

2023年04月30日

消费开启第二轮修复——兼评4月PMI数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2023年4月官方制造业PMI 49.2%，前值51.9%，预期51.4%；4月官方非制造业PMI 56.4%，前值58.2%，预期57.0%。中国企业经营状况指数(BCI)为58.8%，前值58.9%。

● 制造业：PMI重回荣枯线下，分项全面下滑

(1) 一季度快速修复后需求边际弱化，4月PMI分项全面下滑，结构上，供给微幅扩张、需求快速回落，内需收缩幅度大于外需。

(2) 制造业去库，原材料指数延续下行、PPI同比降幅继续扩大。大宗商品价格波动下，原材料购进价格、出厂价格连续两个月下行。结合高频数据我们预计4月PPI环比可能在-0.4%左右，同比为-3.4%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-1.5%（前值-2.3%），利润传导梗阻程度小幅好转。

(3) 各类企业景气均回落至“线下”。中型和小型企业跌幅较窄，或指向近期中央密集释放支持民营经济信号逐步落实落细。BCI和小型企业PMI的背离，我们理解为民企对未来半年的经营预期向好但短期有所波动。

● 服务业：景气度达历史高点，或开启第二轮修复

(1) 服务业修复斜率和延续时长均达到历史高点，新订单和预期均向好。受益于清明、五一假日，居民出行意愿和消费热情升温，铁路运输、航空运输、住宿、文化体育娱乐等接触型服务业的商务活动指数超过60.0%。百度地图消费指数显示，4月全国消费指数环比改善6.9%，4月第4周环比激增17.5%。

(2) 市场对消费的三点质疑或逐步消解。一是春节消费超预期仅为短暂的“报复性消费”，二是增量政策不足居民内生修复难延续，三是居民消费改善在收入和就业之后。1-4月消费和服务的数据表现并不支撑，第二轮消费修复或已开启。

(3) 我们在《迈入消费新时代》深度报告中指出“产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本”，为“全球来看经济从投资驱动转向消费拉动”规律背后的本质。2023年有别于历史上三轮扩内需，或以消费改善带动经济回暖，呈现出向“消费本位”过渡阶段的特征。扩消费的优越性有望逐步显现，不仅在于其收入分配格局更优，同时第三产业对就业的吸纳能力更强，叠加中央提高对消费的重视程度，2023年或迈入“消费新时代”。

● 建筑业：4月基建增速仍超10%

4月建筑业PMI为63.9%，新订单指数为53.5%。资金端，一季度发行新增专项债高于2022年同期水平，1-4月投向基建领域占比约70%；此外一季度央行货币政策例会指出“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设”，多地已积极筹备项目，我们提示可关注政策性金融工具加码可能性。综合高频开工来看，4月基建增速仍超10%。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《乘势而上——4月政治局会议点评—宏观经济点评》-2023.4.28

《衰退或已不远——美国一季度GDP数据点评—宏观经济点评》-2023.4.28

《GDP与工业企业利润背离的真相——3月企业利润点评—宏观经济点评》-2023.4.27

目 录

1、 制造业：PMI 重回荣枯线下，分项全面下滑	3
2、 非制造业：服务景气度达历史高点、或开启第二轮高斜率修复，基建有望维持 10%增速	4
3、 风险提示	8

图表目录

图 1： 4 月制造业 PMI 分项全面回落	3
图 2： 高炉开工超过 2022 年高点	4
图 3： 汽车轮胎开工率仍在高位	4
图 4： 服务业景气度达到历史高点	5
图 5： 消费或开启第二轮修复	5
图 6： 4 月全国消费指数环比改善 6.9%	5
图 7： 第三产业单位增加值的劳动者报酬约为 52.8%	6
图 8： 第三产业单位产出的劳动者报酬约为 28%	6
图 9： 我国第三产业劳动报酬率高于第二产业	6
图 10： 美国第三产业劳动报酬率高于第二产业	7
图 11： 建筑业 PMI 仍在高位	7
图 12： 水泥开工率向上、发运率平稳	7
图 13： 石油沥青开工小幅回落	8
图 14： 挖机开工小时数仍正增	8

2023年4月官方制造业PMI 49.2%，前值 51.9%，预期 51.4%；4月官方非制造业PMI 56.4%，前值 58.2%，预期 57.0%。中国企业经营状况指数(BCI)为 58.8%，前值 58.9%。

1、制造业：PMI 重回荣枯线下，分项全面下滑

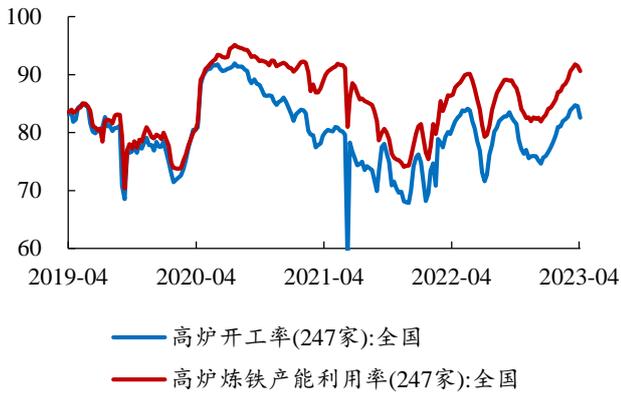
(1)一季度快速修复后需求边际弱化，4月PMI分项全面下滑，供给微幅扩张、需求回落、内需收缩幅度大于外需。4月制造业PMI为49.2%、较前值下滑了2.7个百分点，在连续3个月扩张后重回荣枯线下。供给端看，PMI生产为50.2%、较前值下滑了4.4个百分点；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下滑了4.4、2.8、2.0个百分点至48.8%、47.6%、48.9%，结构上，供给和需求均边际回落，内需收缩幅度大于外需。

图1：4月制造业PMI分项全面回落

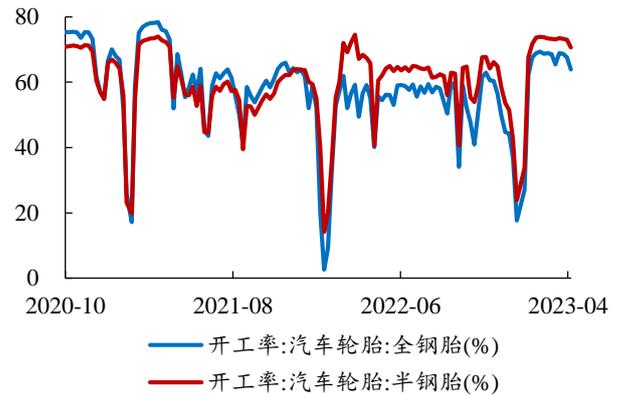


数据来源：Wind、开源证券研究所

生产方面。具体来看，4月高炉开工率升至82.6%，超过2022年全年高点；螺纹钢周均产量下行至295.2万吨；PX、PTA的化工链开工偏弱；汽车全钢胎和半钢胎开工率仍在高位，分别为63.9%、70.7%；秦皇岛港煤炭小幅累库；水泥价格指数环比回落4.0%至135.7。

图2：高炉开工超过 2022 年高点


数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：汽车轮胎开工率仍在高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

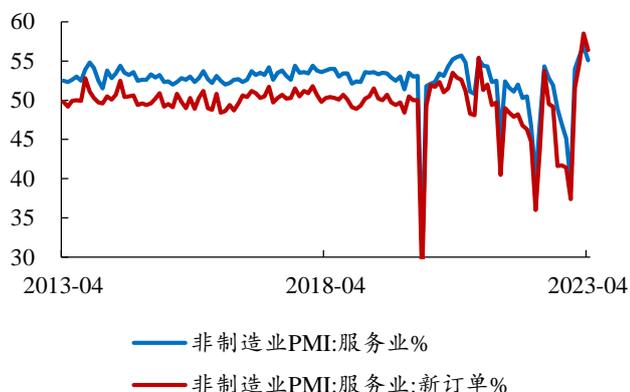
(2)制造业去库，原材料指数延续下行、PPI 同比降幅继续扩大。4 月 PMI 原材料库存、产成品库存分别为 47.9%、49.4%，表明制造业整体仍在去库。大宗商品价格波动下，4 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别为 46.4%、44.9%，较前值分别下滑了 4.5、3.7 个百分点，连续两个月下行。高频数据显示，截至 4 月 21 日的生产资料价格指数环比回落 1.5%，4 月南华工业品指数和 CRB 工业原料现货指数环比分别回落 2.2%和小幅回升 0.06%，我们预计 4 月 PPI 环比可能在-0.4%左右，同比为-3.4%左右。此外，PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为-1.5%（前值-2.3%），利润传导梗阻程度小幅好转。

(3)各类企业景气均回落至“线下”。4 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别减少了 4.3、1.1、1.4 个百分点至 49.3%、49.2%、49.0%。中型和小型企业跌幅较窄，或指向近期中央密集释放支持民营经济信号逐步落实落细。4 月中国企业经营状况指数（BCI）为 58.9%、几乎持平前值。BCI 指数主要向民营中小企业询问其对“未来 6 个月”的预期，BCI 和小型企业 PMI 的背离，我们理解为民企对未来半年的经营预期（BCI）仍向好但短期（PMI）有所波动。

2、非制造业：服务景气度达历史高点、或开启第二轮高斜率修复，基建有望维持 10%增速

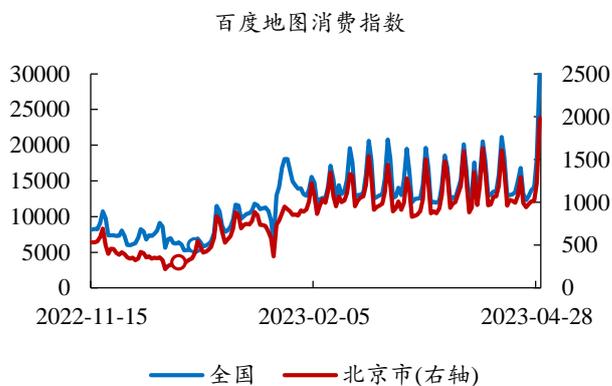
(1)服务业：景气度达历史高点。1-4 月服务业 PMI 分别为 54.0%、55.6%、56.9%、55.1%，修复斜率和延续时长均达到历史高点。其中，表征需求的 PMI 服务业新订单指数为 56.4%，表征预期的服务业业务活动预期指数为 62.3%。分行业来看，受益于清明、五一假日，居民出行意愿和消费热情升温，铁路运输、航空运输、住宿、文化体育娱乐等接触型服务业的商务活动指数超过 60.0%。

图4：服务业景气度达到历史高点



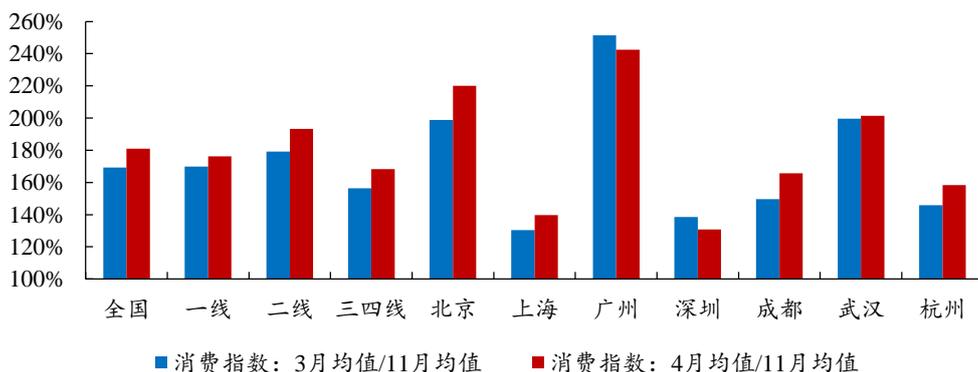
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：消费或开启第二轮修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：4月全国消费指数环比改善6.9%



数据来源：百度地图、开源证券研究所

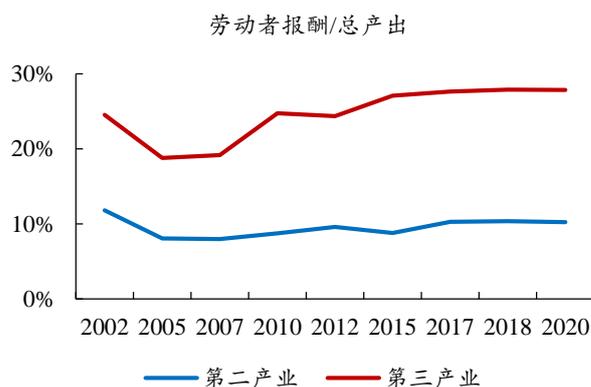
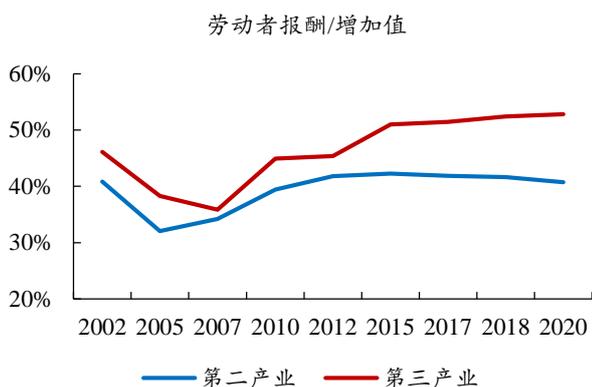
市场对消费的三点质疑或被逐步消解。一是春节消费超预期仅为短暂的“报复性消费”，二是增量政策不足居民内生修复难延续，三是居民消费的改善在收入和就业之后。1-4月消费和服务业的数据表现并不支撑上述逻辑。百度地图消费指数显示，4月全国消费指数环比改善6.9%；其中4月第4周，全国消费指数（周频）为114449、环比激增17.5%。交通部出行数据和商务部零售餐饮监控均指向居民端修复动能强劲。

我们在《迈入消费新时代》深度报告中指出“产业本质决定了第三产业（人力资本）的收入分配更多倾向居民，第二产业收入分配更多倾向资本”。2020年我国第三产业的劳动者报酬率为52.8%，远高于第二产业的40.7%；美国经验同样如此，2020年美国第三产业劳动者报酬率为56.6%、高于第二产业的51.1%。这是“全球经济发展从投资驱动转向消费拉动”规律背后的本质，即劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业扩张→劳动报酬提高的自洽内循环。往前看，历史上扩内需提过三次，分别为1997亚洲金融危机、2008年次贷危机、2014年欧债危机，主要通过扩

投资提振经济，2023年或为特殊一年，即由消费改善带动经济回暖，呈现向“消费本位”过渡阶段的特征。2022年中央经济工作会议和2023年全国政府工作报告将“恢复和扩大消费被置于优先位置”，4月28日政治局会议指出“要多渠道增加城乡居民收入，改善消费环境，促进文化旅游等服务消费”。扩消费的优越性有望逐步显现，不仅在于其收入分配格局更优，同时第三产业对就业的吸纳能力更强，叠加中央提高对消费的重视程度，2023年或迈入“消费新时代”。

图7：第三产业单位增加值的劳动者报酬约为52.8%

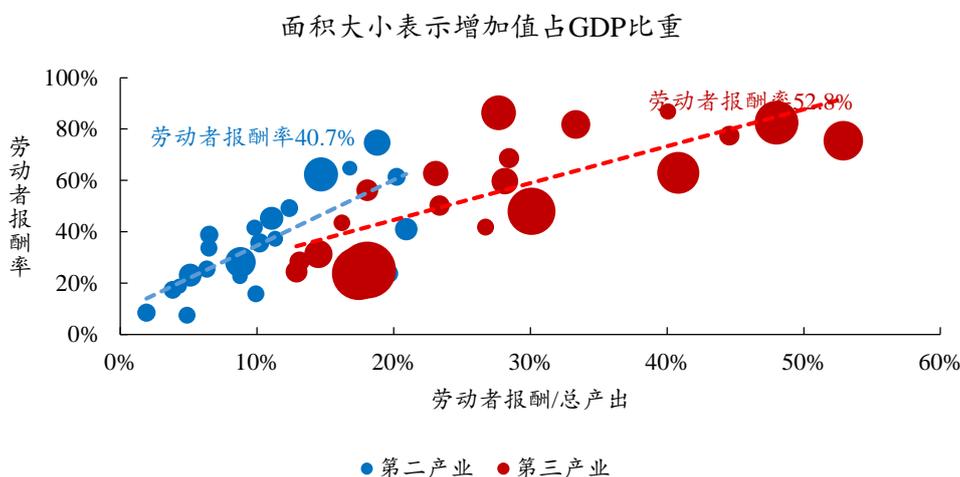
图8：第三产业单位产出的劳动者报酬约为28%



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

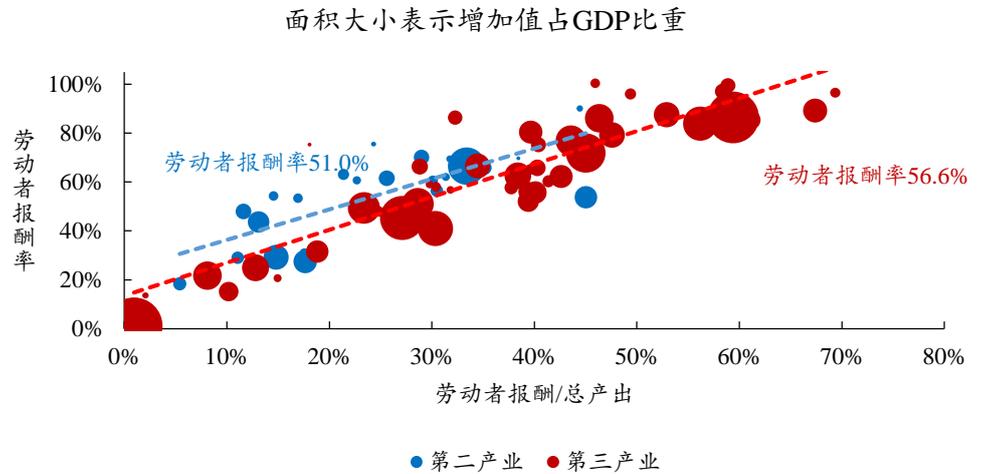
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图9：我国第三产业劳动报酬率高于第二产业



数据来源：国家统计局、Wind、开源证券研究所

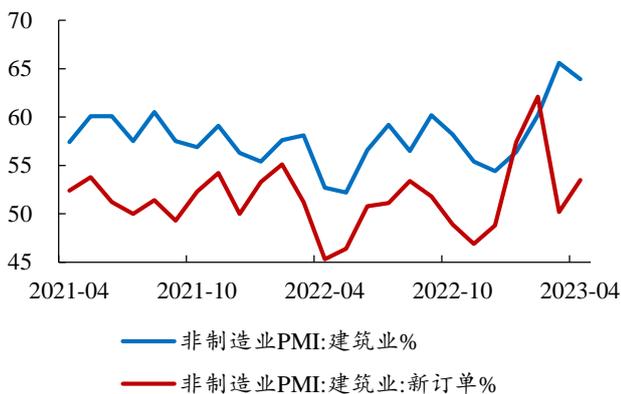
图10：美国第三产业劳动报酬率高于第二产业



数据来源：BEA、开源证券研究所

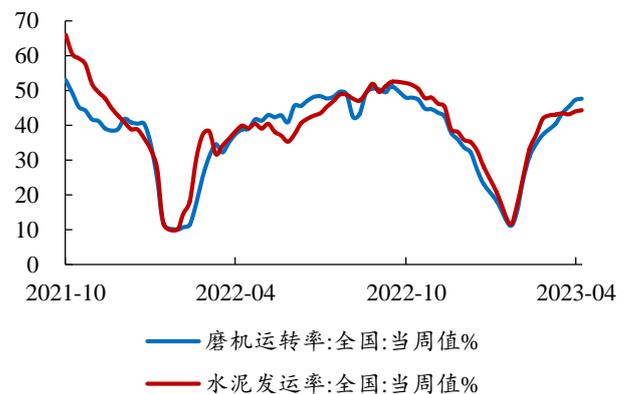
(2)建筑业：4月基建增速仍有望维持10%增速。4月建筑业PMI为63.9%，新订单指数为53.5%。资金端，一季度发行新增专项债高于2022年同期水平，1-4月投向基建领域占比约70%；此外一季度央行货币政策例会指出“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设”，多地已积极筹备项目，我们提示可关注政策性金融工具加码可能性。开工端，4月水泥开工率提高了7.2个百分点至47.7%，水泥发运率为44.3%、较为平稳；4月石油沥青小幅回落至35.5%；3月挖机开工小时数同比增长4.0%但销量增速承压。综合高频开工来看，4月基建增速仍超10%。

图11：建筑业PMI仍在高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

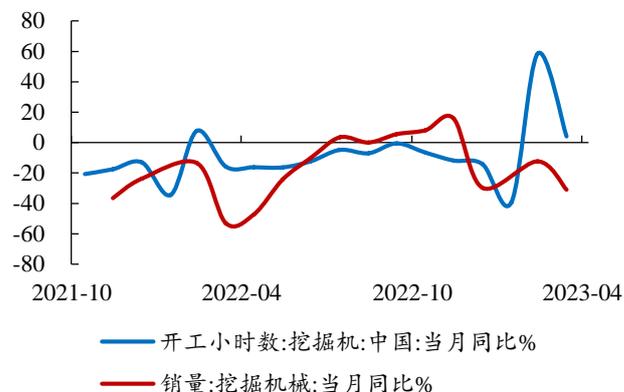
图12：水泥开工率向上、发运率平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13: 石油沥青开工小幅回落


数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 挖机开工小时数仍正增


数据来源: 钢联数据、开源证券研究所

表1: 多地提前储备政策性金融项目

地区	日期	会议/文件	主要内容
四川	2023/1/3	2023年第一季度重大项目现场推进活动	省发展改革委有关负责人表示,“下一步,我们继续抢抓国家政策带来的新机遇,储备并启动更多的基金项目”。
浙江	2023/2/10	2023年浙江省扩大有效投资政策	积极争取金融工具支持。做好设备更新改造项目储备,加快贷款投放,及时足额拨付贴息资金,加快释放政策效应。积极对接争取国家政策性开发性金融工具有关政策。指导政策性银行用好金融工具,引导商业银行、保险机构同步跟进配套资金,加快推进补短板重大项目建设。
广州市花都区	2023/2/24	2023年政策性开发性金融工具项目谋划储备会议	积极谋划争取政策性金融工具,全力以赴为全区固定资产投资增长作支撑。
江苏	2023/2/28	《关于银行业保险业加大和优化金融供给助力我省经济运行率先整体好转的通知》	政策性银行要尽早做好新一轮政策性开发性金融工具的承接准备工作,对于政策性开发性金融工具已支持的项目,各银行机构要积极跟进配套融资服务。
江苏省淮安市	2023/3/13	“四类项目”会办会	要加大统筹力度,强化要素保障,加快政策性开发性金融工具项目进度,并提前做好项目储备工作。
安徽	2023/3/30	安徽省有效投资专项行动方案(2023)	深化省政府与国开行、农发行、进出口银行合作,全年力争新增政策性、开发性金融信贷投放800亿元以上。

资料来源: 各地人民政府网、21世纪经济报、开源证券研究所

3、风险提示

政策变化超预期;疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn