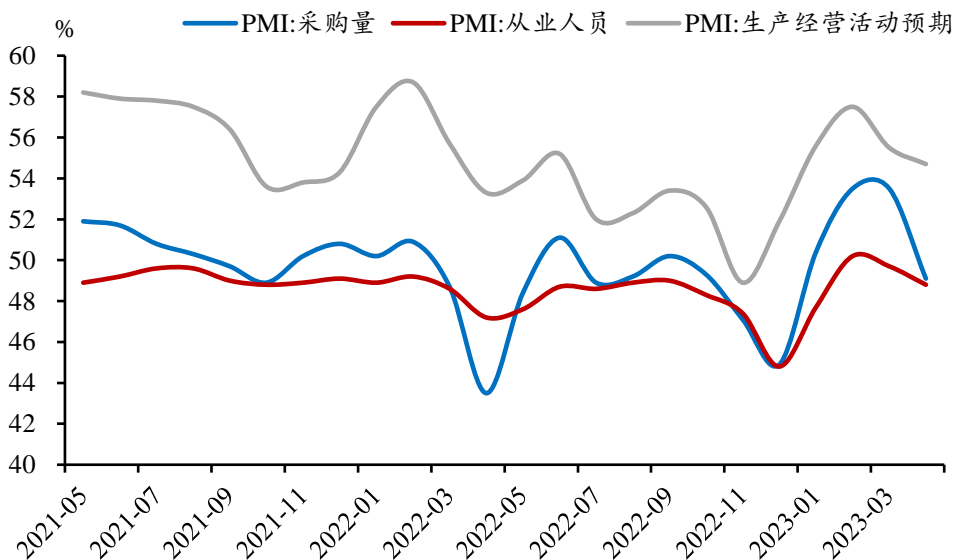
图 1：4月制造业PMI回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 2：4 月制造业景气度分项也全面回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

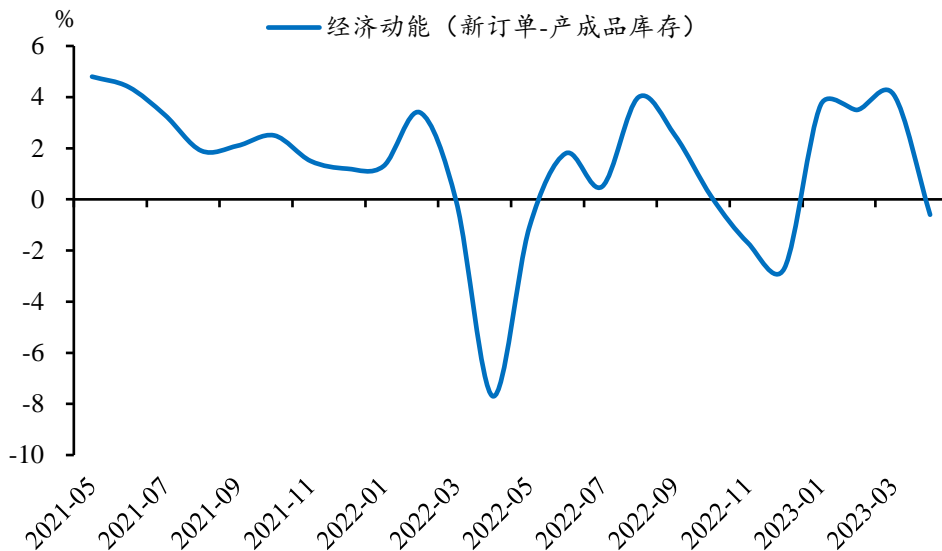
**图 3：企业生产经营活动预期比较稳定**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

其次，经济修复动力切换后，内生动能仍需进一步加强。

1) 当下经济还处于恢复进程之中，最突出的问题是内生动力需进一步强化。从经济动能上看，4 月份的经济动能出现回落，释放出需求不足的信号。4 月产成品库存消耗并不明显，仅回落 0.1 个百分点，而新订单则大幅转弱，回落 4.8 个百分点，此外，积压订单也在快速下滑，4 月积压订单指数为 46.8%，比 3 月下降 2.1 个百分点。背后反映出来的突出问题是经济内生动能需要进一步加强。

2) 大中小型企业景气度回落，各行业市场需求也面临压力。4 月大中小型企业的景气度都有不同程度下降，分别回落至 49.3%、49.2%和 49.0%。分行业来看，各市场需求也都面临较大的压力。1) 受房地产行业调整和传统淡季的影响，钢材、煤等基础原材料行业需求明显减弱，该行业新订单指数下降超过 6 个百分点。2) 装备制造市场的需求放缓背后或是其产品出口有所下滑。3) 与终端消费更相关的高技术制造业和消费品制造业市场需求增速也放缓。

**图 4：经济动能有所减弱**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

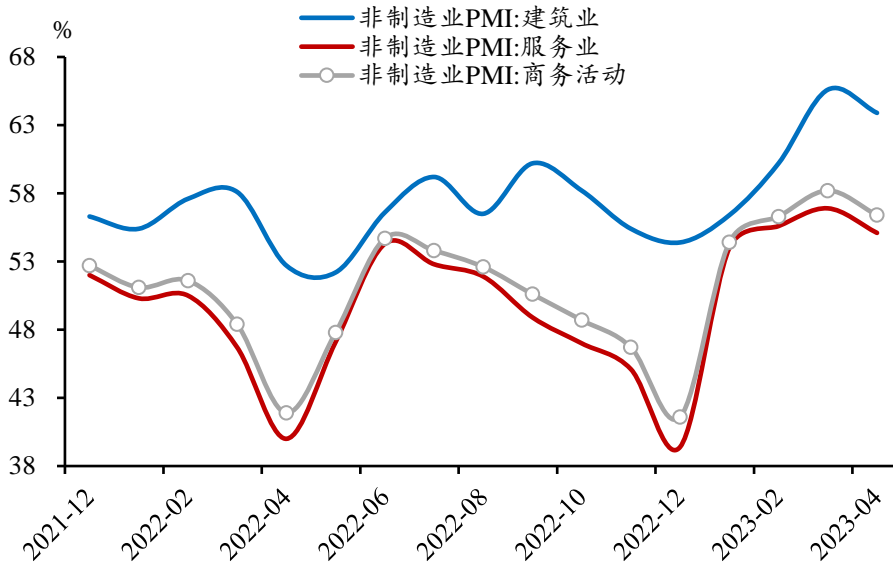
## 二、恢复和扩大需求需要乘势而上

今年一季度以来，经济修复初显成效，4 月景气度继续呈现出明显的疫后修复特征，即服务业景气度维持扩张，基建继续带动建筑业增长，但恢复和扩大需求仍然不可松懈，需要乘势而上。

**一季度经济修复成效主要集中在服务业的强劲修复和基建对建筑业景气度的拉动上。**

**第一，服务相关的经济活动保持较高景气度修复。**4 月服务业 PMI 为 55.10%，继续保持较强修复。从行业看，居民类消费活动和企业生产活动相关的业务总量均明显增长。1) 与居民出行和消费密切相关的各行业商务活动指数均高于 60.0%，比如：交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业的业务总量都有明显增长；2) 与企业生产活动密切相关的行业发展态势也较为良好，继续处于 57.0%以上的高景气区间，如：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。

**第二，在基建的带动下，建筑业继续保持扩张水平。**4 月建筑业商务活动指数为 63.9%，连续三个月继续位于高位景气区间，整个建筑业的生产活动继续保持较快扩张。其中，土木工程建筑业的商务活动指数继续高于 70%，基建的整体施工进度仍然在不断加快。建筑业新订单指数为 53.5%，比 3 月回升 3.3 个百分点。其中，土木工程建筑业和房屋建筑业的新订单指数较 3 月均有不同程度上升。今年二季度是基建投资相关施工活动的发力期，在资金和政策的双驱动下，建筑业有望继续保持较高景气度。

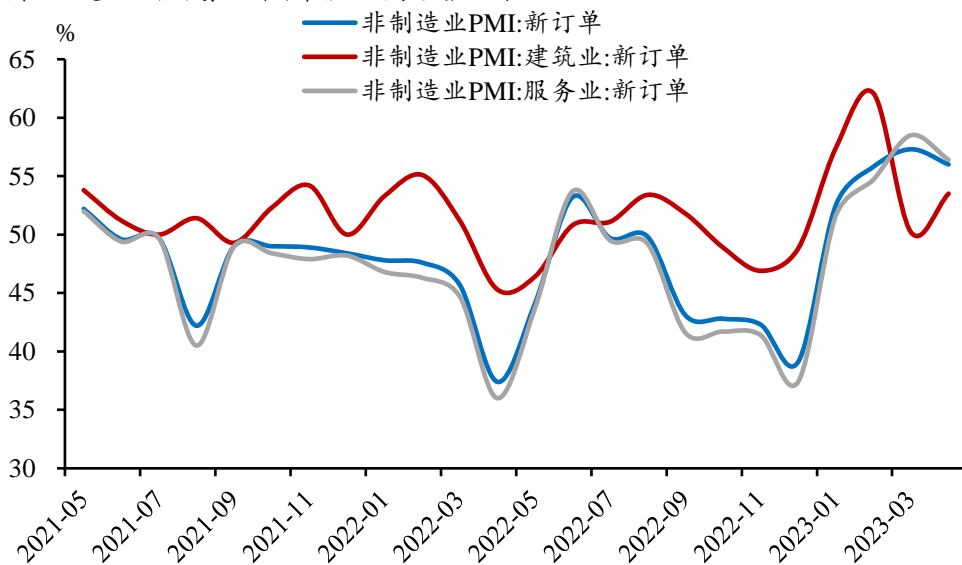
**图 5：建筑业 PMI 依旧保持在高景气区间**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

尽管非制造业 PMI 继续在高景气度区间运行,但也有出现小幅回落,再加上目前就业形势依旧严峻,因此恢复和扩大需求需要乘势而上,不可松懈。

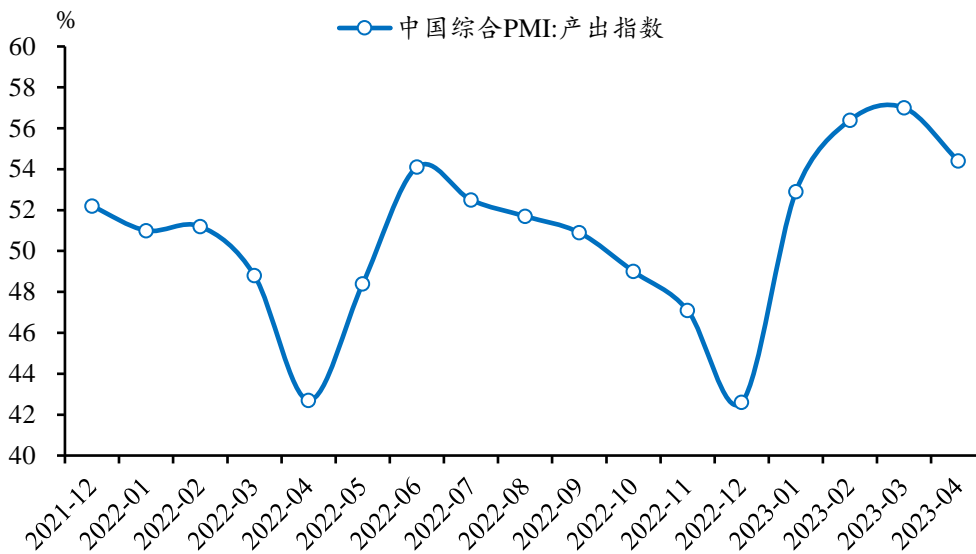
1) 受服务业新订单减弱的影响,非制造业的新订单情况也有小幅回落。当前非制造业的整体新订单 PMI 保持在扩张区间,但也要看到整体新订单出现小幅回落。其中,我们认为新订单回落的背后,有一部分原因是前期积压国内需求释放后订单回落带来的结果。整体上看,综合产出指数也有回落。所以在恢复和扩大需求时,不仅仅是制造业需要重点巩固,即使是恢复势头较为明显的非制造业,也不能松懈,而是要乘势而上。

2) 制造业和非制造业都释放出就业形势依旧严峻的信号。4 月制造业和非制造业的从业人员指数均有回落,其中非制造业从业人员指数为 48.3%,环比下降了 0.9 个百分点,分行业来看,建筑安装装饰及其他建筑业、水上运输业、文化、体育和娱乐业、邮政业和批发业等行业的从业人员表现都低于 50%。而制造业从业人员指数环比也下降了 0.9 个百分点,制造业和非制造业都释放出就业形势依旧严峻的信号,这也意味着需要巩固和扩大需求以吸纳更多就业。

**图 6：建筑业和服务业新订单依旧处于扩张区间**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：4 月综合产出指数维持在较高水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、稳增长力度或不会减弱，反而要加大

目前，经济内生动力仍需加强，需求仍需扩大，再结合 4 月政治局会议释放的信息，这就意味着稳增长力度或不会减弱，反而是要有针对性地加大。

一是当前制造业重回收缩区间，产需放缓背后或是经济修复动力发生切换，内生动能也需要进一步加强。因此前期市场对后续稳增长力度减弱的担忧或可以淡化。

二是年初经济取得初步成效，尤其是服务业。但是在前期积压的国内需求释放后新订单出现小幅回落，再加上当前国内就业形势依旧严峻，在一季度经济的基础上进一步巩固和扩大需求或仍有必要。对此，我们认为恢复和扩大需求不可松懈，需要进一步乘势而上，要有针对性地加大稳增长力度。

综合来看，依旧看好稳增长政策支持力度较大的基建和消费板块。

### 风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张澜夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>



华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准20%以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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负任何责任，投资者需自行承担风险。