

分化下制造业偏弱，但内生复苏继续

4月PMI点评

核心内容：

- **PMI数据情况** 2023年4月份中采制造业PMI指数49.2，比3月份下行2.7，低于近年均值0.6，低于预期并脱离了扩张区间。非制造业PMI录得56.4，比3月份下行1.8，高于近年均值6.4；建筑业PMI录得63.9，比上个月下行1.7，高于近年均值7.3。中采先进制造业EPMI录得53.1，比上月回落3.0，低于近年均值1.4。在上月超预期的环比增速下，各类PMI均出现回落，服务业在内生修复的支持下表现好于制造业，缓复苏下正向循环的趋势仍在。
- **产需下行带动价格回落，库存依然偏高** 4月份生产回落4.4至50.2，保持在扩张区间，15个主要行业中有8个的产量高于往年同期均值，和需求降低的幅度接近。不低的库存水平、内需的缓慢修复和外需的不振继续压制生产在二季度的改善空间。订单分项显示内需下行幅度更大，原材料和设备类回落明显。外需中东盟有望保持韧性，欧元区底部缓慢改善的阶段，而美国经济短期韧性难以持久，出口上半年可能继续维持负增长。综合一季度经济数据来看，地产、汽车与出口是工业需求的重要来源，外需不振之下地产和汽车的需求可能需要政策进一步支持。产成品库存回落但去库存并不顺畅，原材料库存进一步萎缩显示库存偏高、需求偏弱下企业生产意愿依旧不强。价格同样反映短期需求依然较弱，但PPI从底部修复的趋势仍在。
- **除了环比特征和季节性因素外，地产偏弱的表现可能是4月PMI低于预期的重要因素** 2、3月份制造业PMI的扩张强于预期造成了较高的基数，同时3月的工业高峰后4月环比通常下降，因此其景气降低并不意外。另外，房地产销售在4月仍处于近年较低水平；销售的回落通过地产的长链条对工业品的内需形成压制，黑色系价格下行反映市场对地产边际走向和预期并不乐观。一季度出口超预期对4月外需环比的影响也是潜在解释，不过全国新订单反映的内需下行幅度大于外需，地产链偏弱的表现以及收入缓慢恢复对非服务消费的限制或是PMI不及预期的主要因素。
- **非制造业延续高景气，建筑和服务保持活力** 非制造业全国经营活动状况下降1.8至56.4，高于近年均值6.4。服务业方面，经营活动状况下行1.8至55.1，新订单下降2.1至56.4，价格继续上行。建筑业在基建投资和保交楼政策支持下保持高位；房地产环比回落但依旧好于近年同期。服务业对经济复苏的信号依旧积极，运输、住宿餐饮等在旅游的加持下景气有望延续。
- **复苏初期的内生需求偏弱，观察政策加力的空间** 政治局会议做出了内生复苏动力不强的判断，因此对政策的期望是合理的；财政至少将延续对稳就业、促销费、扩大有效投资的支持，稳货币、宽信用下格局下的政策利率在二季度过后也有降调的可能。总体上，经济在内需偏弱和制造业与非制造业分化之下的缓复苏势头没有改变，不应过度解读单月的数据波动，政策精准加力和地产修复的程度还存在想象空间。二季度国内盈利底、货币政策宽信用、美联储停止加息等利好依然可以支撑权益资产；同时，经济缓复苏和利率下行的空间也利于债市的表现，这一逻辑目前也面临更少的不确定性。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：于金潼

核心风险：疫情二次感染超预期、地产恢复不及预期、海外经济衰退提前

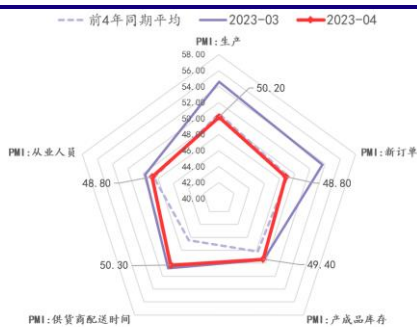
2023年4月份中采制造业PMI指数49.2，比3月份下行2.7，低于近年均值0.6，低于预期并脱离了扩张区间。非制造业PMI录得56.4，比3月份下行1.8，高于近年均值6.4；建筑业PMI录得63.9，比上个月下行1.7，高于近年均值7.3。中采先进制造业EPMI录得53.1，比上月回落3.0，低于近年均值1.4。在上月超预期的环比增速下，各类PMI均出现回落，服务业在内生修复的支持下表现好于制造业，缓复苏下正向循环的趋势仍在。

一、产需下行带动价格回落，库存依然偏高

4月份制造业PMI的下行幅度高于预期，生产仍保持扩张但订单下行明显。从PMI的环比特征和季节性因素考虑，2、3月份制造业PMI的扩张强于预期造成了较高的基数，同时3月的工业高峰后4月环比通常下降，因此其景气降低并不意外。不过，PMI下行斜率的超预期仍可能受到上述因素以外的影响：首先，尽管房地产销售在3月恢复较好，“银四”仍处于近年较低水平；在基建投资平稳托底的基础上，地产的边际改善程度是决定制造业情况的关键变量，销售的回落通过地产的长链条对工业品的内需形成压制，黑色系价格下行侧面反映市场对地产边际走向和预期并不乐观。其次，3月份出口数据大超预期或影响4月订单的环比表现，出口订单数据也符合这一推测；不过全国新订单反映的内需下行幅度大于外需，地产链偏弱的表现以及收入缓慢恢复对非服务消费的限制或是PMI不及预期的主要因素。考虑到环比基数和季节波动等问题，偏缓的内生复苏依然是可持续的；尽管从季节性角度看，二季度制造业PMI难有亮眼表现，我们仍认为实际经济增速有望达到7.8%左右。

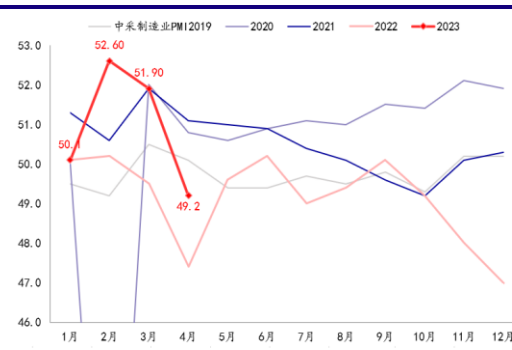
4月份生产回落4.4至50.2，保持在扩张区间，15个主要行业中有8个的产量高于往年同期均值，和需求降低的幅度接近。不低的库存水平、内需的缓慢修复和外需的不振继续压制生产在二季度的改善空间。3月份产需已经调整到较为匹配的状态，二季度是工业生产的相对平淡期，因此在内外需抑制新订单的情况下大概率保持波动。从行业来看，回落最明显的是汽车和计算机通信电子设备，一方面两者前期基数较高，另一方面也处于行业淡季；其他设备类的表现从历史分位来看依然不低。黑色系较弱的产需也体现出地产低迷外需在3月的改善难以延续：虽然银行业危机对信贷扩张的影响目前来看相对有限，但美国一季度GDP中对库存的去化和经济整体下行的趋势均不乐观；欧元区一季度增长已经展现出底部改善的态势，但修复斜率十分缓慢。在这种情况下，生产在二季度更有可能跟随偏弱的内需以及震荡的外需而波动，形成上行趋势难度较大。

图 1：中采制造业 PMI 分项变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单和出口订单回落，内需降幅更大，符合政治局会议对能生动力不强的判断。全国订单指数下行4.8至48.8，高于近年均值0.5，出口订单下降2.8至47.6，高于均值5.8。本月内需下行幅度更大，

原材料和设备类回落明显，高基数与内需温和均有贡献。外需东盟有望保持韧性，欧元区处于从底部缓慢改善的阶段，高商品价格滞后效应依旧阻碍更快的复苏，而美国经济短期韧性难以持久，年末仍有不低的概率进入衰退。因此，出口上半年可能继续维持负增长。综合一季度经济数据来看，地产、汽车与出口是工业需求的重要来源，外需不振之下地产和汽车的需求可能需要政策进一步支持。二季度需求上行幅度在收入增速的限制下预计依然缓慢，但结合服务业和建筑业较强的表现，总需求正循环的势头没有改变。4 月内需表现最强的是有色金属、纺织服装和专用设备；环比回落明显的有汽车、计算机通信电子、石油加工和炼焦以及通用设备。出口订单中纺织服装、专用设备、黑色金属和化学原料与制品表现较好，通用设备、汽车与计算机通信电子等低于过去四年均值。

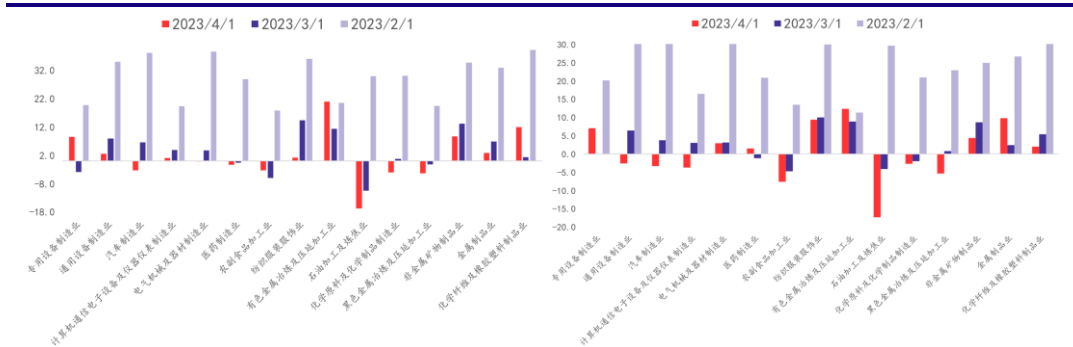
配送小幅放缓，回归正常。4月配送时间指标回落0.5至50.3，高于近年均值5.0，对PMI的抬升非常微弱。前期的积压的配送需求基本释放，配送指标在环比恢复相对平稳的二季度难以对PMI形成明显的干扰，需求才是主要制约。

产成品库存回落但去库存并不顺畅，原材料库存进一步萎缩显示库存偏高、需求偏弱下企业生产意愿依旧不强。4月产成品库存下行0.1至49.4，高于近年均值0.6；原材料库存指数下行0.4至47.9。产成品库存虽然在去化，但均值反映出一定库存压力；设备类库存的环比去化相对较好但补充原料的意愿不足这种状态下生产的扩张受到制约，也比较符合缓慢复苏初期的状态。行业产成品库存方面，农副食品加工、金属制品和化纤橡胶制品由于低基数环比上行较多，其他大多在去库存。

价格同样反映短期需求依然较弱，但修复的趋势仍在。4月份购进价格46.4(-4.5)，继续低于近年均值，出厂价格44.9(-3.7)。在生产能力正常化后，价格跟随边际放缓的需求而继续回落，这与短期高频价格数据十分一致。从历史分位值来看，多数行业购进价格处于较低位置，因此即使短期需求弱，价格下降空间也不大，PPI从底部开始逐渐修复的势头比较确定。

图 3：各行业生产与往年同期均值差 (%)

图 4：各行业新订单与往年同期均值差 (%)

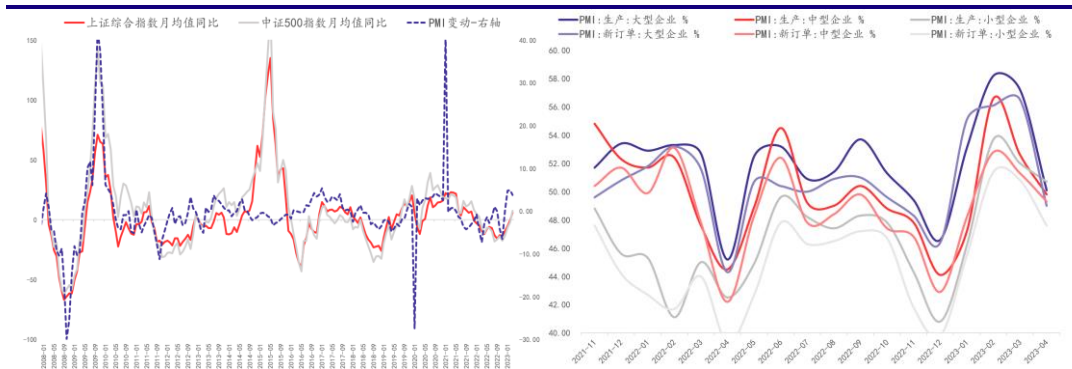


资料来源：中采咨询，中国银河证券研究院整理

资料来源：中采咨询，中国银河证券研究院整理

各规模企业景气均下降，但大企业环比下行最多。4月大型企业PMI下行4.3.1至49.3，中型企业下行1.1至49.2，小型企业下行1.4至49.0。上月大企业在政府投资支持下较强的表现是PMI韧性的主要来源，在基数和房地产的影响下4月出现显著回落，产需降幅都较大。中小企业则保持相对弱势的状态，在大中企业面临内需问题时，小企业更受到外需下行的困扰，其库存高于均值的幅度也更大。在居民需求因收入恢复而更快上行前，中小企业的弱势状态将延续

图 5：股指和 PMI 因同比低基数改善，环比放缓 6：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、非制造业延续高景气，建筑和服务保持活力

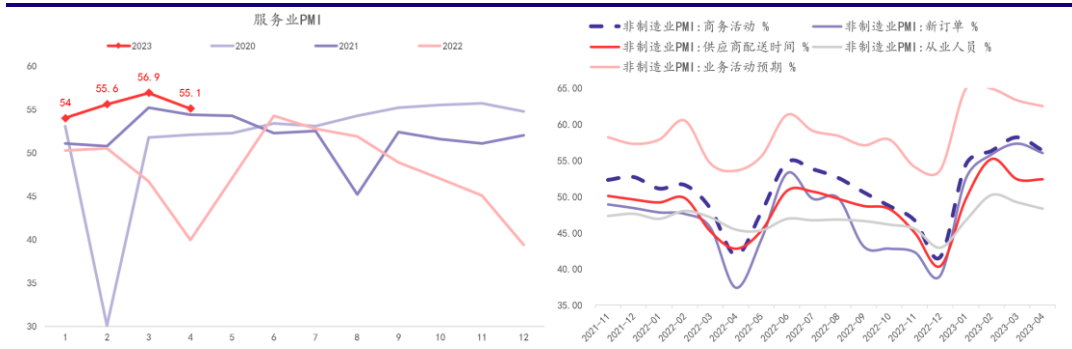
4月非制造业由于建筑业、运输和消费性服务业而保持高景气，环比小幅回落。非制造业全国经营活动状况下降1.8至56.4，高于近年均值6.4。服务业方面，经营活动状况下行1.8至55.1，新订单下降2.1至56.4，价格继续上行。建筑业在基建和地产交付支持下保持高位；房地产环比回落但仍好于近年同期。

生产性服务业在运输支持下景气不减，道路和航空运输强势下水上运输和邮政业也进一步改善。生产需求相对稳定的情况下，居民活动半径扩大和商旅修复的持续贡献突出，运输大幅高于同期均值。消费性服务同样旺盛，住宿进环比改善并处于绝对高位，餐饮表现同样较强，假期旅游将持续为服务业的增长提供动力。因此，PMI表现分化下制造业单月低于预期并不改变经济整体的恢复，服务业对经济复苏的信号依旧积极。

建筑业保持活力，4月份建筑业经营活动状况下行1.7至63.9，在基建开工和保交楼的加持下继续在扩张区间，这两方面的政策支持力度保持。其中，土木工程建筑业边际下行0.2至70.4；房屋建筑回落0.7并保持64.1的高位；建筑安装环比回落8.4至48，可能与地产销售偏弱以及下游需求释放后的下降有关。房地产环比下行1.4至48.7，新订单回落1.7至44.5，高于近年同期均值；房屋建筑的高位反映房地产改善可能以保交楼完工为主，但销售所体现的需求在居民资产负债表受损、房贷利率仍然不低的情况下难以强势恢复。地产链条的改善对经济恢复的斜率不言而喻，在美联储对我国货币政策的制约于二季度弱化的假设下，年内政策利率的降调仍值得期待。

图 7: 服务业 PMI 继续回升 (%)

图 8: 非制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、复苏初期的内生需求偏弱，观察政策加力的空间

1、2 月份 PMI 经历了需求环比快速反弹以及供给的追赶，3 月份则展现出斜率更缓的增长，4 月则进一步确认内生增长在制造和服务业间的分化以及制造业面临的需求不足。尽管经济正向循环的趋势没有变化，单月环比不及预期也远不至于导致对经济的悲观情绪，政治局会议做出了内生复苏动力不强的判断，因此对政策加力的期望是合理的。从政治局的重点任务排序看，加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系和恢复与扩大需求占据首要位置；因此财政至少将延续对稳就业、促销费、扩大有效投资的支持，稳货币、宽信用下格局下的政策利率在二季度过后也有降调的可能。尽管地产继续强调房住不炒，但就业和收入的改善是扩大需求的前提，对地产修复的斜率也仍可能有提振。

总体上，经济在内需偏弱和制造业与非制造业分化之下的缓复苏势头没有改变，不应过度解读单月的数据波动，政策精准加力和地产修复的程度还存在想象空间。二季度国内盈利底、货币政策宽信用、美联储停止加息等利好依然支撑权益资产；同时，经济缓复苏和利率下行的空间也利于债市的表现，这一逻辑目前也面临更少的不确定性。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

廖璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn