

# 景气度重回荣枯线以下，制造业与服务 业有所分化

——国内观察：2023年4月PMI

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 投资要点

- **事件：**4月30日，国家统计局公布4月官方PMI数据。4月制造业PMI为49.2%，前值51.9%；非制造业PMI为56.4%，前值58.2%。
- **核心观点：**4月制造业PMI在高基数下环比放缓，但供需两端回落，尤其是需求低于临界点，也是经济恢复斜率放缓的验证。同时制造业与服务业景气度的分化也值得关注。4月政治局会议对下一阶段的政策力度以及政策方向已有明确的定调，方向上延续积极的基调，但出台大规模刺激政策的可能性不大。对于债市来说，经济复苏斜率放缓，若出现阶段性承压的情况，利率或有一定下行空间；对于权益来说，方向相对确定，关注政治局会议的三大发展重点。
- **环比回落超季节性。**从近五年同期PMI环比的变化来看，4月PMI通常较3月有所回落，背后的逻辑可能是春节后开工旺季影响3月形成相对的较高基数。2018-2022年4月PMI均值为50.2%，环比变化均值为-0.9%。
- **制造业PMI重回荣枯线以下也反映出目前经济恢复的内生动力仍然不足。**4月政治局会议指出，今年以来经济增长好于预期，经济发展呈现回升向好态势；同时指出经济运行的好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求仍然不足。制造业PMI今年以来的走势能够较好的反映政治局会议对经济形势判断。这也决定了下一阶段政策方向。
- **供给放缓，需求落入临界点以下。**4月生产和新订单指数分别为50.2%、48.8%，环比分别下降4.4个、4.8个百分点，供需两端的恢复势头进一步放缓，供给仍在临界点以上，但需求回落至临界点以下，意味着政策的着力点或仍将是扩大内需。新出口订单指数环比下降2.8个百分点至47.6%，重回荣枯线以下，新出口订单指数虽然对出口增速有一定领先性，但前者反映的是预期，后者反映的是实际，不宜用单月数据判断出口方向。
- **价格指数延续回落，大中小企业同步放缓。**4月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别环比回落4.5和3.7个百分点至46.4%和44.9%。行业上，黑色金属冶炼及压延加工业两个价格指数均降至30.0%以下。4月PPI同比可能仍然偏弱，供需不匹配仍是主因。当月大中小企业景气度均回落至荣枯线以下，也指向制造业投资内生动力的不足。
- **服务业有望保持高景气度。**4月，服务业商务活动指数环比回落1.8个百分点至55.1%。服务业在消费场景逐步恢复后，复苏的弹性要高于制造业，文旅、出行等相关消费行业数据将等待五一数据的验证，但从大方向上看超预期的可能性较大。交通运输部信息显示，“五一”假期第1天，预计全国营业性客运量5699万人次，同比增长151.8%。北京市文旅局发布“五一”假期首日旅游市场数据，其中全市游客接待总量184.1万人次，同比增长2倍，恢复到2019年同期的84.8%；营业收入1.07亿元，同比增长1.8倍，恢复到2019年同期的100%。
- **建筑业延续亮眼表现。**4月，建筑业商务活动指数环比回落1.7个百分点至63.9%，在延续高景气度。专项债的高增以及政策性金融工具作用下，基建投资增速仍然保持相对高位。但从政治局会议的定调来看，经济政策将着力于供给改革和刺激内需，虽然目前基建增速仍高，但下半年经济恢复稳定后估计基建投资力度可能会下降。而房地产方面随着基本面的逐步改善，拖累程度有望减弱。综合来看，建筑业的亮眼表现可能仍会延续。
- **风险提示：**政策落地不及预期；海外局势变化超预期；国际金融市场风险。

## 正文目录

1. 制造业 PMI 重回荣枯线以下.....	4
2. 非制造业延续高景气度.....	6
3. 核心观点.....	7
4. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1 制造业 PMI, % .....	4
图 2 制造业 PMI 环比变价季节性规律, % .....	4
图 3 制造业 PMI 雷达图, % .....	4
图 4 新订单指数及新出口订单指数, % .....	5
图 5 生产、新订单指数及产需缺口, %, % .....	5
图 6 主要原材料购进及出厂价格指数, %, % .....	5
图 7 出厂价格指数及 PPI 环比, %, % .....	5
图 8 大中小型制造业 PMI 指数, % .....	6
图 9 PMI 商务活动指数, % .....	7
图 10 非制造业 PMI 分项变化, % .....	7

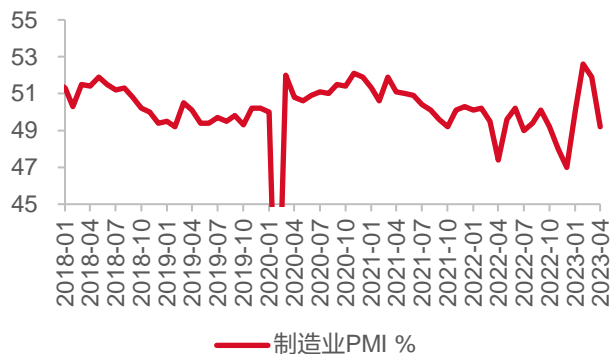
## 1.制造业 PMI 重回荣枯线以下

整体看：4月，制造业 PMI 为 49.2%，较上月回落 2.7 个百分点，前值 51.9%。分项上，主要指数均有所回落，构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数低于临界点。

**环比回落超季节性。**从近五年同期 PMI 环比的变化来看，4 月 PMI 通常较 3 月有所回落，背后的逻辑可能是春节后开工旺季影响 3 月形成相对的较高基数。2018-2022 年 4 月 PMI 均值为 50.2%，环比变化均值为-0.9%。

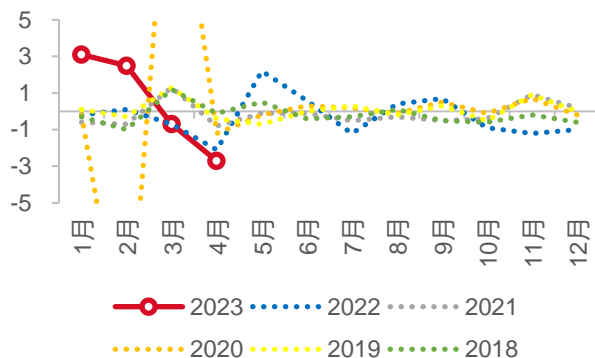
**制造业 PMI 重回荣枯线以下也反映出目前经济恢复的内生动力仍然不足。**4 月政治局会议指出，今年以来经济增长好于预期，经济发展呈现回升向好态势；同时指出经济运行的好转主要是恢复性的，内生动力不强、需求仍然不足。制造业 PMI 今年以来的走势能够较好的反映政治局会议对经济形势判断。这也决定了下一阶段政策方向。

图1 制造业 PMI, %



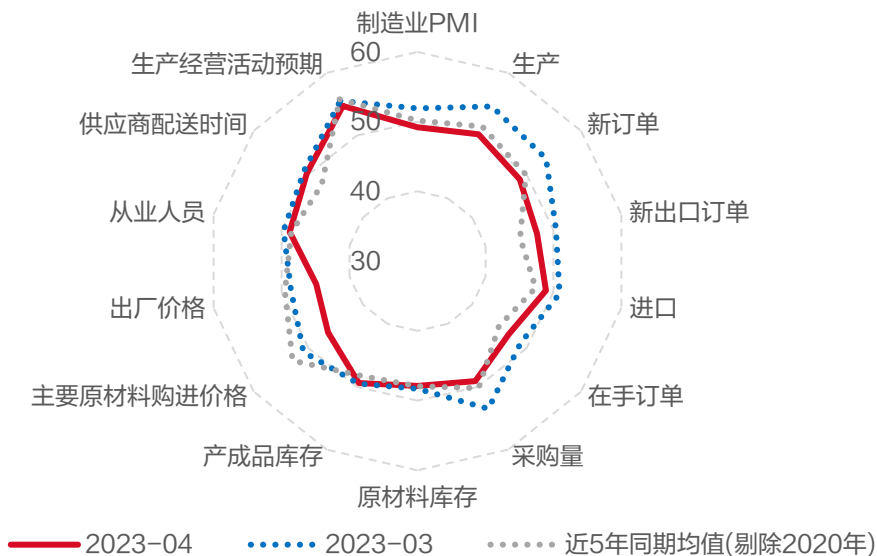
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图2 制造业 PMI 环比变价季节性规律, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

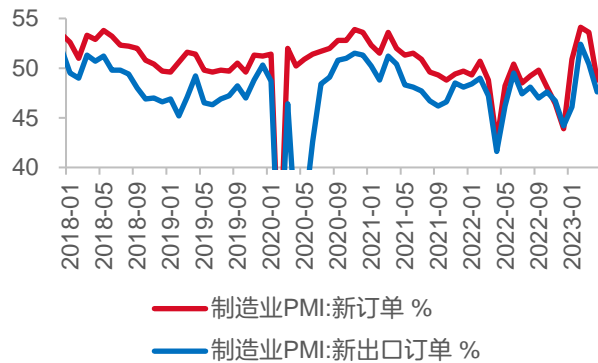
图3 制造业 PMI 雷达图, %



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

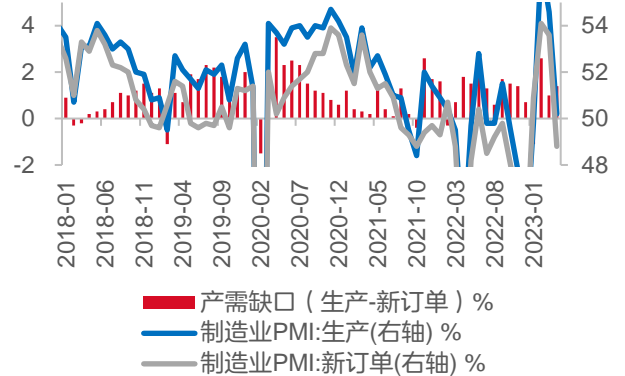
**供给放缓，需求落入临界点以下。**4月生产和新订单指数分别为50.2%、48.8%，环比分别下降4.4个、4.8个百分点，供需两端的恢复势头进一步放缓，供给仍在临界点以上，但需求回落至临界点以下，意味着政策的着力点或仍将是扩大内需。新出口订单指数环比下降2.8个百分点至47.6%，重回荣枯线以下，新出口订单指数虽然对出口增速有一定领先性，但前者反映的是预期，后者反映的是实际，且结构上也有差异，不宜用单月数据判断出口方向，后续仍待持续观察。从行业看，专用设备、电气机械器材等行业两个指数持续位于临界点以上，供需继续释放；化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均降至收缩区间，相关行业市场需求不足，生产活动放缓。

图4 新订单指数及新出口订单指数，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

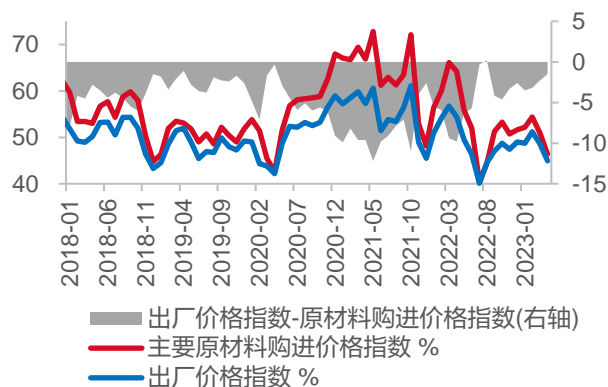
图5 生产、新订单指数及产需缺口，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

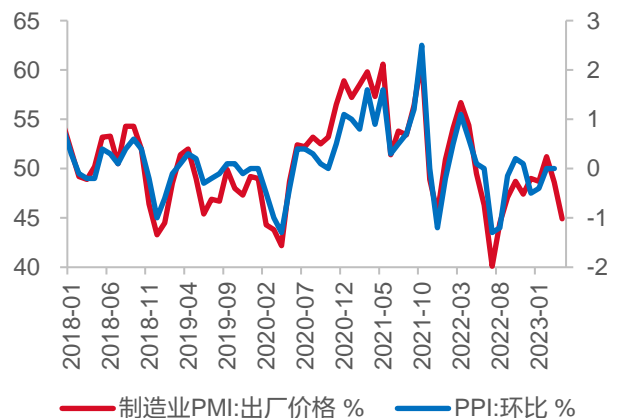
**价格指数延续回落，大中小企业同步放缓。**4月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别环比回落4.5和3.7个百分点至46.4%和44.9%。大宗商品价格整体延续震荡回落的趋势，从行业上来看，黑色金属冶炼及压延加工业两个价格指数均降至30.0%以下。4月PPI同比可能仍然偏弱，供需不匹配仍是主因。企业景气指数方面，4月份大、中、小型企业PMI分别为49.3%、49.2%、49.0%，环比分别下降4.3个、1.1个、1.4个百分点。高基数下，大型企业景气度水平明显回落，当月大中小型企业景气度均回落至荣枯线以下，也指向制造业投资内生动力的不足。

图6 主要原材料购进及出厂价格指数，%，%



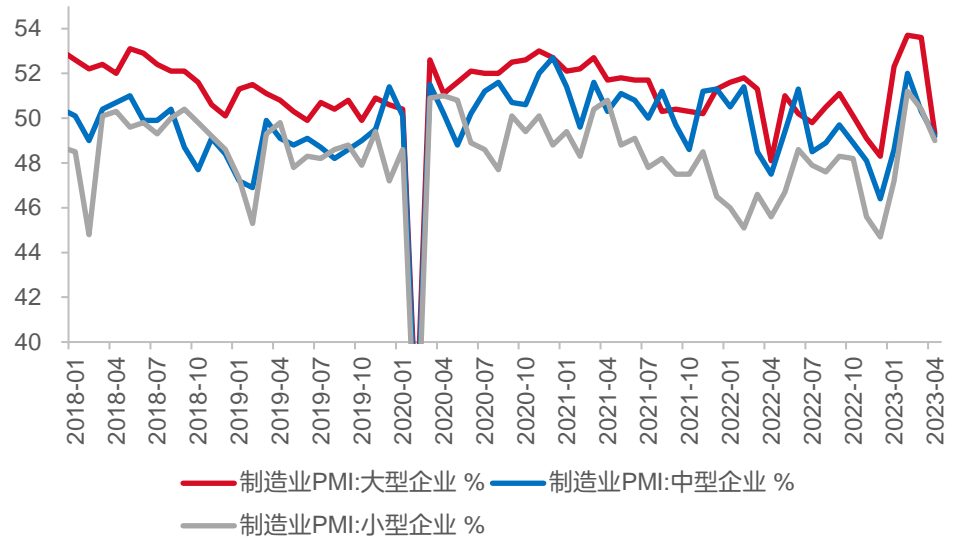
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图7 出厂价格指数及PPI环比，%，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图8 大中小型制造业 PMI 指数，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

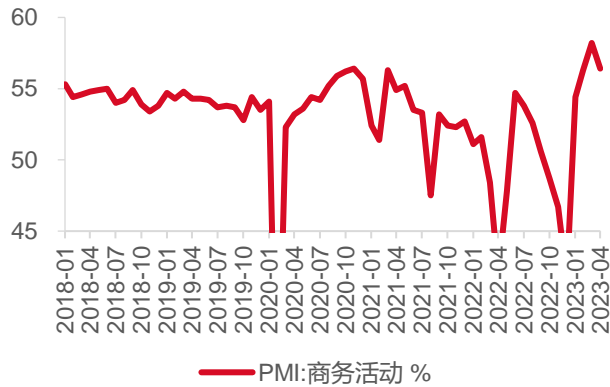
## 2.非制造业延续高景气度

**整体看：**4月，非制造业商务活动指数为56.4%，较上月回落1.8个百分点，虽然有所回落，但绝对值水平仍高。

**服务业有望保持高景气度。**4月，服务业商务活动指数环比回落1.8个百分点至55.1%。服务业在消费场景逐步恢复后，复苏的弹性要高于制造业，文旅、出行等相关消费行业数据将等待五一数据的验证，但从大方向上看超预期的可能性较大。交通运输部信息显示，“五一”假期第1天，预计全国营业性客运量5699万人次，同比增长151.8%。北京市文旅局发布“五一”假期首日旅游市场数据，其中全市游客接待总量184.1万人次，同比增长2倍，恢复到2019年同期的84.8%；营业收入1.07亿元，同比增长1.8倍，恢复到2019年同期的100%。

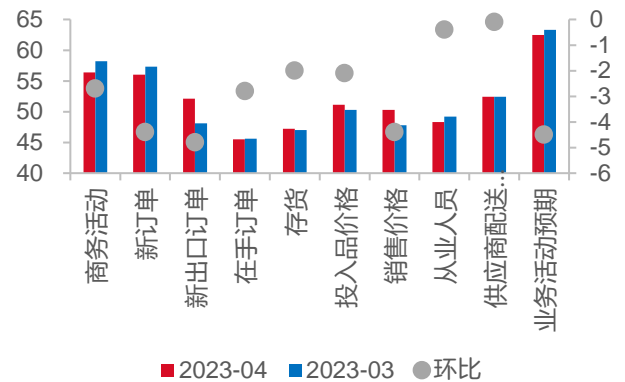
**建筑业延续亮眼表现。**4月，建筑业商务活动指数环比回落1.7个百分点至63.9%，在延续高景气度。专项债的高增以及政策性金融工具作用下，基建投资增速仍然保持相对高位。但从政治局会议的定调来看，预计今年政府投资将保持稳健，经济政策将着力于供给改革和刺激内需，虽然目前基建增速仍高，但下半年经济恢复稳定后估计基建投资力度可能会下降。而房地产方面随着基本面的逐步改善，拖累程度有望减弱。综合来看，建筑业的亮眼表现可能仍会延续。

图9 PMI 商务活动指数，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图10 非制造业 PMI 分项变化，%



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

### 3.核心观点

4月制造业PMI在高基数下环比放缓，但供需两端回落，尤其是需求低于临界点，也是经济恢复斜率放缓的验证。同时制造业与服务业景气度的分化也值得关注。4月政治局会议对下一阶段的政策力度以及政策方向已有明确的定调，方向上延续积极的基调，但出台大规模刺激政策的可能性不大。对于债市来说，经济复苏斜率放缓，若出现阶段性承压的情况，利率或有一定下行空间；对于权益来说，方向相对确定，关注政治局会议的三大发展重点。

### 4.风险提示

政策落地不及预期，或导致经济恢复速度偏慢。

海外局势变化超预期，或导致能源价格大幅上涨，引发输入性通胀压力。

国际金融市场风险，长期高利率环境下，易产生国际性金融风险，影响金融市场稳定。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、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并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8621) 20333619  
 传真:(8621) 50585608  
 邮编:200215

### 北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 电话:(8610) 59707105  
 传真:(8610) 59707100  
 邮编:100089