

# 宏观

证券研究报告

2023年05月01日

## 分化的 PMI

4月PMI数据表明随着经济进入第二阶段，各行业正在向各自的潜在运行中枢靠拢，行业间的分化格局加剧。有政策支持的建筑业和疫后复苏韧性更强的服务业强于位于去库存周期的制造业。建筑业中基建强于房建；服务业中出行类服务业和信息服务业强于房地产业；制造业中装备制造业强于消费类制造业强于高耗能制造业。

**风险提示：**国内经济复苏不及预期，房地产风险超预期，基建发力不及预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：逐字逐句解读 4月政治局会议》 2023-04-29
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-4月第4周》 2023-04-27
- 3 《宏观报告：这次不一样：本轮美国创投泡沫与次贷危机和科网泡沫的区别-这次不一样：本轮美国创投泡沫与次贷危机和科网泡沫的区别》 2023-04-21

在经过 1-2 月经济快速填坑后，3 月我们就指出当下国内经济已经进入了复苏斜率放缓的（详见《经济修复的斜率是否出现变化？》，2023.04.03）。

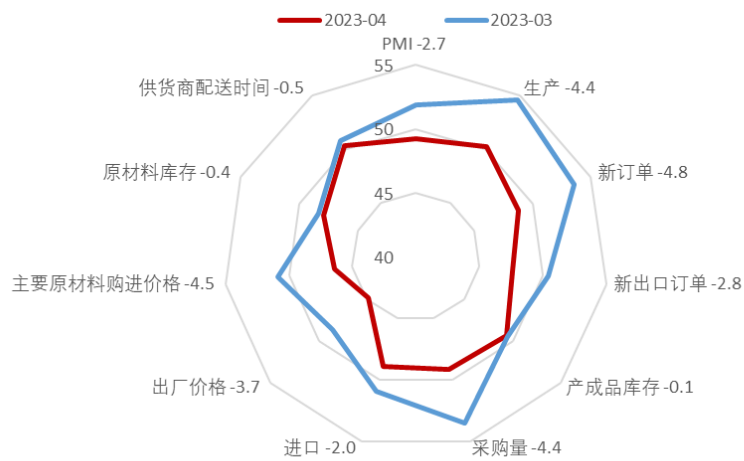
4 月经济是 3 月逻辑的延续，PMI 数据与高频数据均表明当下经济复苏力度减弱，且行业间复苏呈现建筑业>服务业>制造业的分化格局。

各行业 PMI 环比回落，一是前期快速填坑造成了高基数效应，2 月制造业 PMI、3 月服务业、建筑业 PMI 均创下过去 10 年来新高，4 月随着“补偿性”修复结束，经济的环比动能下滑。

二是 4 月历来是产需淡季，有季节性因素影响，如 2015-2019 年间 4 月制造业 PMI 生产和新订单指数均值分别低于 3 月 0.12、0.4 个百分点。

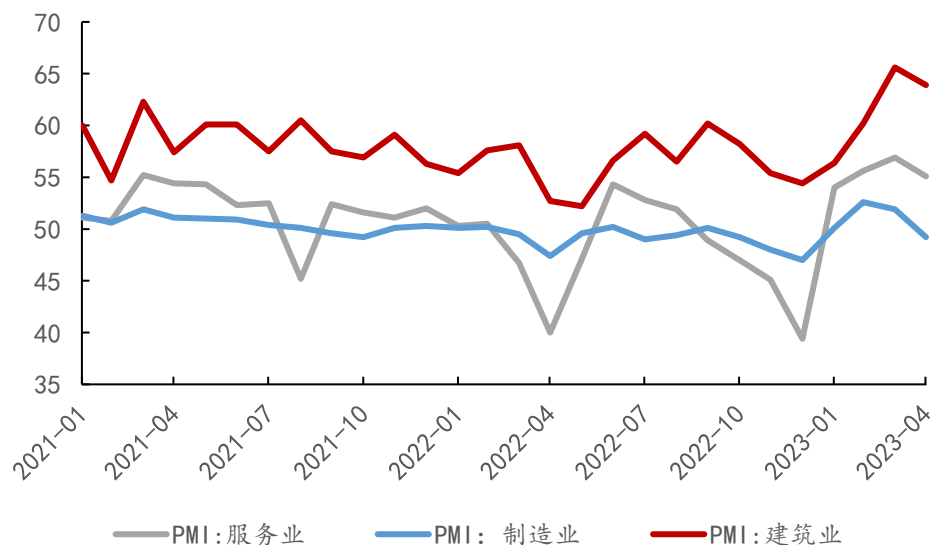
三是经济复苏内生动能不足，产需偏弱。4 月 PMI 超季节性回落表明除受季节性、补偿性等短期因素影响外，也表明当下经济内生动力不足。4 月政治局会议也提到“我国经济内生动力还不强，需求仍然不足”<sup>1</sup>。

图 1：制造业 PMI 分项（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：建筑业 PMI 强于服务业强于制造业（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

<sup>1</sup> 中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作 中共中央总书记习近平主持会议\_要闻最新\_中国政府网 ([www.gov.cn](http://www.gov.cn))

在经济环比动能放缓时，行业间的分化更值得关注。

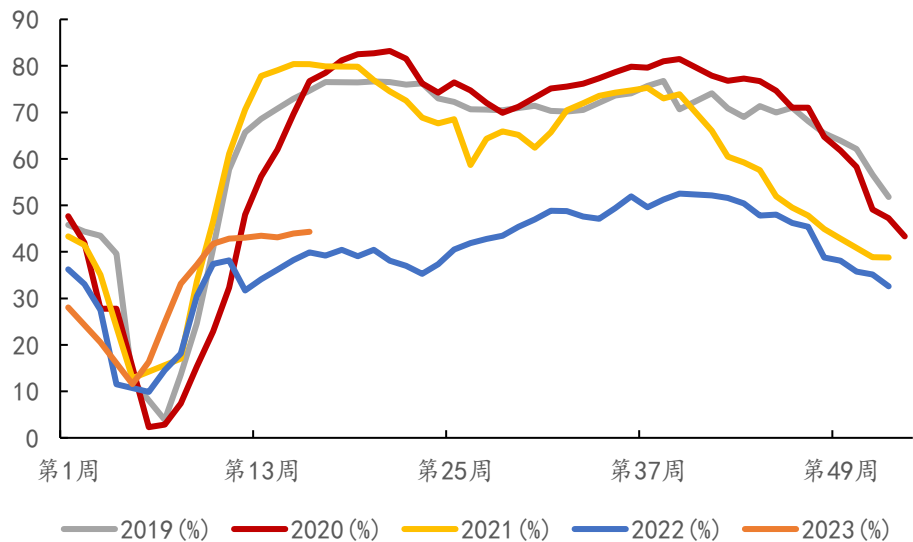
大类行业上，建筑业、服务业、制造业复苏动能依次加快放缓，4月三大行业PMI分别下滑1.7、1.8和2.7个百分点，同时三大行业内部也明显分化。

建筑业的韧性主要来自有政策的支撑基建行业。今年专项债发行节奏继续前置，截止4月30日，wind口径新增专项债发行规模1.57万亿，超过去年同期1726亿元。统计局也表示“4月土木工程建筑业商务活动指数继续高于70.0%，表明随着重大工程建设有序推进，土木工程建筑业施工进度不断加快”<sup>2</sup>。

但在基建投资维持韧性时，房地产投资或持续偏弱，3月房地产建安类支出同比<sup>3</sup>-11.1%表明当下地产施工强度依旧偏弱。4月随着地产销售回落，房地产施工强度或难以出现明显修复，对应于4月建筑安装装饰及其他建筑业的新订单指数、商务活动指数均处于50%以下<sup>4</sup>。

而房建和基建的上游建材重合度较高（如水泥用途中，房地产占22%，基建占30%<sup>5</sup>），受房建拖累，水泥发运率、沥青开工率、螺纹钢表观需求量等指标在4月进入震荡期或略走弱，这也表明目前建筑业的整体施工强度偏弱。考虑到目前政策进入观察期、地方政府土地出让收入大幅回落等，后续建筑业的韧性有待进一步观察。

图 3：水泥发运率仅强于 2022 年同期（单位：%）



资料来源：iFind，天风证券研究所

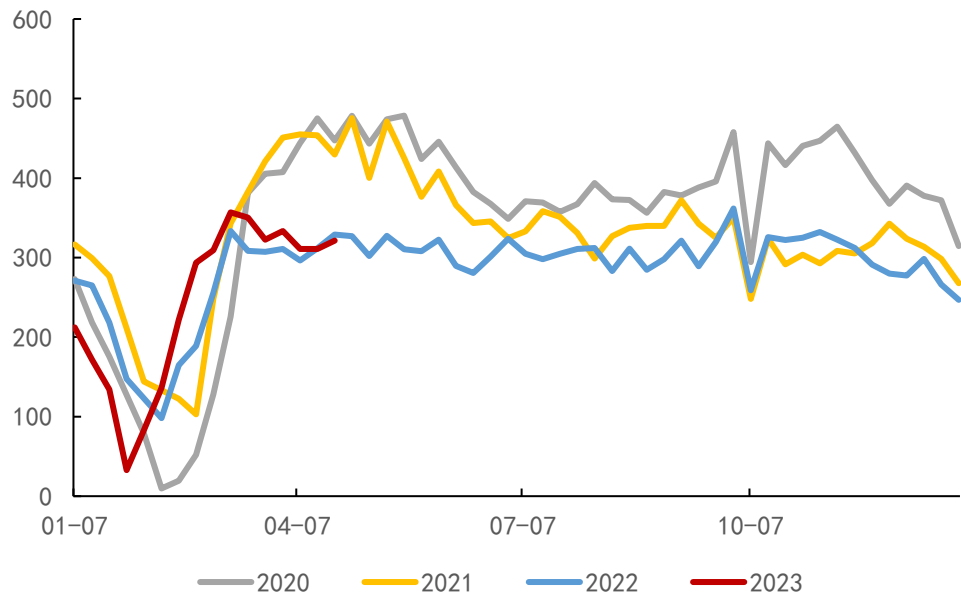
图 4：螺纹钢表观消费量（单位：万吨）

<sup>2</sup> 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 4 月中国采购经理指数 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

<sup>3</sup> 使用累计值加总计算同比，或与统计局公布累计同比增速略有区别。

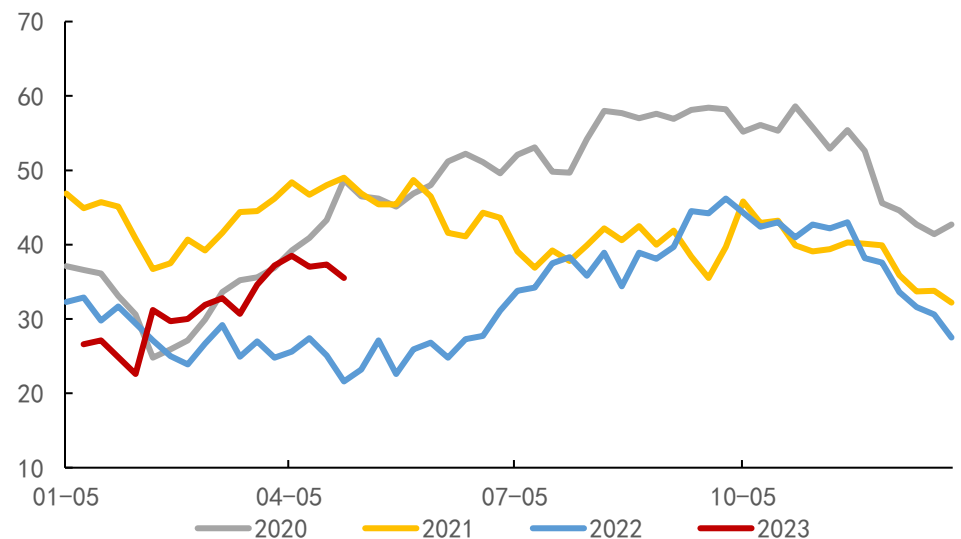
<sup>4</sup> 2023 年 4 月份中国非制造业商务活动指数为 56.4% 联合会快讯 中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

<sup>5</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/UFdYv-Pe766Ek2QETPGdGw>



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 石油沥青产能利用率 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

出行相关行业以及互联网及软件技术服务业是 4 月服务业维持韧性的主要支撑，房地产业则是主要拖累。

出行好与五一假期有关。“五一”作为今年以来居民的第一个中长假期，居民“补偿性”出行推动着以交通运输、住宿为代表的出行相关行业维持较高景气度。央视新闻报道预计“五一”假期有超过 2.4 亿人次出游，将恢复到 2019 年的 104%<sup>6</sup>。美团也表示今年五一居民住宿预订潮相比于 2019 年提前了两周左右<sup>7</sup>。受此影响，4 月交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于 60.0%<sup>8</sup>。

除出行类外，4 月电信运营、互联网及软件技术服务业商务活动指数均保持在 57% 以上的较高水平，新订单指数均保持在 60% 以上的高位<sup>9</sup>，高于服务业平均水平。电信运营、互联网等行业之所以能够维持高位或与年初以来，人工智能等行业快速崛起并驱动相关行

<sup>6</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/bg76RogRSQQDCeLkGhrc6g>

<sup>7</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/H1du5fLwnZC1-XE07hLyDQ>

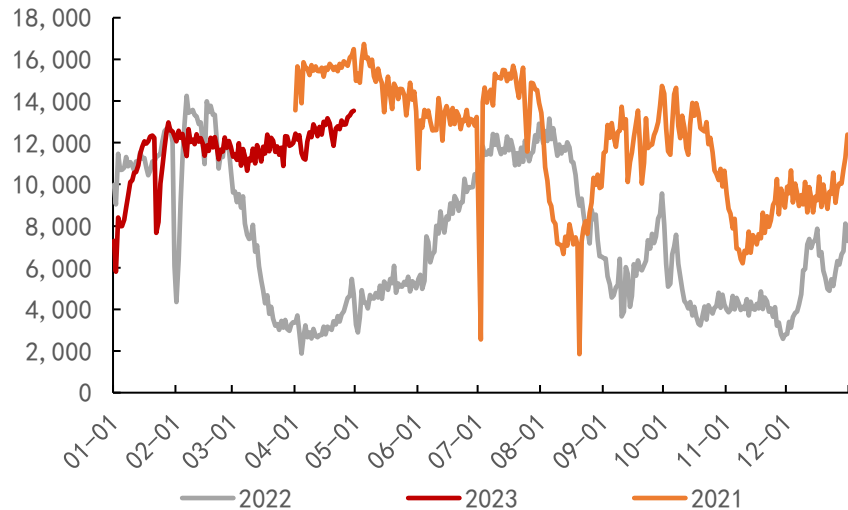
<sup>8</sup> [国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 4 月中国采购经理指数 - 国家统计局 \(stats.gov.cn\)](https://www.stats.gov.cn)

<sup>9</sup> [供需保持较快增长，非制造业恢复节奏较好——2023 年 4 月份非制造业 PMI 分析 联合会快讯 中国物流与采购网 \(chinawuliu.com.cn\)](http://chinawuliu.com.cn)

业加大在该领域的投入有关。另外，年初以来多地也出台了相关政策鼓励人工智能、大数据等行业发展<sup>10</sup>，这也有助于相关行业维持高景气度。如 4 月政治局会议也明确表示要重视通用人工智能发展，营造创新生态<sup>11</sup>。

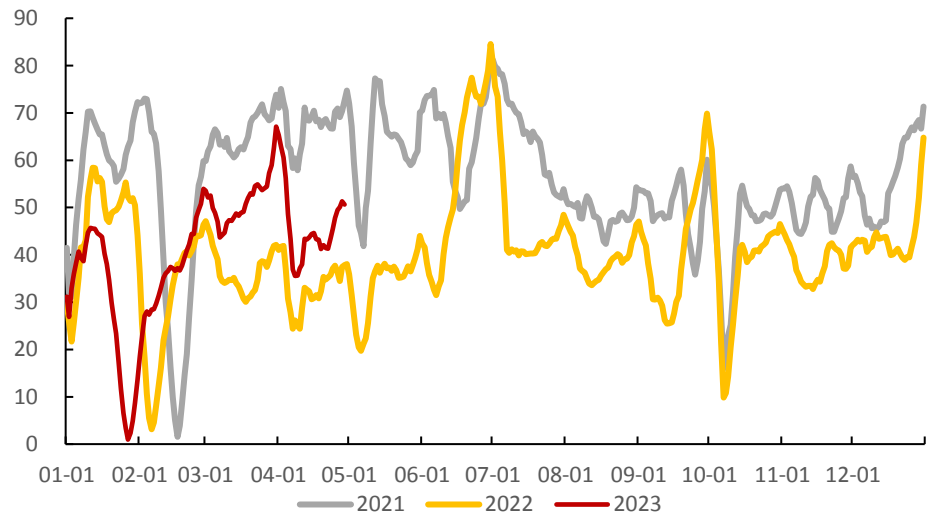
与出行相关行业、人工智能行业相反的是房地产行业。随着居民购房需求在 3 月集中释放，4 月房地产销售有所回落。截止 4 月 29 日，30 大中城市商品房成交面积日均值仅 42.6 万平方米，环比 3 月下滑 11 万平方米。受此影响，4 月房地产业的新订单指数、商务活动指数均处于 50% 以下<sup>12</sup>。

图 6：国内航班执行架次在 4 月持续上行（单位：架次）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：30 大中城市商品房成交面积（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

相比于建筑业和服务业，制造业面临的压力更为明显。4 月制造业 PMI 下滑 2.7 个百分点至 49.2%，其中生产指数和新订单指数分别拉动 PMI 指数下滑 1.1 和 1.44 个百分点，是制造业 PMI 跌破 50% 的主因。

但我们认为制造业跌破荣枯线或主要受短期因素影响，从高频数据等方面看，制造业尚处于缓慢复苏阶段。

<sup>10</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/UFcjtiddnVROpV7HKSX14A>

<sup>11</sup> [中共中央政治局召开会议 分析研究当前经济形势和经济工作 中共中央总书记习近平主持会议 要闻最新\\_中国政府网 \(www.gov.cn\)](http://www.gov.cn)

<sup>12</sup> [2023 年 4 月份中国非制造业商务活动指数为 56.4% 联合会快讯\\_中国物流与采购网 \(chinawuliu.com.cn\)](http://chinawuliu.com.cn)

从历史经验上看，冲高回落与季节性因素在制造业上表现的更为明显，如 2020 年 4 月制造业 PMI 指数、生产指数和需求指数分别回落 1.2、0.4 和 1.8 个百分点，而服务业和制造业当时并未出现该情况。制造业 PMI 在 4 月下行后并未继续向下，而是在 5 月企稳，6 月重新上行。今年 4 月在考虑短期因素后，制造业 PMI 或能够企稳在荣枯线水平，主要表现为复苏节奏放缓。

当然，因为当下国内正处于主动去库存周期，企业营收、利润等均面临一定压力，这会导致制造业相比于基建和服务业面临更大的压力。

3 月工业企业利润总额累计同比下滑 21.4%，营业收入累计同比下滑 0.5%，产成品存货同比从 10.7% 下滑至 9.1%。同时，受此前存量需求释放，新增需求偏弱的影响，目前企业依旧面临着需求端的压力。4 月企业新订单、新出口订单、在手订单分别回落 4.8、2.8 和 2.1 个百分点，调查反映订单不足的企业比重接近 57%，为 2020 年 4 月份以来最高值<sup>13</sup>。

在制造业内部则呈现出装备制造业强于消费品业强于高耗能行业的分化格局。4 月装备制造业、消费品行业和高耗能行业 PMI 分别为 50.1%、49.8% 和 47.9%，低于上月 2.9、2.1 和 3.2 个百分点<sup>14</sup>。

专用设备装备制造业企稳在荣枯线之上，强于制造业平均水准。3 月受前期积压订单集中出口等因素影响，电力机械、器具及电气零件等商品出口同比增长 17.4%<sup>15</sup>，机电产品出口 13.1%。这推动装备制造业 3 月 PMI 维持高位。但 4 月在集中出口效应减弱后，专用设备、电气机械器材等行业产需或有所回落，进而推动装备制造业 PMI 下滑。但受益于政策引导等，目前国内制造业投资依旧位于高位，一季度制造业投资同比增长 7%。内需或支撑装备制造业景气度处于荣枯线之上。

消费品行业接近荣枯线水平，强于制造业平均水准。消费表现弱或有两个原因，一是需求前期冲高造成的高基数，二是国内本轮消费修复分化，服务消费一直强于商品类消费，所以 4 月出行相关服务业依旧能够维持较高的景气度，但是消费品类制造业已经跌破荣枯线水平。

高耗能行业低于制造业平均水准。我们认为以黑色金属冶炼及压延加工业为代表的高耗能行业表现弱是因为缺乏终端需求，4 月水泥发运率、螺纹钢表观消费量等高频数据均表明建筑业目前施工期强度弱，终端需求差。且短期内或难以见到明显好转。

总的来说，4 月 PMI 数据表明随着经济进入第二阶段，各行业正在向各自的潜在运行中枢靠拢，行业间的分化格局加剧。有政策支持的建筑业和疫后复苏韧性更强的服务业强于位于去库存周期的制造业。建筑业中基建强于房建；服务业中出行类服务业和信息服务业强于房地产业；制造业中装备制造业强于消费类制造业强于高耗能制造业。

<sup>13</sup> 指数有所回落 经济恢复动力需巩固——2023 年 4 月份制造业 PMI 分析\_联合会快讯\_中国物流与采购网 ([chinawuli.com.cn](http://chinawuli.com.cn))

<sup>14</sup> 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 4 月中国采购经理指数 - 国家统计局 ([stats.gov.cn](http://stats.gov.cn))

<sup>15</sup> 这里指：HS 口径第 77 章电力机械、器具及电气零件的同比增速



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com