

2023年4月PMI点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇（执业 S1130123020066）
yuanzhengyu@gjzq.com.cn

复苏路上的小波折

事件：

4月30日，国家统计局公布4月PMI指数，制造业PMI为49.2，前值51.9；非制造业PMI为56.4，前值58.2。

制造业产需双双回落，生产仍处于扩张区间、地产链和外需的拖累较大

制造业PMI超季节性回落，但生产经营预期仍处于高景气区间。4月，制造业PMI录得49.2%、较3月回落2.7个百分点，回落幅度大于近5年平均的0.6个百分点。4月PMI多数指标均有所回落、生产和新订单的回落幅度较大，但生产经营预期依然保持高景气、仅小幅回落0.8个百分点至54.7%。

制造业产需双双回落，或与地产链低迷、外需拖累等有关。4月，生产指数和新订单指数分别较3月回落4.4、4.8个百分点至50.2%和48.8%，生产仍处于扩张区间。内需走弱或主要缘于地产施工活动低迷，4月以来螺纹钢产量和价格趋于下行、以黑色系为代表的高耗能行业PMI较3月大幅回落3.2个百分点至47.9%。与此同时，积压出口释放后、外需明显承压，新出口订单回落2.8个百分点至47.6%，带动外需依赖更强的装备制造业PMI回落2.8个百分点至50.1%。行业分化影响下，中小型企业产需韧性凸显。中小企业更多处于下游行业、受产需回落影响较小，4月中型和小型企业PMI分别回落1.1和1.4个百分点至49.2%和49%。而大型企业多处于上游产业链、生产和需求的拖累较大，PMI回落4.3个百分点至49.3%、年初以来首次进入收缩区间。与此同时，出口更为活跃的小型企业受外需的拖累也更大，小型企业新出口订单回落5.2个百分点至46.9%。

稳增长落地效果不断显现，服务业修复动能持续增强

非制造业PMI强于制造业，建筑业和服务业均保持高景气。4月，非制造业PMI录得56.4%、远好于制造业的49.2%。建筑业的贡献仍较大、PMI录得63.9%，服务业PMI回落1.8个百分点至55.1%、仍处于高景气区间，线下活动修复和服务业新经济表现亮眼。与此同时，建筑业新订单指数和业务活动预期指数分别回升3.3、0.4个百分点至53.5%、64.1%、服务业新订单指数和业务活动预期指数继续保持高景气度，分别录得56.4%和62.3%。

稳增长落地效果不断显现，线下活动延续改善、服务业修复动能持续增强。4月，土木工程建筑业商务活动指数继续高于70%，稳增长“加力”带来的基建投资落地提速、持续托底经济。场景恢复提振下，高频数据显示商务出行需求和居民消费需求持续改善，服务业内生增长动能不断增强。央行调查显示，未来三月居民预计在社交文化娱乐和旅游方面增加支出的占比大幅回升、大额商品方面增加支出的占比仍处历史低位，同样映射当前服务强商品弱的需求格局。重申观点：目前仍处于经济复苏早期，不必过度解读4月PMI的超预期回落。随着政策落地效果的逐步释放、场景恢复带来的线下活动持续改善，经济增长内生动能将逐步修复，经济无需过度悲观。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、制造业产需双双回落，生产仍处于扩张区间、地产链和外需的拖累较大.....	3
2、稳增长落地效果不断显现，服务业修复动能持续增强.....	5
风险提示.....	6

图表目录

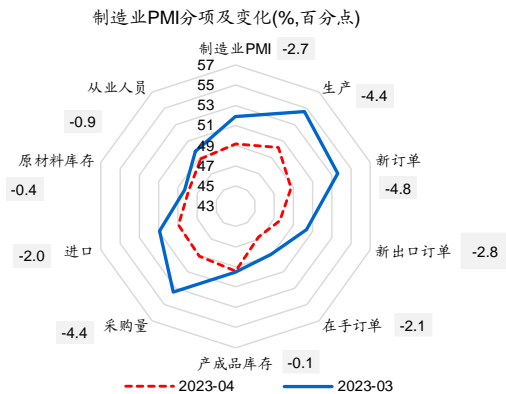
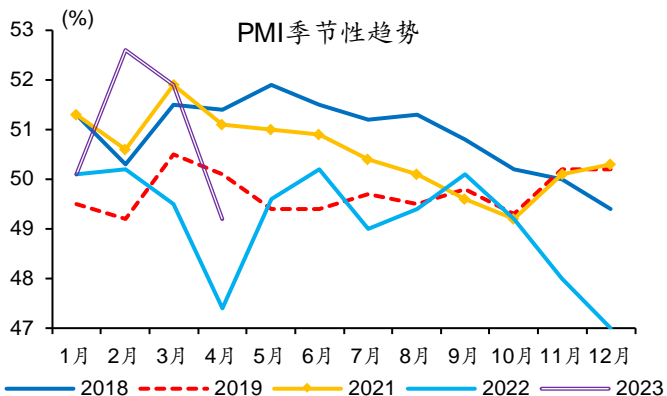
图表 1： 4 月，制造业 PMI 超季节性回落.....	3
图表 2： 4 月，制造业产需回落幅度均较大.....	3
图表 3： 需求对 PMI 的拖累开始显现.....	3
图表 4： EPMI 产品订货指数的回落也较生产量更大.....	3
图表 5： 分行业制造业 PMI 表现.....	4
图表 6： 螺纹钢产需指向地产施工疲软.....	4
图表 7： 装备制造业对出口的依赖度较高.....	4
图表 8： 4 月，海外制造业景气快速下降.....	4
图表 9： 4 月，制造业库存进一步去化.....	4
图表 10： 4 月，制造业经营预期仍强.....	4
图表 11： 4 月，大型企业 PMI 明显回落.....	5
图表 12： 4 月，中小型企业韧性更强.....	5
图表 13： 4 月，制造业 PMI 明显强于制造业.....	5
图表 14： 4 月，建筑业和服务业均保持较高景气度.....	5
图表 15： 建筑业产需保持良好态势.....	6
图表 16： 建筑业从业人员超季节性回落.....	6
图表 17： 服务业产需延续高景气.....	6
图表 18： 线下服务消费持续改善.....	6

1、制造业产需双双回落，生产仍处于扩张区间、地产链和外需的拖累较大

制造业 PMI 超季节性回落，生产仍处于扩张区间。4 月，制造业 PMI 录得 49.2%、较 3 月回落 2.7 个百分点，回落幅度大于近 5 年平均的 0.6 个百分点（不包括 2022 年）。4 月 PMI 多数分项指标不同程度回落、生产和新订单的回落幅度较大。平滑波动后，生产向上的趋势没有变、但边际有所放缓，需求拖累开始显现、新订单指数 3 月移动平均较上月下降 0.7 个百分点。EPMI 的表现类似，需求端的回落较生产端更明显。

图表1：4 月，制造业 PMI 超季节性回落

图表2：4 月，制造业产需回落幅度均较大

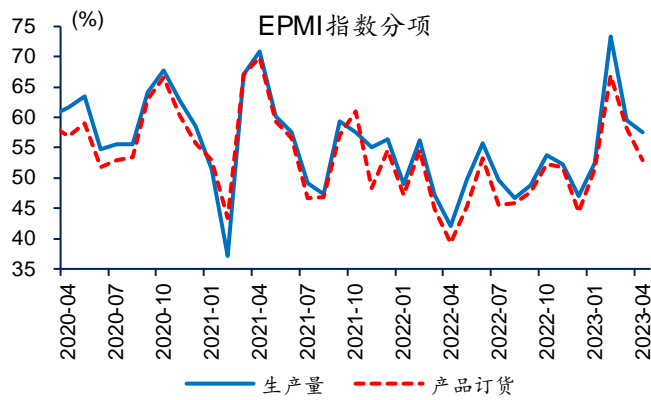
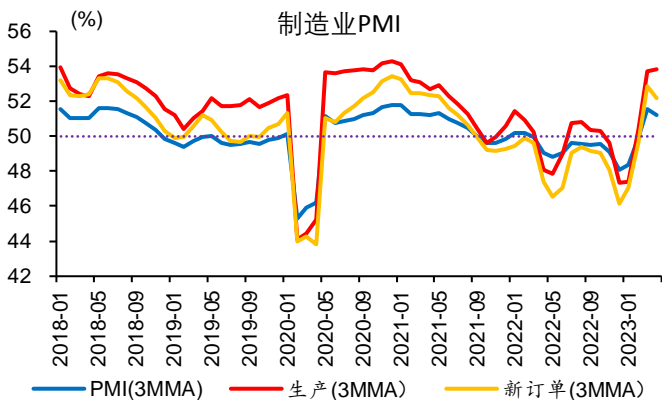


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

图表3：需求对 PMI 的拖累开始显现

图表4：EPMI 产品订货指数的回落也较生产量更大

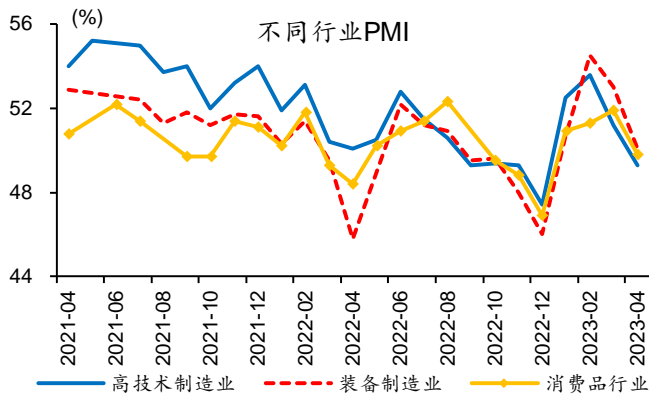


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

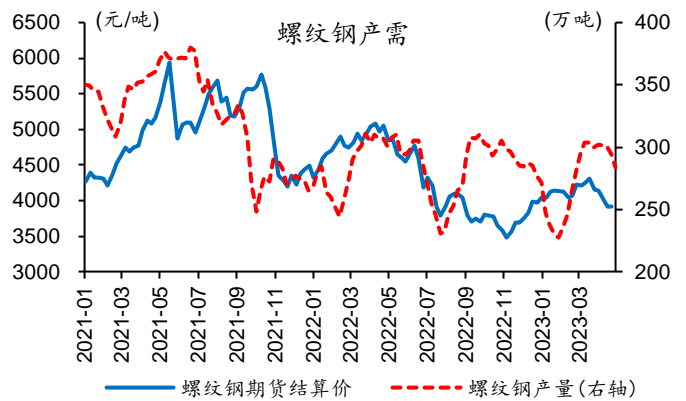
制造业产需双双回落，或与地产链低迷、外需拖累等有关。4 月，生产指数和新订单指数分别较 3 月回落 4.4、4.8 个百分点至 50.2% 和 48.8%。内需的拖累或主要缘于地产施工的走弱，4 月以来螺纹钢产量和价格均趋于下行、以黑色系为代表的高耗能行业 PMI 较 3 月大幅回落 3.2 个百分点至 47.6%。与此同时，积压出口释放后、外需明显承压，新出口订单回落 2.8 个百分点至 47.6%，带动装备制造业 PMI 回落 2.8 个百分点至 50.1%。此外，消费品行业 PMI 回落 2.1 个百分点至 49.8%，回落幅度明显小于制造业整体。

图表5: 分行业制造业 PMI 表现



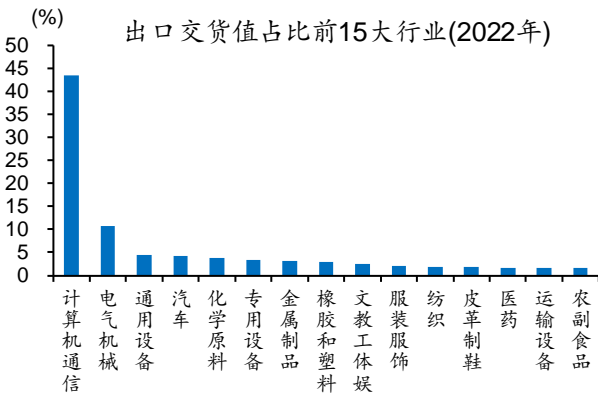
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 螺纹钢产需指向地产施工疲软



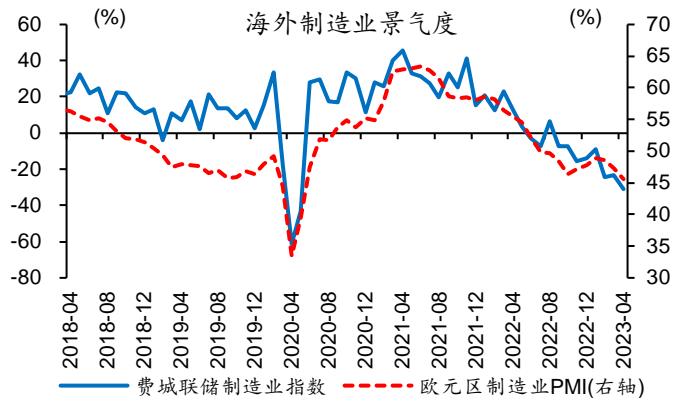
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 装备制造业对出口的依赖度较高



来源: Wind、国金证券研究所

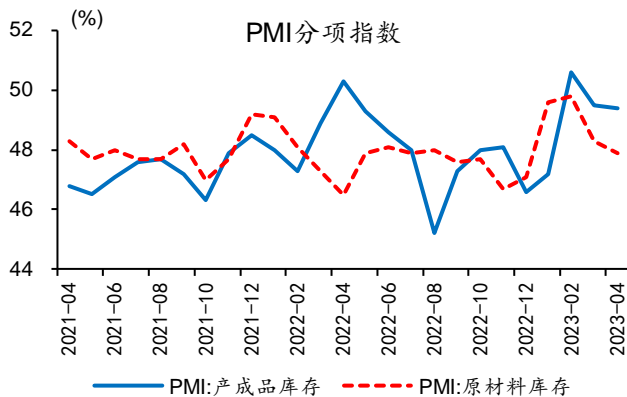
图表8: 4月, 海外制造业景气快速下降



来源: Wind、国金证券研究所

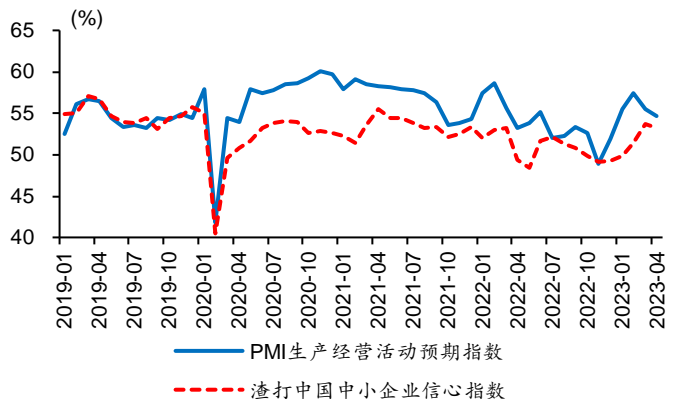
产需回落下仍有积极信号, 生产经营预期仍保持高景气。4月, 制造业原材料库存指数和产成品库存指数分别下降 0.4、0.1 个百分点至 47.9 和 49.4%, 指向去库或进一步加快。制造业生产经营预期依然保持高景气、仅小幅回落 0.8 个百分点至 54.7%, 渣打中国中小企业信心指数录得 53.3%、为近一年来的次高点。

图表9: 4月, 制造业库存进一步去化



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 4月, 制造业经营预期仍强

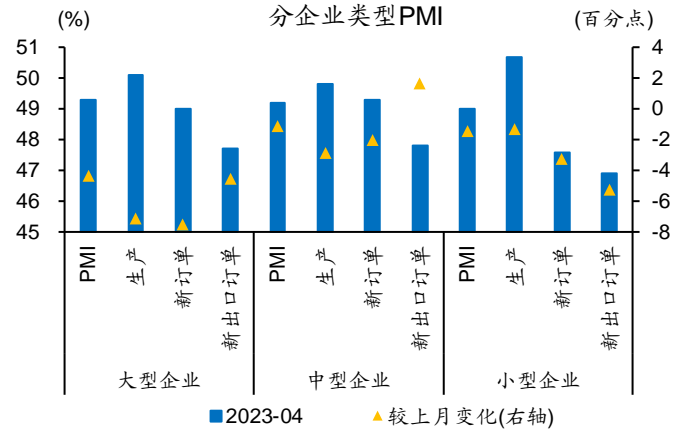
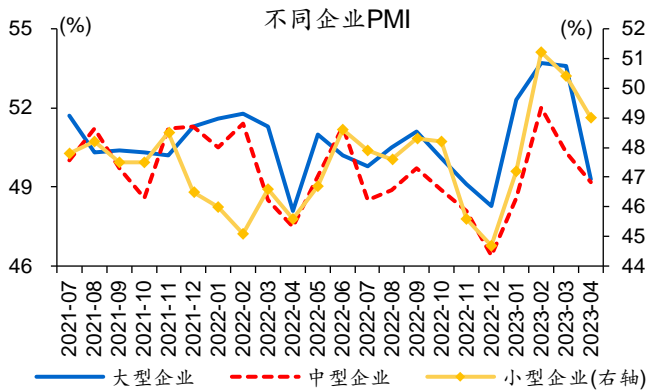


来源: Wind、国金证券研究所

行业分化影响下，中小型企业产需韧性凸显。中小企业更多处于下游行业、受产需回落影响较小，4月中型和小型企业PMI分别回落1.1和1.4个百分点至49.2%和49%。而大型企业多处于上游产业链、生产和需求的拖累较大，PMI回落4.3个百分点至49.3%、年初以来首次进入收缩区间。与此同时，出口更为活跃的小型企业受外需的拖累也更大，小型企业新出口订单回落5.2个百分点至46.9%。

图表11：4月，大型企业PMI明显回落

图表12：4月，中小型企业韧性更强



来源：Wind、国金证券研究所

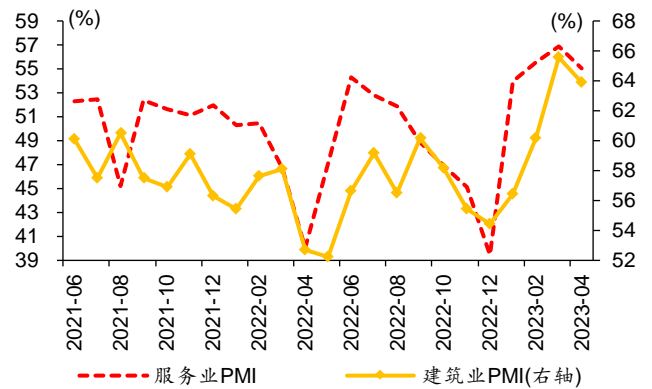
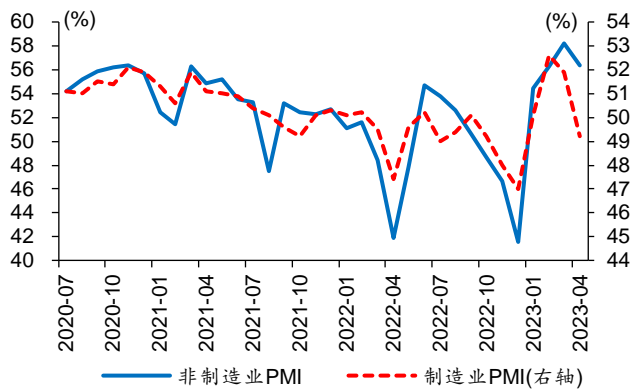
来源：Wind、国金证券研究所

2、稳增长落地效果不断显现，服务业修复动能持续增强

非制造业PMI强于制造业，建筑业和服务业均保持高景气。4月，非制造业PMI录得56.4%，较上月回落1.8个百分点、远好于制造业的49.2%。建筑业PMI对非制造业贡献仍较大，回落1.7个百分点至63.9%，其中土木工程建筑业商务活动指数继续高于70.0%，稳增长“加力”带来的基建投资韧性较强。服务业PMI回落1.8个百分点至55.1%、继续保持较高景气水平，线下活动修复和服务业新经济表现亮眼，交运、住宿等景气度均高于60%，电信服务、软件服务等继续位于57.0%以上较高景气区间。

图表13：4月，非制造业PMI明显强于制造业

图表14：4月，建筑业和服务业均保持较高景气度

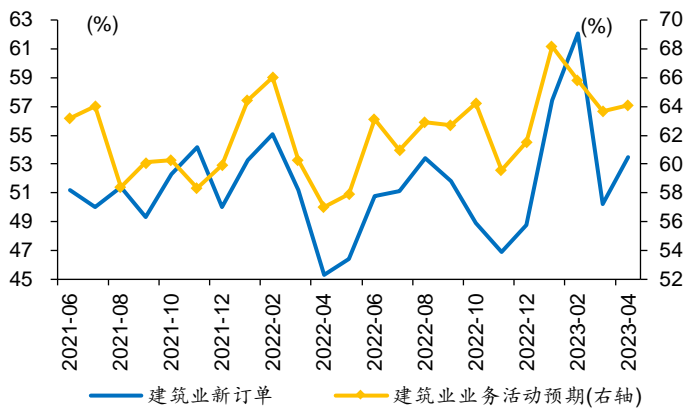


来源：Wind、国金证券研究所

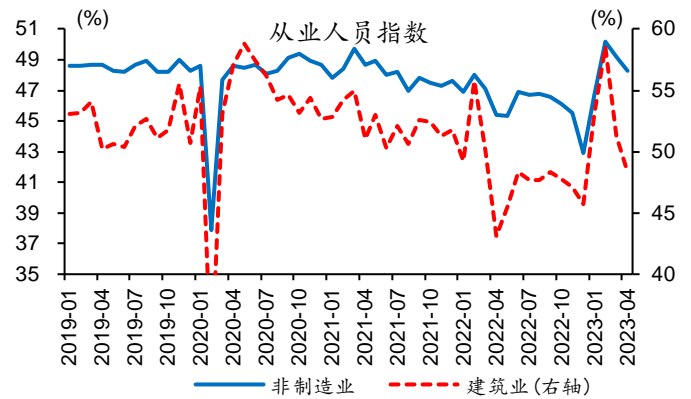
来源：Wind、国金证券研究所

稳增长落地效果不断显现，但地产对就业拖累有所增大。4月，建筑业新订单指数和业务活动预期指数分别回升3.3、0.4个百分点至53.5%、64.1%，或指向新一轮基建项目释放、持续托底经济。与此同时，建筑业从业人员指数超季节性回落3个百分点至48.3%，或指向地产施工较弱、对就业的吸纳有所减弱。

图表15: 建筑业供需保持良好态势



图表16: 建筑业从业人员超季节性回落

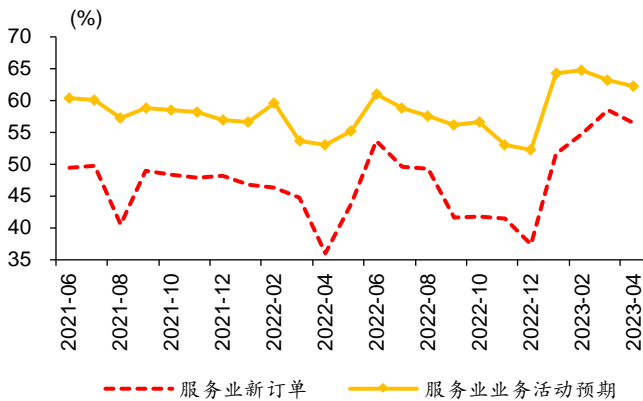


来源: Wind、国金证券研究所

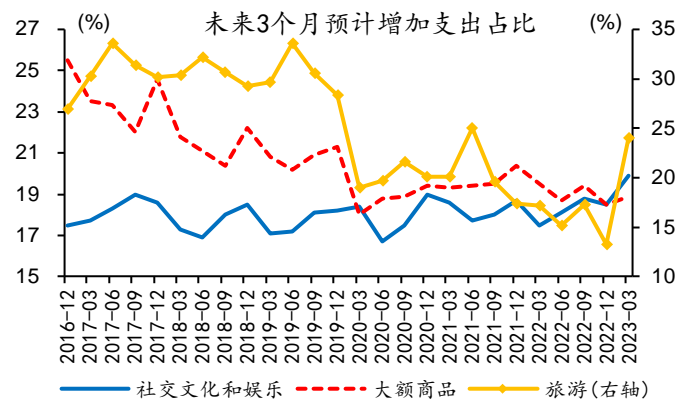
来源: Wind、国金证券研究所

线下活动延续改善、服务业修复动能持续增强。4月，服务业新订单指数和业务活动预期指数分别回落-2.1、-0.9个百分点至56.4%和62.3%，仍位于高景气区间，回落基本复合季节性。场景恢复驱动线下活动持续改善，服务业内生增长动能不断增强。一季度央行调查显示，未来三个月居民预计在社交文化娱乐和旅游等方面增加支出的占比大幅回升，在大额商品方面增加支出的占比仍处于历史低位，同样隐射了当前服务强商品弱的格局。

图表17: 服务业供需延续高景气



图表18: 线下服务消费持续改善



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 目前仍处于经济复苏早期, 不必过度解读4月PMI的超预期回落。随着政策落地效果的逐步释放、场景恢复带来的线下活动持续改善, 经济增长内生动能将逐步修复, 经济无需过度悲观。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402