

4 月制造业 PMI 指数意外降至收缩区间，经济修复过程仍将延续

—— 2023 年 3 月 PMI 数据点评

王青 闫骏 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023 年 4 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 47.6%，低于上月的 50.4%；4 月，非制造业商务活动指数为 56.4%，低于上月的 58.2%。

4 月 PMI 数据要点解读如下：

4 月制造业 PMI 指数较上月大幅回落 2.8 个百分点，年初以来首次降至收缩区间，不及市场普遍预期。我们分析主要有两个原因：首先是季节性因素影响。过去十年，4 月制造业 PMI 指数“8 降 1 平一升”。这意味着今年 4 月该指标较上月回落，符合季节性波动规律；不过，4 月制造业 PMI 指数回落幅度仍然明显大于往年，一个重要原因是年初以来宏观经济处于较快回升过程，带动制造业 PMI 指数的环比基数持续抬高，进而导致 4 月 PMI 指数出现较大幅度回落。

从主要分析项指数来看，4 月生产指数和新订单指数都出现较大幅度下行，分别比上月低 4.4 和 4.8 个百分点。其中生产指数为 50.2%，仍位于临界点以上，表明制造业生产总体保持扩张，而新订单指数为 48.8%，已进入收缩区间。这印证了 4 月 28 日中央政治局会议所做的判断，“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足”。

我们分析认为，当前需求不足主要来自两个方面：一是居民消费有待进一步提振。一季度社会消费品零售总额累计同比增长 5.8%，与去年四季度疫情冲击下的同比下降 2.7% 相比，出现明显好转，但这一增速距离疫情前 8.0%-9.0% 的常态增长水平还有一段距离；其中，3 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%，去年同期基数偏低是一个重要原因，剔除低基数影响，3 月该指标的四年平均增速仅为 4.5%。二是民间投资偏弱，一季度民间投资累计同比增长 0.6%，其中据我们测算，3 月当月同比为 0.4%，属明显偏低水平。这一方面是受房地产投资下滑拖累，另一方面也与近期 PPI 持续同比负增导致企业效益下滑，以及经济处于修复初期，市场预期还有待进一步改善等因素有关。

值得注意的是，4 月制造业 PMI 指数中的从业人员指数降至 48.8%，较上月回落 0.9 个百分点，连续两个月处于收缩区间（4 月非制造业 PMI 从业人员指数为 48.3%，同样连续两个月处于荣枯平衡线之下）。这表明当前经济回升对就业的拉动作用还有待进一步增强。可以看到，尽管 3 月城镇调查失业

率为 5.3%，较上月回落 0.3 个百分点，已落入年初制定的 5.5% 的控制目标水平之内。不过，当月 16-24 岁青年失业率为 19.6%，比上月上升 1.5 个百分点，接近去年疫情期间历史最高水平。据我们测算，剔除今年应届大学毕业生进入劳动力市场寻找工作这一时点性因素，当前青年失业率仍在 17% 左右，明显高于疫情前 12.0% 左右的常态水平。这意味着当前结构性失业问题较为突出，其中高校毕业生是重点群体。这是近期中央政治局会议、国务院常务会议持续关注就业问题的一个原因。

4 月制造业 PMI 指数中的两项价格分指数——主要原材料购进价格指数和出厂价格指数——分别为 46.4% 和 44.9%，比上月下降 4.5 和 3.7 个百分点。这一方面源于全球经济下行压力加大前景下，国际原油价格波动走低，3 月末 OPEC+ 宣布减产难以从根本上扭转这一势头；另外，伴随国内钢铁、煤炭产能持续释放，4 月这些国内主导的大宗商品价格也在边际下行。当前消费需求整体偏缓，房地产投资（特别是房地产投资中建筑安装分项）持续处于同比下跌状态，则是出厂价格指数连续两个月处于收缩区间的主要原因。我们估计，4 月 PPI 会环比下行，同比将继续处于 -2.5% 左右的通缩状态。

4 月新出口订单指数为 47.6%，较上月大幅回落 2.8 个百分点，时隔两个月再度回到收缩区间。我们认为，3 月我国出口同比大增，主要受年初以来积压订单集中出运，以及上年同期疫情扰动带来的低基数影响；上年 4 月处于上海等地疫情高峰期，低基数下出口同比仍有可能延续正增长。不过，在海外需求整体走弱背景下，伴随 5 月之后低基数效应消退，我国出口有可能持续处于同比负增长状态。4 月新出口订单指数明显回落，也在一定程度上预示了这一点。这表明，接下来推动经济修复，将主要依靠内需发力。

4 月服务业 PMI 指数为 55.1%，低于上月 1.8 个百分点，连续三个月位于较高景气区间，当前服务业景气度偏高，表明疫情冲击消退后，相关行业景气度低位反弹过程仍在延续。其中，4 月与出行相关的服务业景气度偏高，交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于 60.0%。这意味着接下来服务业反弹将是推动二季度经济延续回升过程的主导力量。

4 月建筑业 PMI 为 63.9%，连续三个月位于高位景气区间，其中，土木工程建筑业商务活动指数继续高于 70.0%，预示二季度基建投资仍将保持较快增长水平。这将很大程度上抵消房地产投资下滑影响，稳定整体投资增速。

整体上看，尽管 4 月制造业 PMI 指数降至收缩区间，但在服务业、建筑业 PMI 持续处于高景气水平带动下，当月综合 PMI 指数仍保持在 54.4% 的较快扩张状态。这意味着经济回升过程仍在延续。另外，4 月制造业 PMI 指数中的生产经营活动预期指数为 54.7%，继续处于较高水平，表明企业对近期市场发展信心稳定。

我们判断，二季度政策面有望在扩大内需方向持续发力。其中，在提振居民消费方面，除进一步拓展消费场景、优化消费环境外，各地也会持续加大消费券和消费补贴发放力度，并针对新能源汽车、绿色智能家电、绿色建材等大宗消费出台阶段性支持措施。与此同时，二季度宏观政策将保持稳定增长取向，民营经济的政策环境和舆论环境有望持续好转，基建投资和制造业投资将保持较强韧性，投资对经济增长的拉动力会保持稳定。以上将抵消外需放缓带来的影响，推动宏观经济延续回升向上过程，叠加上年同期基数明显偏低，我们判断二季度 GDP 同比有望升至 8.0% 左右。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。