

从探讨斜率回到审视复苏

——4月 PMI 数据点评 20230430

报告日期： 2023-04-30

首席分析师： 颜子琦

执业证书号： S0010522030002

电话： 13127532070

邮箱： yanzq@hazq.com

研究助理： 杨佩霖

执业证书号： S0010122040030

电话： 17861391391

邮箱： yangpl@hazq.com

主要观点：

● 事件

4月30日，统计局公布2023年4月PMI数据。4月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.2%，比上月减少2.7个百分点；非制造业商务活动指数为56.4%，比上月减少1.8个百分点。

● 4月制造业产需回落，价格指数再次下行，非制造业仍保持高增，经济弱复苏的结构性特征较为明显

整体来看，4月制造业产需恢复受阻，多数价格指数回落，企业仍处于去库存阶段，采购意愿降低，制造业13项指标中仅有3项高于荣枯线以上，大型企业PMI出现大幅下滑。

1) 供需端：生产维持弱复苏且需求整体回落，内需仍强于外需。

2) 价格端：价格指数再次回落，原材料价格指数、产品出厂价格均有降幅，企业成本趋于下行。

3) 预期端：生产经营活动预期指数仍较稳定。产成品库存指数与原材料库存指数均有所回落，企业仍处于去库存阶段，采购意愿减弱。

4) 企业规模：大型企业PMI明显回落，中小型企业更具韧性。

5) 非制造业方面，建筑与服务业PMI小幅下行，但仍维持较高景气。4月非制造业商务活动指数录得56.4%，较上月下滑1.8pct。其他主要分类指标整体多数下滑但大多高于临界点

● 4月PMI传达了怎样的信号？

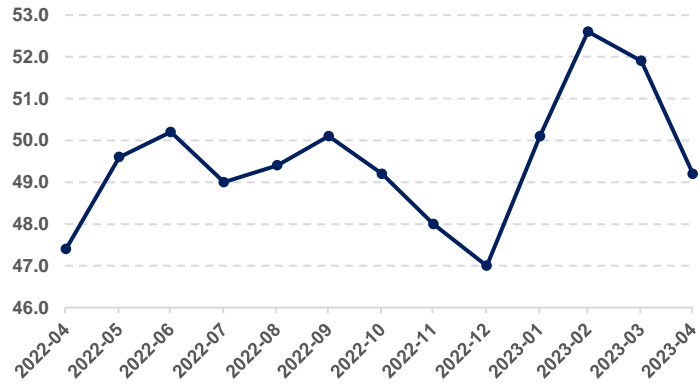
一方面是生产端复苏斜率的降低、内外需求端的同步回落、预期端与价格端的高位下行，另一方面是非制造业PMI环比也出现回落——如上周观点所述，伴随着3月经济数据的披露，10Y利率恰回到年初水平，市场在整个一季度激烈博弈复苏斜率能否超预期，而当前的PMI数据甚至超出部分多头预期，市场从争论斜率退回到审视复苏本身，债市后续的震荡行情有望打开更多向下空间。

● 从供需端来看，生产弱复苏且需求整体回落，内需仍强于外需

供给端较弱复苏，仍处于去库存阶段。4月生产指数录得50.2%，较前值回落4.4pct，继续保持至荣枯线以上，较过去5年同期均值低0.9pct。在手订单与产成品库存分别较前值减少2.1pct与0.1pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数下行，当月录得-0.6%。此外，供应商配货速度指数录得50.3%，较前值减少0.5pct。

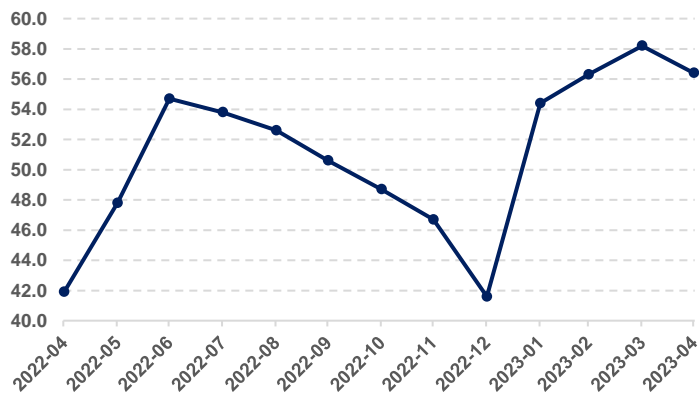
需求端整体回落，但内需仍强于外需。4月制造业新订单指数录得48.8%，环比下降4.8pct，较过去5年同期均值低1.0pct。外需方面，本月新出口订单指数录得47.6%，较前值回落2.8pct，降幅大于新订单指数，需求环比转向萎缩。

图表1 制造业 PMI 指数 (单位: %)



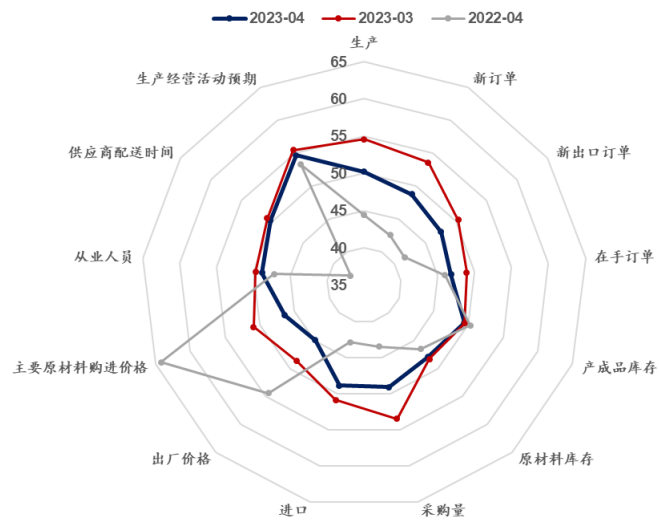
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表2 非制造业 PMI 指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 制造业 PMI 分项指数 (单位: %)

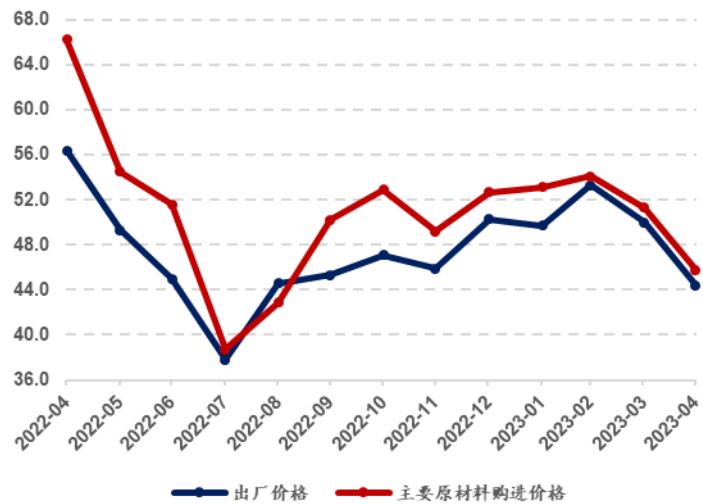


资料来源: Wind, 华安证券研究所

- 从价格端来看, 价格指数再次回落, 原材料价格指数、产品出厂价格均有降幅, 企业成本趋于下行。

价格端, 4 月出厂价格指数与原材料购进价格指数分别录得 44.9% 与 46.4%, 分别较前值回落 3.7pct、4.5pct。具体来看, 根据高频数据显示, 本月大宗商品价格表现分化, 原油价格继续走弱, 黑色系价格大幅下跌, 有色金属价格涨跌互现, 猪肉价格继续回落, 鲜菜价格环比下行。

图表 4 出厂价格与主要原材料购进价格 PMI 指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

- 从预期端来看，生产经营活动预期指数仍较稳定。产成品库存指数与原材料库存指数均有所回落，企业仍处于去库存阶段，采购意愿减弱

生产经营活动预期指数录得 54.7%，环比减少 0.8pct，低于历史均值 56.1%。

采购端，4 月 PMI 采购量指数 49.1%，较上月下滑 4.4pct，低于临界值；

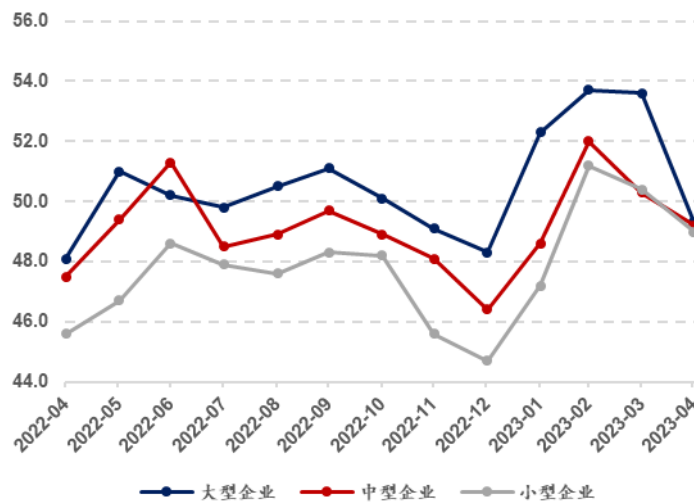
库存端，4 月产成品库存与原材料库存分别录得 49.4% 与 47.9%，较前值分别回落 0.1pct 与 0.4pct。此外，进口指数录得 48.9%，较前值减少 2.0pct，企业需求有所萎缩。

就业端，4 月从业人员指数录得 48.8%，较前值减少 0.9pct，持续处于临界值以下。

- 从企业规模看，大型企业 PMI 明显回落，中小型企业更具韧性

4 月大中小型制造业企业 PMI 分别录得 49.3%、49.2% 与 49.0%，分别较前值回落 4.3pct、1.1pct 与 1.4pct，各类型企业景气度均有所回落。

图表 5 大中小型企业 PMI 指数（单位：%）



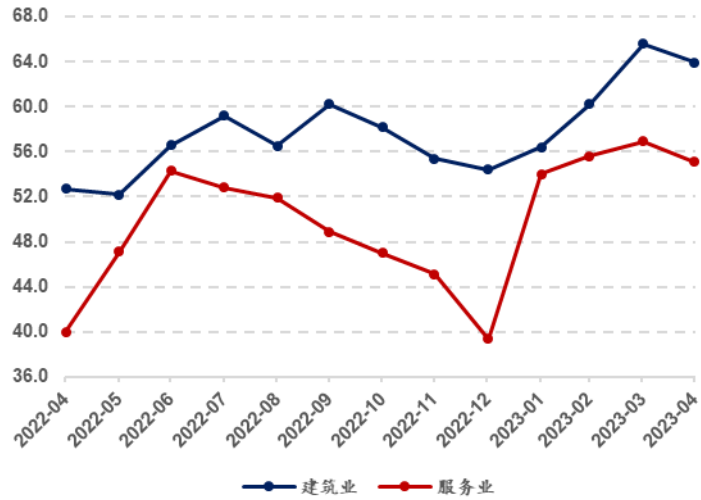
资料来源：Wind，华安证券研究所

整体来看，4 月制造业供需恢复受阻，多数价格指数回落，企业仍处于去库存阶段，采购意愿降低，制造业 13 项指标中仅有 3 项高于荣枯线以上，大型企业 PMI 出现明显下滑。

非制造业方面，建筑与服务业 PMI 小幅下行，但仍维持较高景气。4 月非制造业商务活动指数录得 56.4%，较上月下滑 1.8pct。其他主要分类指标整体多数下滑但大多高于临界点，具体来看，当月新订单指数为 56.0%，比上月下滑 1.3 个百分点，投入品价格指数为 51.1%，较上月回

升 0.8 个百分点，销售价格指数为 50.3%，比上月回升 2.5 个百分点，从业人员指数为 48.3%，比上月减少 0.9 个百分点。分行业来看，建筑业商务活动指数为 63.9%，比上月减少 1.7pct，服务业商务活动指数为 55.1%，比上月减少 1.8pct。

图表 6 建筑业与服务业 PMI 指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

整体来看，4 月制造业景气度修复受阻，非制造业同比高增但斜率回落，经济复苏的结构性特征仍较为明显。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

研究助理：杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。