

## 经济向常态化回归

### ——4月PMI数据点评

#### 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**经济复苏进入第二阶段。**4月制造业指数相比上月下降2.7个百分点至49.2%，重回收缩区间且低于市场预期。非制造业商务活动指数为56.4%，较上月下滑1.8个百分点，虽低于市场预期但仍保持高景气水平，为年内的次高值。**制造业重回收缩区间，对经济复苏的逻辑有较大的冲击，可能会引导市场在短期内转向经济放缓甚至二次衰退的交易。不过我们认为当前经济的放缓是阶段性的，复苏的大趋势并未结束。**疫情三年之中，中国经济的核心特征是内需疲软、外需强劲。表现在经济的结构上则是外需驱动的制造业有相对韧性，而内需主导的服务业则受到很大冲击。中国疫情防控放开之后，这一结构发生了反转。服务业由于此前积压了较多的需求，从而出现报复性反弹；制造业则由于外需走弱而相形见绌。经济复苏的规律不同于以往周期中由基建、地产等投资端或是国内外库存周期共振驱动的复苏，而是变为了以国内消费、尤其是服务业消费驱动的复苏。**后者对整体经济的拉动相对更慢，但服务业的繁荣更有助于促进国内就业，改善低收入人群的状况，从而能使得复苏更加持久。**我们认为疫情后经济的复苏有三个阶段：第一阶段是疫情过峰之后，此前积压的商品和服务需求的报复性反弹，经济会出现很高的环比增长。第二阶段是报复性反弹过后，经济向常态化趋势回归，此前疫情对居民就业和收入的负面影响会在这一阶段中体现出来，表现为经济环比走弱。第三阶段是随着居民就业和收入的修复，经济内生动力逐步增强，环比动能再次上升。**目前中国经济正处于第二阶段。**2020年第一波疫情之后就是如此，先是疫情过峰后的报复性反弹带来了PMI指数的大幅回升，而后逐步回落，在下半年重新反弹并在较长时间内持续上升。当前经济状况类似，复苏的第一阶段的反弹较预期更强，第二阶段的回落较预期更快，但总体上的节奏并不意外。与2020年疫情后复苏不同的是，当前经济复苏面临更差的外需环境和房地产行业状况，但中国经济已经经历了两年的衰退，大多数行业的供给深度去化，所以本轮经济的复苏应是相对缓慢但持久的。不应因为PMI指数的阶段性放缓就否定经济复苏的大趋势。

具体而言，4月PMI指数表现出以下特征：一是生产持续扩张，需求转为收缩。生产方面，本月生产指数依然高出荣枯线，4月份反映劳动力不足的企业比重也降至近年来最低值，表明供给压力仍在缓解进程中。需求方面，内外需求均有拖累，一则海外经济承压，外需不足拉低

国内制造业出口景气水平；二则国内需求一季度迎来恢复性增长并形成高基数，本月回归常态化，其释放速度有所放缓，这也意味着提振内需仍是未来政策重点所在。**二是价格指数显著下降。**4月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数双双下降，主要受4月部分大宗商品价格下滑的影响，这在某种程度上减轻了制造业企业的成本压力，本月反映原材料成本高的企业比重为2021年以来的最低点。**三是市场保持稳定预期。**4月生产经营活动预期指数仍处于高景气区间，表明企业对后续市场发展的预期相对乐观。

**非制造业持续高景气。**4月非制造业商务活动指数虽低于市场预期但仍保持高景气水平，为年内的次高值，服务业及建筑业均保持较快的扩张速度。4月服务业商务活动指数连续三个月处于高景气区间，整体恢复态势持续向好，居民出行消费及企业生产相关服务均较为活跃。4月建筑业商务活动指数持续位于60.0%以上，扩张速度较快，其中土木工程建筑业商务活动指数继续超出70.0%，为建筑业保持快速扩张的一大拉动，背后是重大项目有效推进落地形成实物工作量的支撑。本月建筑业新订单指数及业务活动预期均边际上行，表明建筑业企业对后市预期向好。

**经济仍需政策巩固。**4月制造业与非制造业PMI数据均未达市场预期，需求不足是核心矛盾，价格指数也持续疲软，这意味着政策对总需求的托底作用不能过快退出，且应该继续加强。4月份政治局会议维持了相对中性的表态，虽然没有“强刺激”的导向，但实际上给留下了“相机决策”的空间。鉴于当前经济出现了超预期的放缓，我们认为稳增长的政策仍会继续加码。财政、货币政策将形成合力以巩固经济回升基础。

**风险提示：**1. 疫情反弹超预期。2. 政策落地不及预期。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 经济复苏进入第二阶段 .....	5
3. 非制造业持续高景气 .....	7
4. 经济仍需政策巩固 .....	8

## 图表目录

图表 1: 4 月制造业 PMI 降至收缩区间.....	6
图表 2: 4 月价格指数明显回落.....	7
图表 3: 4 月市场预期保持稳定.....	7
图表 4: 4 月非制造业商务活动指数持续高景气.....	8

## 1. 数据

中国 4 月制造业 PMI 指数 49.2%，预期 51.4%，前值 51.9%。

中国 4 月非制造业 PMI 指数 56.4%，预期 57.0%，前值 58.2%。

## 2. 经济复苏进入第二阶段

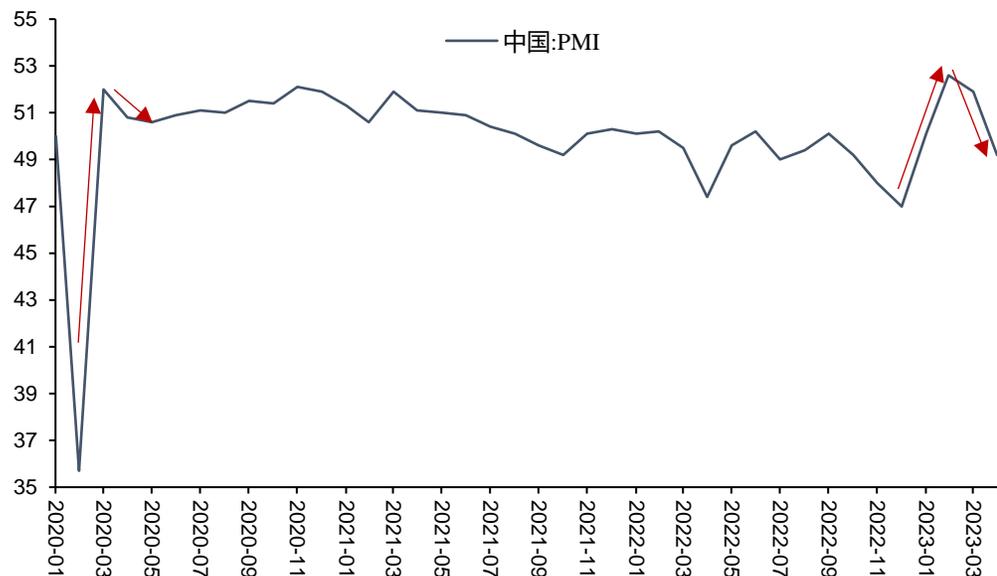
4 月制造业指数相比上月下降 2.7 个百分点至 49.2%，重回收缩区间且低于市场预期。非制造业商务活动指数为 56.4%，较上月下滑 1.8 个百分点，虽低于市场预期但仍保持高景气水平，为年内的次高值。制造业重回收缩区间，对经济复苏的逻辑有较大的冲击，可能会引导市场在短期内转向经济放缓甚至二次衰退的交易。不过我们认为当前经济的放缓是阶段性的，复苏的大趋势并未结束。

疫情三年之中，中国经济的核心特征是内需疲软、外需强劲。表现在经济的结构上则是外需驱动的制造业有相对韧性，而内需主导的服务业则受到很大冲击。中国疫情防控放开之后，这一结构发生了反转。服务业由于此前积压了较多的需求，从而出现报复性反弹；制造业则由于外需走弱而相形见绌。经济复苏的规律不同于以往周期中由基建、地产等投资端或是国内外库存周期共振驱动的复苏，而是变为了以国内消费、尤其是服务业消费驱动的复苏。后者对整体经济的拉动相对更慢，但服务业的繁荣更有助于促进国内就业，改善低收入人群的状况，从而能使得复苏更加持久。

我们认为疫情后经济的复苏有三个阶段：第一阶段是疫情过峰之后，此前积压的商品和服务需求的报复性反弹，经济会出现很高的环比增长。第二阶段是报复性反弹过后，经济向常态化趋势回归，此前疫情对居民就业和收入的负面影响会在这一阶段中体现出来，表现为经济环比走弱。第三阶段是随着居民就业和收入的修复，经济内生动力逐步增强，环比动能再次上升。目前中国经济正处于第二阶段。

2020 年第一波疫情之后就是如此，先是疫情过峰后的报复性反弹带来了 PMI 指数的大幅回升，而后逐步回落，在下半年重新反弹并在较长时间内持续上升。当前经济状况类似，复苏的第一阶段的反弹较预期更强，第二阶段的回落较预期更快，但总体上的节奏并不意外。与 2020 年疫情后复苏不同的是，当前经济复苏面临更差的外需环境和房地产行业状况，但中国经济已经经历了两年的衰退，大多数行业的供给深度去化，所以本轮经济的复苏应是相对缓慢但持久的。不应因为 PMI 指数的阶段性放缓就否定经济复苏的大趋势。

图表 1：4 月制造业 PMI 降至收缩区间



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，4 月 PMI 指数表现出以下特征：

**一是生产持续扩张，需求转为收缩。**4 月份生产指数与新订单指数相比 3 月均有所回落，但前者仍处于扩张区间，需求则降至临界线水平以下。生产方面，本月生产指数为 50.2%，依然高出荣枯线，4 月份反映劳动力不足的企业比重也降至近年来最低值，表明供给压力仍在缓解进程中。环比而言，本月生产指数比上月下降 4.4 个百分点，显示扩张有所放缓。此外企业采购及就业人员指数较 3 月有所下降，分别录得 49.1%（前值 53.5%）、48.8%（前值 49.7%），同样反映出目前生产活跃度由前期较快的报复性反弹转为平稳状态，向正常趋势回归。具体行业方面，专用设备、电气机械器材等行业指数持续位于扩张区间，化纤、橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业则下降至临界点以下。企业类型方面，大型企业和小型企业本月生产指数虽较上月有所下滑但仍高于 50%，中型企业生产则偏弱，由扩张转为收缩。

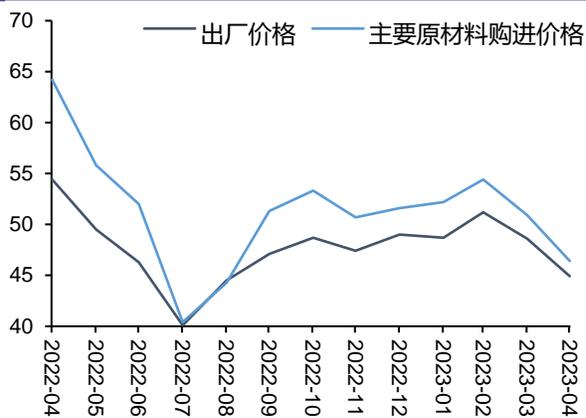
需求方面，4 月新订单指数为 48.8%，相比上月下降 4.8 个百分点，结束 1-3 月的扩张区间运行，回落至 50% 以下。内外需求均有拖累，新出口订单指数为 47.6%（前值 50.4%），进口订单指数为 48.9%（前值 50.9%）。此外本月调查反映订单不足的企业比重接近 57%。一则海外经济承压，外需不足拉低国内制造业出口景气水平；二则国内需求一季度迎来恢复性增长并形成高基数，本月回归常态化，其释放速度有所放缓，这也意味着提振内需仍是未来政策重点所在。分行业而言，上游煤、钢材等基础原材料相比上月下降较为明显，中下游装备制造业、高技术制造业和消费品制造业则持续保持在扩张区间。不同规模企业来看，本月大中小型企业新订单指数普遍出现不同程度的下滑，大型企业相对明显，较上月下降 7.5 个百分点。

**二是价格指数显著下降。**4 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 46.4% 和 44.9%，比上月下降 4.5 和 3.7 个百分点，主要受 4 月部分大宗商品价格下滑的影响。其中黑色金属冶炼及压延加工业价格指数回落明显，其原材料购进价格及出厂价格均降至 30.0% 以下。原材料价格的明显下滑某种程度上减轻了制造业企业的成本压力，根据中国物流与采购联合会表述，企业调查显示本月反映原材料成本高的企业比重较上月下降 4.2 个百分点至 43%，为 2021 年以来的最低点；而反映物流成本高和劳动力成本高的企业比重分别为 27.5% 和 30%，较上

月下降 1.9 和 1.1 个百分点，反映资金紧张的企业比重连续 3 个月环比小幅下降。上述积极变化表明制造业企业的生产经营条件持续改善。

**三是市场保持稳定预期。**4 月生产经营活动预期指数录得 54.7%，虽相比上月小幅下滑 0.8 个百分点，但仍处于高景气区间，表明企业对后续市场发展的预期相对乐观，尤其是农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、通用设备、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业，其生产经营活动预期指数均位于 60.0% 以上。

图表 2：4 月价格指数明显回落



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：4 月市场预期保持稳定

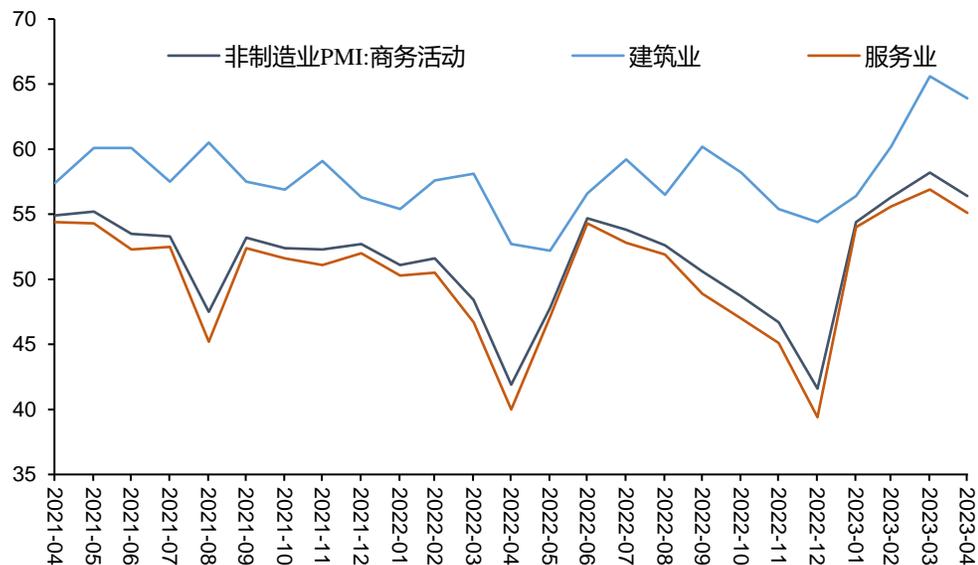


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### 3. 非制造业持续高景气

4 月非制造业商务活动指数为 56.4%，较上月下滑 1.8 个百分点，虽低于市场预期但仍保持高景气水平，为年内的次高值，服务业及建筑业均保持较快的扩张速度。

图表 4：4 月非制造业商务活动指数持续高景气



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4 月服务业商务活动指数为 55.1%，前值 56.9%，连续三个月高于 55%，处于高景气区间，整体恢复态势持续向好，居民出行消费及企业生产相关服务均较为活跃，具体来看，一方面交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数超过 60%，显示居民出行链相关服务继续向上修复；另一方面，与企业生产相关性比较高的电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数保持在 57.0% 以上，表明生产端恢复态势持续显现。

4 月建筑业商务活动指数为 63.9%（前值 65.6%），持续位于 60.0% 以上，扩张速度较快，其中土木工程建筑业商务活动指数继续超出 70.0%，为建筑业保持快速扩张的一大拉动，背后是重大项目有效推进落地形成实物工作量的支撑。本月建筑业新订单指数及业务活动预期均边际上行，前者为 53.5%（前值 50.2%），建筑业业务活动预期录得 64.1%（前值 63.7%），表明建筑业企业对后市预期向好。

## 4. 经济仍需政策巩固

4 月制造业与非制造业 PMI 数据均未达市场预期，需求不足是核心矛盾，价格指数也持续疲软，这意味着政策对总需求的托底作用不能过快退出，且应该继续加强。4 月份政治局会议维持了相对中性的表态，虽然没有“强刺激”的导向，但实际上给留下了“相机决策”的空间。鉴于当前经济出现了超预期的放缓，我们认为稳增长的政策仍会继续加码。财政、货币政策将形成合力以巩固经济回升基础。

**风险提示：** 1. 疫情反弹超预期。2. 政策落地不及预期。

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghai@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。