

# 环球同此凉热

——宏观经济研究周报



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

2023年05月03日

## 投资摘要:

4月制造业PMI 49.2，落入收缩区间，与处于56.4高位的非制造业PMI形成反差。末端需求释放带来的服务业修复仍在继续，而受全球贸易的影响，制造业仍然承压，利润下滑尚不支持工业企业“被动去库存”。同样的场景也出现在美国，ISM制造业PMI早早降至荣枯线以下，而服务业PMI仍保持坚挺。复苏和超额储蓄分别给两大经济体带来了相同的产业景气度分化。预计“一冷一热”将在未来一段时期继续保持。

## 制造业 PMI

- **PMI 低于荣枯线，较3月环比扩张力度弱于季节性。**2023年4月制造业PMI 49.2，前值51.9，回落至荣枯线以下，中断了一季度以来的环比修复进程。从历史上看，3月PMI普遍较高，4月PMI多较3月回落，2009-2022年均值显示4月PMI平均低于3月0.29。因此4月PMI读数环比走弱的趋势较为确定，但2.7的降幅高于历史。我们认为可能解释是前期需求的集中释放接近尾声，包括政策调整后居民的购房需求以及前期积压的出口订单。
- **PMI 低于4月历史均值，排名靠后。**2023年4月PMI在2009年以来的15年中排名第14位，仅高于2022年。
- **需求端环比改善程度弱化，出口新订单规模环比下降。**4月新订单PMI 48.8，较前值53.6下降4.8。与历史相比，新订单PMI在近15年中排名第14位，仅高于2022年。新出口订单PMI 47.6，较前值50.4也明显下降，在过去15年中排名第13位，仅高于2020年和2022年。随着前期积压的出口订单被逐步消耗，经历3月出口脉冲式高增长后，我们认为未来的出口压力仍然不容小觑。
- **在手订单环比维持下降趋势。**4月在手订单PMI 46.8，较前值48.9进一步下降，在近15年中排名第5位。在新订单（包括出口新订单）规模环比下降的背景下，在手订单难有较强的增长动力。
- **工业企业利润同比下降，“主动去库存”仍是合理判断。**4月产成品库存PMI 49.4，较前值49.5下降0.1，虽然处于收缩区间但环比降幅收窄说明库存缺乏下降动力。1-3月工业企业利润总额同比下降21.4%，降幅较1-2月收窄1.5个百分点，显示3月企业盈利出现边际修复。但若以“企业盈利增速转正+产成品库存下降”作为“被动去库存”开启的标志，则目前企业仍处于“主动去库存”阶段。
- **企业生产环比增速弱于季节性，企业原材料需求偏弱。**4月生产PMI 50.2，较前值54.6下降4.4，在近15年中排名第14位。4月生产PMI虽然仍处于扩张区间，但弱于历史各年4月读数，这或与1季度复苏后企业加速生产形成的过高“脉冲”有关。4月原材料库存PMI 47.9，前值48.3，原材料购进价格PMI 46.4，前值50.9，出现了“库存下降+价格下降”的组合，显示企业对原材料的需求偏弱。
- **出厂价格和原材料价格走势分化。**4月出厂价格PMI 44.9，与前值48.6相比在收缩区间中再次下探。与历史各年4月PMI相比，44.9的读数仅高于2020年，价格水平的再次下降说明制造业需求端转弱。

## 非制造业 PMI

- **非制造业景气度保持高位。**4月非制造业PMI 56.4，在近15年中排名第3位，前值58.2。相比于制造业，今年以来非制造业PMI上升幅度更为明显，居民出行、餐饮需求的反弹对非制造业景气度的提升更为直接。但随着前期需求的集中释放，预计后续非制造业景气度将环比保持稳定，反映为PMI向荣枯线收敛。

**风险提示:** 美国需求超预期强劲，我国居民服务业需求扩张超预期，全球制造业下游需求超预期修复，政策风险，美国联邦基金利率超预期下降。

## 2023年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2020A	2021A	2022A	202304E	2023E
实际GDP同比	2.2	8.4	3.0	6.7	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	4.8	4.0

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

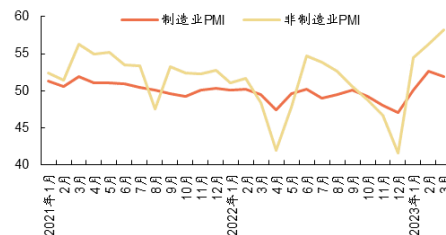
SAC 执业证书编号: S1660519040001

李起

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660122090010

## 2021-2023年制造业和非制造业 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《于无声处听惊雷：宏观经济研究专题报告》2023-04-26
- 2、《美国核心通胀仍有破6可能：宏观经济研究周报》2023-04-18
- 3、《预期差异下的数据弱化：宏观经济研究周报》2023-04-17
- 4、《警惕通胀的上行风险：宏观经济研究周报》2023-04-06
- 5、《复苏高度不可高估：宏观经济研究周报》2023-04-02

证券研究报告

其中：基建	3.4	0.2	11.5	10.0	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	6.7	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-5.5	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	9.2	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	0.8	2.0
PPI 同比	-1.8	8.1	4.1	-2.8	-0.5
贸易顺差对 GDP 增速拉	0.6	1.8	0.5	0.2	0.3
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9
美元兑人民币汇率	6.5	6.4	7.0	6.9	6.8
社会融资规模	13.3	10.3	9.6	9.8	9.0

说明：2023Q3E 实际 GDP 同比为 2 季度预测值；CPI 和 PPI 为全年同比，3 月预测为当月同比；

10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日。

资料来源：Wind，申港证券研究所

## 内容目录

1. 制造业 PMI .....	4
1.1 综合指数 .....	4
1.2 需求端 .....	4
1.3 生产端 .....	5
2. 非制造业 PMI .....	6
3. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 2021-23 年 4 月各月 PMI .....	4
图 2: 2022 年 4 月-23 年 4 月各月 PMI 及历史均值 .....	4
图 3: 2021-23 年各月新订单 PMI .....	4
图 4: 2021-23 年各月新出口订单 PMI .....	4
图 5: 2021-23 年 4 月各月在手订单 PMI .....	5
图 6: 2021-23 年 4 月各月产成品库存 PMI .....	5
图 7: 2022 年 4 月-23 年 4 月各月生产 PMI 及历史均值 .....	5
图 8: 2021 年-23 年 4 月各月原材料库存 PMI .....	5
图 9: 2016-23 年各年 4 月出厂价格 PMI .....	6
图 10: 2022-23 年 4 月各月出厂价格和原材料价格 PMI .....	6
图 11: 2022-23 年 4 月各月非制造业 PMI .....	6
图 12: 2009-23 年各年 4 月非制造业 PMI .....	6
图 13: 2009-23 年各年 4 月建筑业新订单 PMI .....	7
图 14: 2013-23 年各年 4 月服务业新订单 PMI .....	7

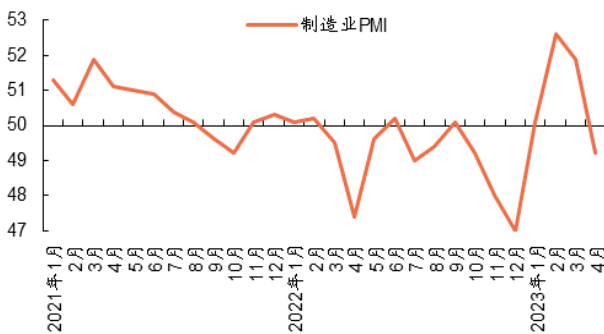
## 1. 制造业 PMI

### 1.1 综合指数

PMI 低于荣枯线，较 3 月环比扩张力度弱于季节性。2023 年 4 月制造业 PMI 49.2，前值 51.9（图 1），回落至荣枯线以下，中断了一季度以来的环比修复进程。从历史上看，3 月 PMI 普遍较高，4 月 PMI 多较 3 月回落，2009-2022 年均值显示 4 月 PMI 平均低于 3 月 0.29（图 2）。因此 4 月 PMI 读数环比走弱的趋势较为确定，但 2.7 的降幅高于历史。我们认为可能解释是前期需求的集中释放接近尾声，包括政策调整后居民的购房需求以及前期积压的出口订单。

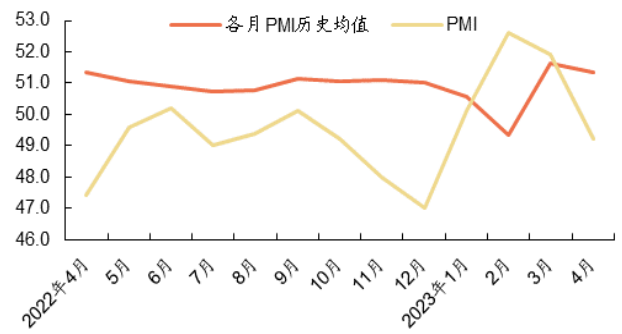
PMI 低于 4 月历史均值，排名靠后。2023 年 4 月 PMI 在 2009 年以来的 15 年中排名第 14 位，仅高于 2022 年（图 2）。

图1：2021-23 年 4 月各月 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2022 年 4 月-23 年 4 月各月 PMI 及历史均值



说明：2022 年各月历史均值采用 2009-2021 年数据计算，2023 年各月历史均值采用 2009-2022 年数据计算。

资料来源：Wind，申港证券研究所

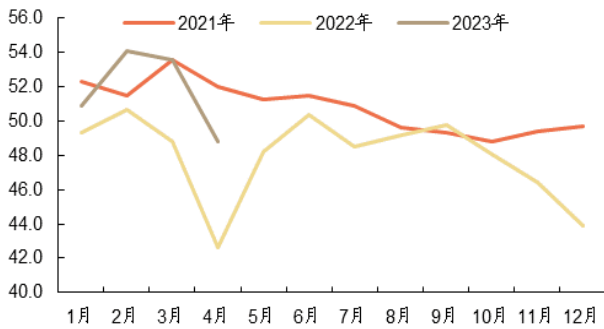
### 1.2 需求端

需求端环比改善程度弱化，出口新订单规模环比下降。4 月新订单 PMI 48.8，较前值 53.6 下降 4.8（图 3）。与历史相比，新订单 PMI 在近 15 年中排名第 14 位，仅高于 2022 年。新出口订单 PMI 47.6，较前值 50.4 也明显下降，在过去 15 年中排名第 13 位，仅高于 2020 年和 2022 年。随着前期积压的出口订单被逐步消耗，经历 3 月出口脉冲式高增长后，我们认为未来的出口压力仍然不容小觑（图 4）。

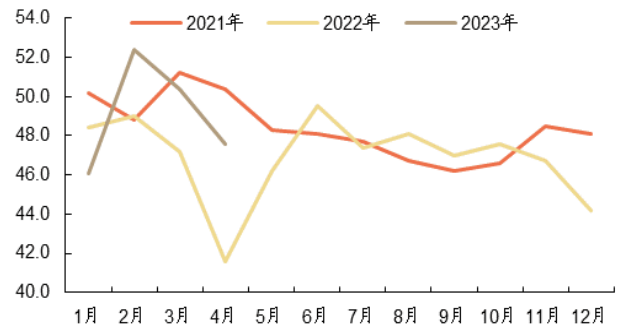
- ◆ 根据我们在《美国核心通胀仍有破 6 可能》中的预测，联邦基金利率在高位停留时间很有可能超出市场预期。随着美国居民超额储蓄逐步消耗殆尽，美国需求端的下行压力恐将对我国以及东南亚地区外贸产生不利影响
- ◆ 我们依然维持在《复苏高度不可高估》中的判断，认为我国出口最坏的时间尚未到来。

图3：2021-23 年各月新订单 PMI

图4：2021-23 年各月新出口订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

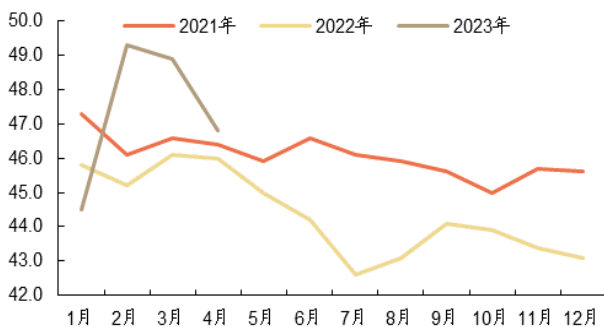


资料来源: Wind, 申港证券研究所

**在手订单环比维持下降趋势。**4月在手订单 PMI46.8, 较前值 48.9 进一步下降(图 5), 在近 15 年中排名第 5 位。在新订单(包括出口新订单)规模环比下降的背景下, 在手订单难有较强的增长动力。

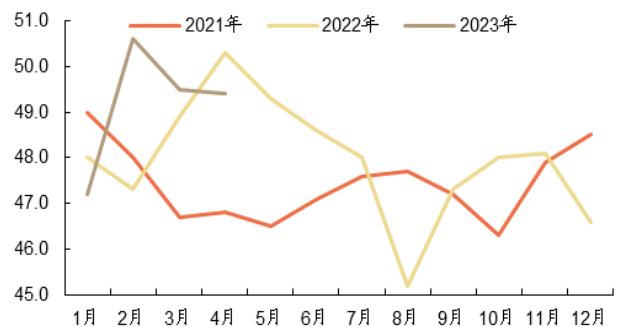
**工业企业利润同比下降, “主动去库存”仍是合理判断。**4月产成品库存 PMI49.4, 较前值 49.5 下降 0.1, 虽然处于收缩区间但环比降幅收窄说明库存缺乏下降动力(图 6)。1-3 月工业企业利润总额同比下降 21.4%, 降幅较 1-2 月收窄 1.5 个百分点, 显示 3 月企业盈利出现边际修复。但若以“企业盈利增速转正+产成品库存下降”作为“被动去库存”开启的标志, 则目前企业仍处于“主动去库存”阶段。

图5: 2021-23 年 4 月各月在手订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: 2021-23 年 4 月各月产成品库存 PMI



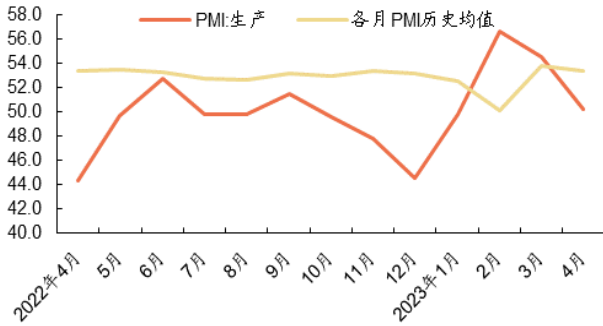
资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 1.3 生产端

**企业生产环比增速弱于季节性, 企业原材料需求偏弱。**4月生产 PMI50.2, 较前值 54.6 下降 4.4, 在近 15 年中排名第 14 位(图 7)。4月生产 PMI 虽然仍处于扩张区间, 但弱于历史各年 4 月读数, 这或与 1 季度复苏后企业加速生产形成的过高“脉冲”有关。4月原材料库存 PMI47.9, 前值 48.3(图 8), 原材料购进价格 PMI46.4, 前值 50.9(图 10), 出现了“库存下降+价格下降”的组合, 显示企业对原材料的需求偏弱。

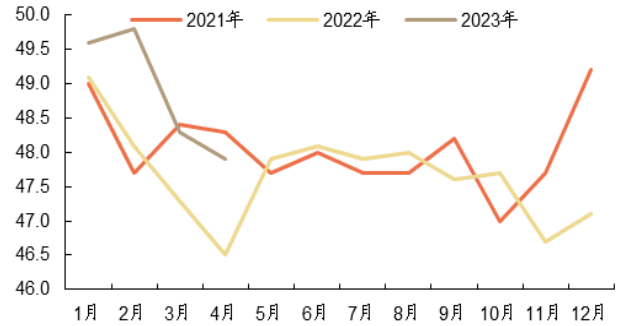
图7: 2022 年 4 月-23 年 4 月各月生产 PMI 及历史均值

图8: 2021 年-23 年 4 月各月原材料库存 PMI



说明：2022年各月历史均值采用2009-2021年数据计算，2023年各月历史均值采用2009-2022年数据计算。

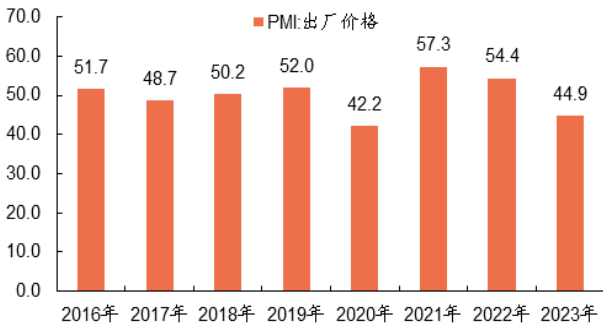
资料来源：Wind，申港证券研究所



资料来源：Wind，申港证券研究所

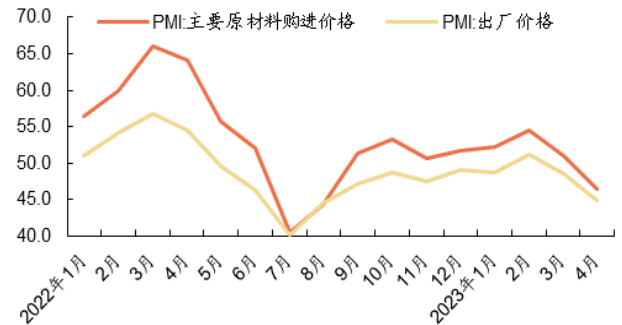
出厂价格和原材料价格走势分化。4月出厂价格PMI44.9，与前值48.6相比在收缩区间中再次下探(图10)。与历史各年4月PMI相比，44.9的读数仅高于2020年，价格水平的再次下降说明制造业需求端转弱(图9)。

图9：2016-23年各年4月出厂价格 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：2022-23年4月各月出厂价格和原材料价格 PMI



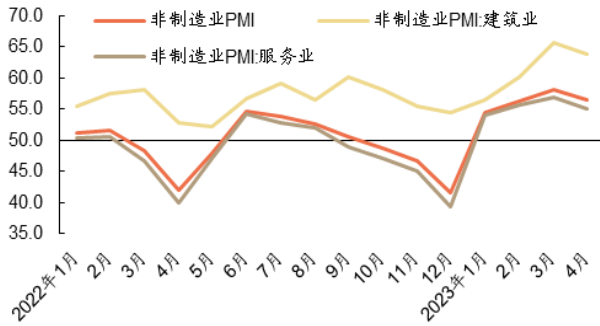
资料来源：Wind，申港证券研究所

## 2. 非制造业 PMI

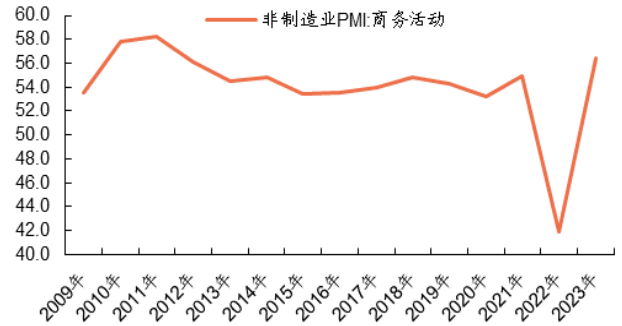
非制造业景气度保持高位。4月非制造业PMI56.4，在近15年中排名第3位，前值58.2(图11、图12)。相比于制造业，今年以来非制造业PMI上升幅度更为明显，居民出行、餐饮需求的反弹对非制造业景气度的提升更为直接。但随着前期需求的集中释放，预计后续非制造业景气度将环比保持稳定，反映为PMI向荣枯线收敛。

图11：2022-23年4月各月非制造业 PMI

图12：2009-23年各年4月非制造业 PMI



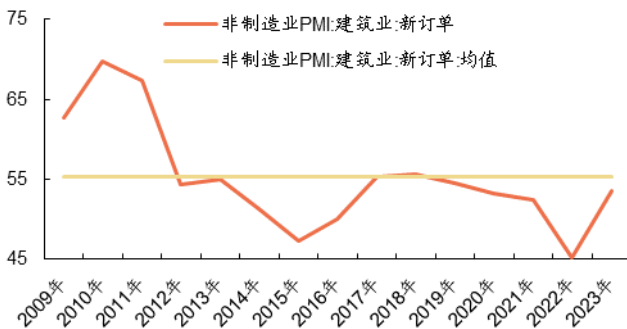
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**服务业、建筑业新订单 PMI 走势再度分化。4 月建筑业新订单 PMI 53.5，低于历史均值，但较前值 50.2 实现提升（图 13）。4 月服务业新订单 PMI 56.4，前值 58.5，连续 3 个月排名历史首位（2012 年以来），大幅高于历史平均水平（图 14）。**

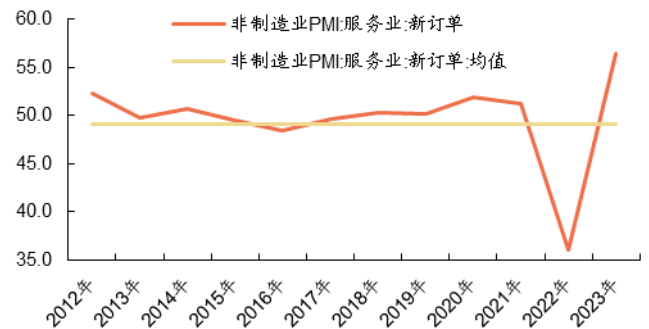
图13：2009-23 年各年 4 月建筑业新订单 PMI



说明: 均值采用 2009-2022 年各年 4 月数据计算。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14：2013-23 年各年 4 月服务业新订单 PMI



说明: 均值采用 2013-2022 年各年 4 月数据计算。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3. 风险提示

美国需求超预期强劲，我国居民服务业需求扩张超预期，全球制造业下游需求超预期修复，政策风险，美国联邦基金利率超预期下降。



### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上