

2023年04月30日

促内需迫在眉睫，去库存长路漫漫

事件点评

——PMI 点评（2023.4）

投资要点

- ◆ 4月制造业 PMI、建筑业和服务业商务活动指数分别报 49.2、63.9 和 55.1，制造业新订单大幅下行拖累 PMI 显著回落 2.7，结束了一季度的连续走强后再度降至荣枯线以下。建筑业、服务业小幅回落但仍处于明显扩张区间，显示服务消费复苏仍在继续，基建投资稳定于高位，但也侧面显示商品消费等内需恢复不可持续。
- ◆ 新订单大幅下滑拖累制造业 PMI 走低，新出口订单好于内需。本月最大的拖累来自内需，新订单指数整体大幅下滑 4.8 至 48.8，需求不佳拖累生产指数也下行 4.4 至 50.2，但生产端仍整体延续了去年以来持续好于需求侧的表现。新出口订单尽管也下行 2.8 至 47.6 的收缩区间，但下行幅度明显小于新订单整体，显示外需当前相对稳定，促内需必要性紧迫性更高。
- ◆ 服务业、建筑业 PMI 维持过热，服务消费复苏持续，基建投资稳增长力度加大。建筑业、服务业 PMI 分别为 63.9、55.1，尽管分别较上月小幅回落 1.7、1.8 点，但均大幅高于去年水平。与基建投资直接相关的土木工程建筑业 PMI 继续高于 70，显示年初以来基建投资稳增长力度进一步加大，施工进度不断加快。服务业恢复的可持续性好于制造业。
- ◆ 库存周期处于什么位置？实际库存高位，去库存长路漫漫。PMI 产成品库存指数 4 月回落 1.5 至 48.1，下行幅度明显小于供需两侧，且考虑到 PMI 是个环比指标，合成同比趋势连续第三个月维持在 48.2，仍处于 2014 年以来的高位。乍看之下 PMI 产成品库存和工业产成品库存增速趋势是矛盾的，后者峰值出现在去年 4 月，之后至今呈现连续大幅下滑态势。但实际上，我们从后者中剔除名义价格近期陷入通缩的影响，实际工业产成品库存增速就还原到与 PMI 相当一致的库存高位区间之中。这意味着过去一段时间工业生产强度连续大于需求，高库存可能在未来数月甚至更长时间内对工业生产增速形成新的抑制。
- ◆ 政治局会议明确指出当前经济需求侧恢复动能不足，在商品消费恢复缓慢的背景下，延长服务消费复苏时段、进一步发挥基建改善就业和收入的作用，是未来一段时间需求政策的重点。货币信用环境中性偏松可期。我们在前期报告《政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力》中对 4 月政治局会议提出的需求恢复的两大阶段性重点：优先拉动基建投资、通过增加城乡居民收入促进服务消费恢复进行了深入分析。4 月 PMI 结构显示当前国内居民商品消费需求恢复动能较弱、房地产投资跌幅趋于收窄但转正尚待时日，工业品内需恢复内生动能确如政治局会议的判断——内生动力还不强，需求仍然不足。而且由于去年两轮疫情冲击期间，工业生产承担了重要的稳增长任务，工业品实际库存近期达到历史高位，后续大概率迎来一轮绵延数月的去库存过程，促进工业品内需迫在眉睫。基建投资对工业品需求的拉动作用强于服务消费，几年预计仍将坚持中性偏松的货币政策立场，全年降准、下半年降息仍是主动发力的合理政策选项。
- ◆ 风险提示：需求侧政策促内需力度低于预期风险。

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力
2023.4.28

工业企业利润点评（23.3）-利润随营收有所改善，但需要更多时间 2023.4.27

华金宏观·双循环周报（第 7 期）-地产转弱货币持续呵护，美 PMI 单边上扬 2023.4.23
3 月/一季度经济数据解读-今年的三条主线跃然眼前 2023.4.18

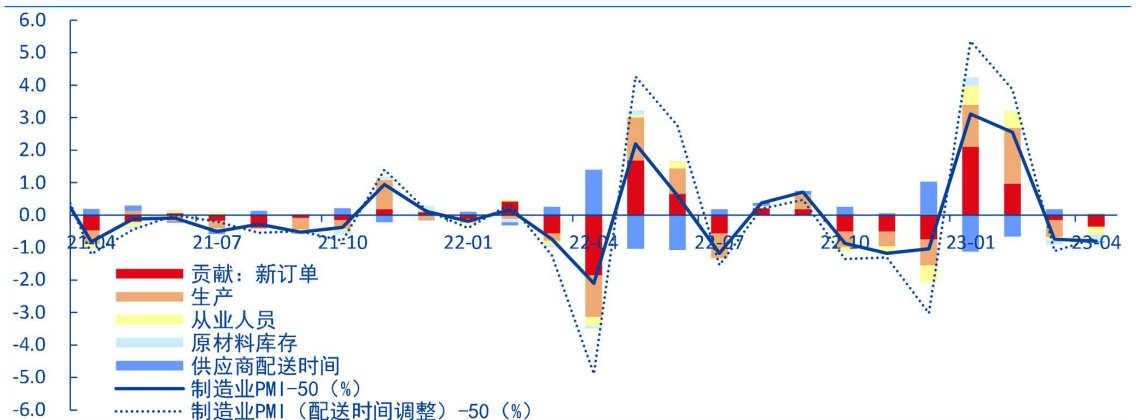
华金宏观·双循环周报（第 6 期）-中美央行会再次反向操作么？ 2023.4.16

4月制造业 PMI、建筑业和服务业商务活动指数分别报 49.2、63.9 和 55.1，制造业新订单大幅下行拖累 PMI 显著回落 2.7，结束了一季度的连续走强后再度降至荣枯线以下。建筑业、服务业小幅回落但仍处于明显扩张区间，显示服务消费复苏仍在继续，基建投资稳定于高位，但也侧面显示商品消费等内需恢复不可持续。

一、新订单大幅下滑拖累制造业 PMI 走低，新出口订单好于内需。

4月制造业 PMI 显著回落 2.7 至 49.2，一季度工业生产大幅恢复的过程戛然而止。本月最大的拖累来自内需，新订单指数整体大幅下滑 4.8 至 48.8，需求不佳拖累生产指数也下行 4.4 至 50.2，但生产端仍整体延续了去年以来持续好于需求侧的表现。新订单和生产分别拖累 4 月制造业 PMI 下降 1.4、1.1 个百分点，两项合计基本可解释当月全部的 PMI 下行幅度。对比内外需两大指标，新出口订单尽管也下行 2.8 至 47.6 的收缩区间，但下行幅度明显小于新订单整体，显示外需当前相对稳定，促内需必要性紧迫性更高。从行业看，统计局指出专用设备、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、黑色金属等行业两个指数均降至收缩区间。制造业内部结构大体呈现生产资料好于生活资料的结构，部分行业去库存力度可能有所加大。

图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）

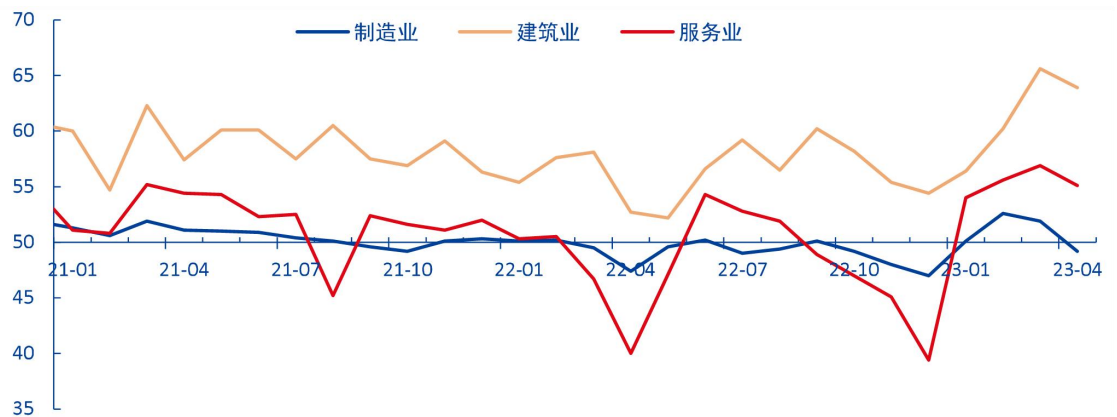


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、服务业、建筑业 PMI 维持过热，服务消费复苏持续，基建投资稳增长力度加大。

4月非制造业商务活动指数 56.4，尽管比上月下降 1.8，但仍为年内次高点，保持较高景气水平，与制造业差距扩大。其中建筑业、服务业 PMI 分别为 63.9、55.1，尽管分别较上月小幅回落 1.7、1.8 点，但均大幅高于去年水平。与基建投资直接相关的土木工程建筑业 PMI 继续高于 70，显示年初以来基建投资稳增长力度进一步加大，施工进度不断加快。服务业中消费性的交通运输、住宿文娱等行业 PMI 高于 60，小幅高于生产性的广电信息、金融租赁商务等，但后者也处于 57 以上高景气区间。服务业恢复的可持续性好于制造业。

图 2: 制造业、建筑业、服务业 PMI (%)

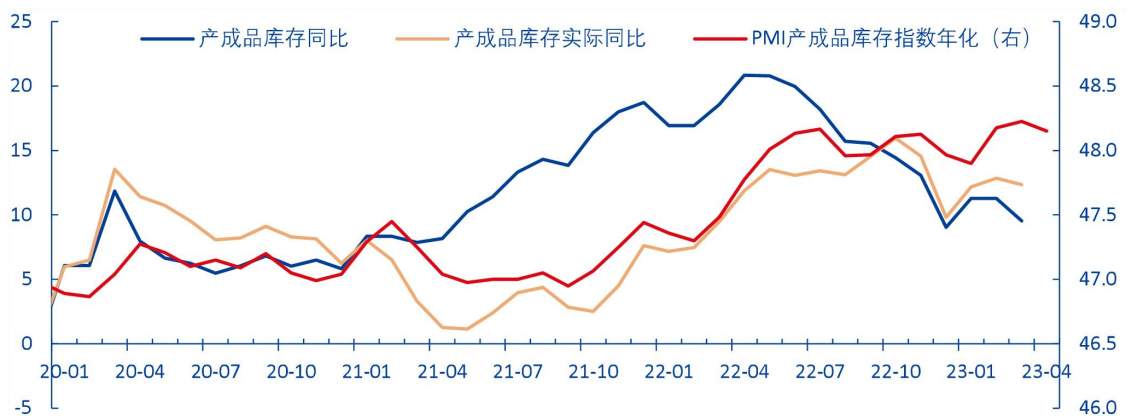


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、库存周期处于什么位置？实际库存高位，去库存长路漫漫。

近期交流中大家对库存周期当前所处的位置有一些不同的看法。PMI 的产成品库存指数 4 月回落 1.5 至 48.1，下行幅度明显小于供需两侧，且考虑到 PMI 是个环比指标，合成同比趋势连续第三个月维持在 48.2，仍处于 2014 年以来的高位。乍看之下 PMI 产成品库存和工业产成品库存增速趋势是矛盾的，后者峰值出现在去年 4 月，之后至今呈现连续大幅下滑态势。但实际上，由于 PMI 主要反映实际变化，而工业产成品库存中包含有工业品通胀的名义价格影响，因此两者并不直接可比。我们从后者中剔除名义价格近期陷入通缩的影响，实际工业产成品库存增速就还原到与 PMI 相当一致的库存高位区间之中。这意味着过去一段时间工业生产强度连续大于需求，高库存可能在未来数月甚至更长时间内对工业生产增速形成新的抑制。

图 3: 产成品库存与 PMI 产成品库存指数同比对应关系 (%)



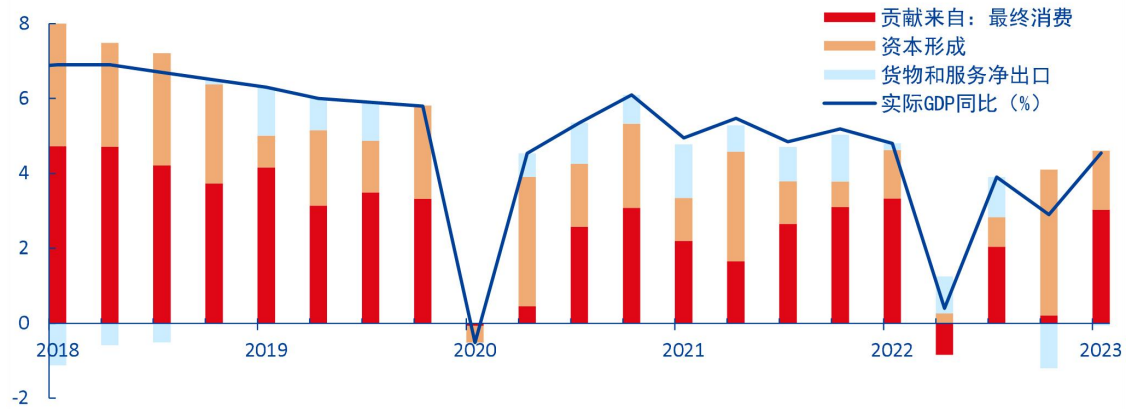
资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、政治局会议明确指出当前经济需求侧恢复动能不足，在商品消费恢复缓慢的背景下，延长服务消费复苏时段、进一步发挥基建改善就业和收入的作用，是未来一段时间需求政策的重点。货币信用环境中性偏松可期。

我们在前期报告《政治局会议解读：提升需求恢复的内生动力》中对 4 月政治局会议提出的需求恢复的两大阶段性重点：优先拉动基建投资、通过增加城乡居民收入促进服务消费恢复进行了深入分析。4 月 PMI 结构显示当前国内居民商品消费需求恢复动能较弱、房地产投资跌幅趋于

收窄但转正尚待时日，工业品内需恢复内生动能确如政治局会议的判断——内生动力还不强，需求仍然不足。而且由于去年两轮疫情冲击期间，工业生产承担了重要的稳增长任务，工业品实际库存近期达到历史高位，后续大概率迎来一轮绵延数月的去库存过程，促进工业品内需迫在眉睫。基建投资对工业品需求的拉动作用强于服务消费，几年预计仍将坚持中性偏松的货币政策立场，全年降准、下半年降息仍是主动发力的合理政策选项。

图 4：实际 GDP 同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均

风险提示：需求侧政策促内需力度低于预期风险。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com