

## 4月PMI：二季度经济修复的斜率有所放缓

### 核心观点

4月中采制造业PMI指数录得49.2%，较前值回落2.7个百分点，是历史上4月份回落幅度最大的一次，制造业景气水平有所回落。其中，新订单指数大幅下降4.8个百分点至48.8%，需求扩张速度放缓，4月房地产市场有所降温，工业企业利润负增长对制造业投资亦形成一定制约。大型企业PMI下降4.3个百分点至49.3%，大企业引领增长的势头有所放缓。生产指数下降4.4个百分点至50.2%，下游需求回升不及预期，叠加PPI持续回落导致利润空间收窄，工业生产热情有所降温。

进入二季度，经济修复的斜率有所放缓，结构调整在财税货币信贷支持下继续推进，部分领域出现产能过剩，价格呈现下行趋势。制造业投资既有政策支持也有产能相对过剩困扰，制造业成为最不确定性变量，我们倾向于增速逐渐回落。经济向上和向下弹性都不大，但阶段性减退税降费退坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。我们认为，下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

#### □ 订单指数显著回落，需求扩张速度放缓

4月新订单指数下降2.4个百分点至48.8%，市场需求释放不足，订单指数落入收缩区间。我们认为原因有二：其一，工业企业利润负增长对资本开支形成一定制约，一季度工业企业利润同比下降21.4%，企业盈利承压，4月大型企业PMI下降4.3个百分点至49.3%，资本开支意愿下降。其二，房地产市场较3月有所降温，30大中城市商品房成交面积显著回落，二手房价格指数亦有所下行，产业链条尤其是新开工面积较差对需求复苏形成一定掣肘。消费方面，汽车市场依然承压，乘联会预计4月狭义乘用车销量环比减少1.3%，经销商仍面临去库压力。

#### □ 需求不足利润收窄，工业生产热情降温

4月生产指数下行4.4个百分点至50.2%，下游需求回升不及预期，叠加PPI持续回落导致利润空间收窄，工业生产热情有所降温。高频数据显示，4月南方八省日耗煤低于2021年同期水平；4月高炉开工率持续上行，粗钢产量随之增长，但下游钢材厂开工率开始回落，螺纹钢产量小幅下降。基建产业链方面，水泥发运率、石油沥青装置开工率季节性回升，但远低于2021年同期水平。PTA产业链景气度较高，汽车全钢胎、半钢胎开工率环比小幅回落。

#### □ 价格指数继续回落，去库周期依然维持

4月主要原材料购进价格指数回落4.5个百分点至46.4%、出厂价格指数下降3.7个百分点至44.9%，提示PPI继续寻底。由于4月国内经济景气度边际回落、建筑建材需求不及预期，螺纹钢、水泥等国内定价大宗品价格有所回落。受OPEC+减产影响，原油价格有所回升，有色金属受益于低库存水平价格也保持稳定。4月原材料库存指数回落0.4个百分点至47.9%，产成品库存下降0.1个百分点至49.4%，显示工业企业仍处于主动去库阶段，盈利水平短期内依然承压。

#### □ 二季度经济修复的斜率有所放缓

4月制造业PMI录得49.2%，回落幅度较大，制造业景气水平有所回落，非制造业PMI录得56.4%，环比下降1.8个百分点，维持较高景气度。我们认为，2023年上半年经济呈现弱修复态势，虽然居民出行、旅游等消费回归正常化对服务业有一定支撑，但汽车、通讯器材等耐用品消费依然偏弱，企业信心仍存不足，资本开支意愿改善幅度有限。4月政治局会议提及的逆政策工具相对谨慎，结构大于整体，预计后续经济基本面维持弱修复态势。

制造业投资既有政策支持也有产能相对过剩困扰，制造业成为最不确定性变量，我们倾向于增速逐渐回落。经济向上和向下弹性都不大，但阶段性减退税降费退

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张迪

执业证书号：S1230520080001

zhangdi@stocke.com.cn

### 相关报告

- 《政治局会议有哪些值得关注？》 2023.04.28
- 《盈利筑底回升，去库仍在延续》 2023.04.27
- 《财政发力推升内需，关注财政货币配合——2023年3月财政数据的背后》 2023.04.19

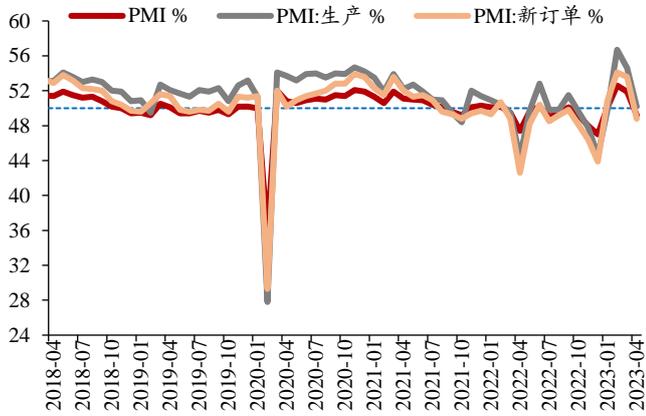
坡后，企业盈利下行是务必要解决的问题。我们认为，下半年美联储加息暂缓后，中国将受益于国际收支、汇率改善，货币政策空间打开，形成降息预期，国内利率债和成长股受益。

□ **风险提示**

消费者信心恢复不及预期；大国博弈超预期。

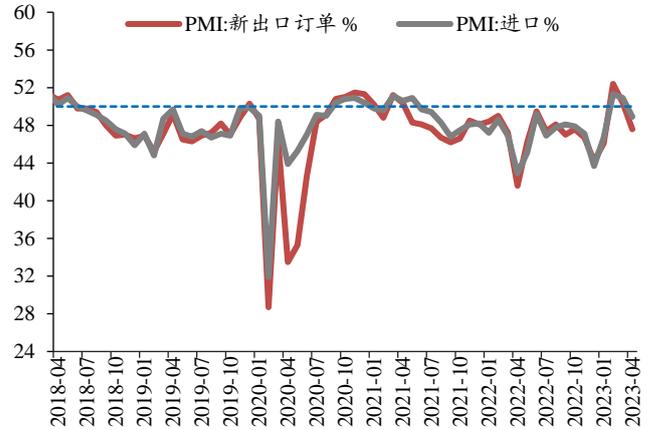
重要图表

图1: 制造业 PMI 及生产指数、新订单指数



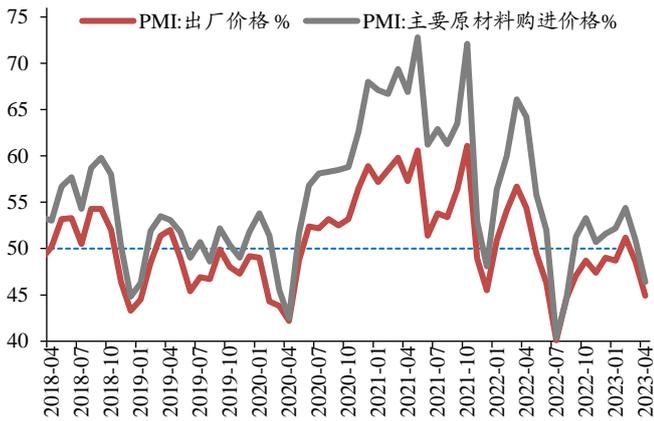
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 制造业新出口订单指数及进口指数



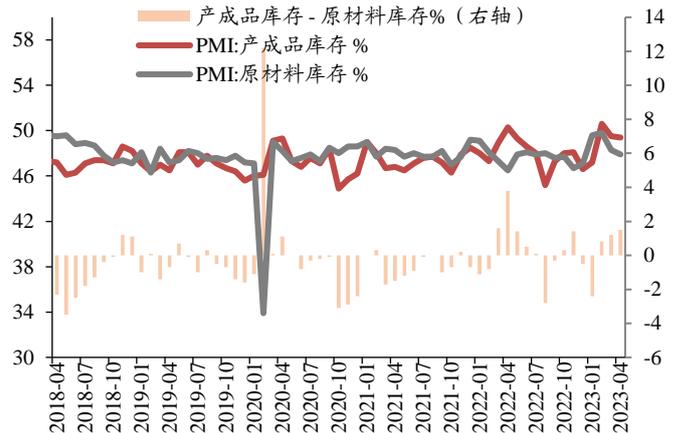
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图3: 制造业 PMI 价格指数



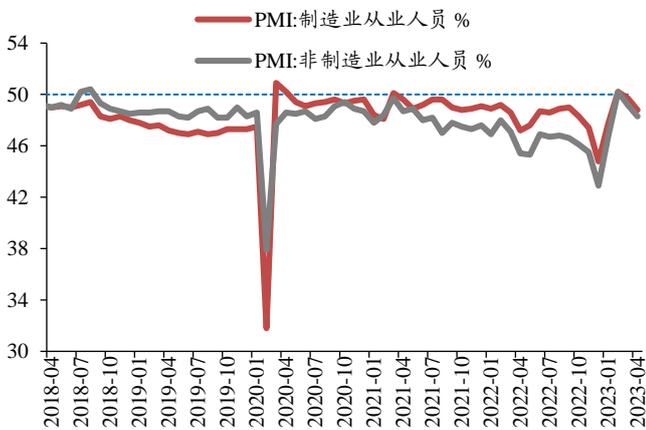
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 制造业库存指数



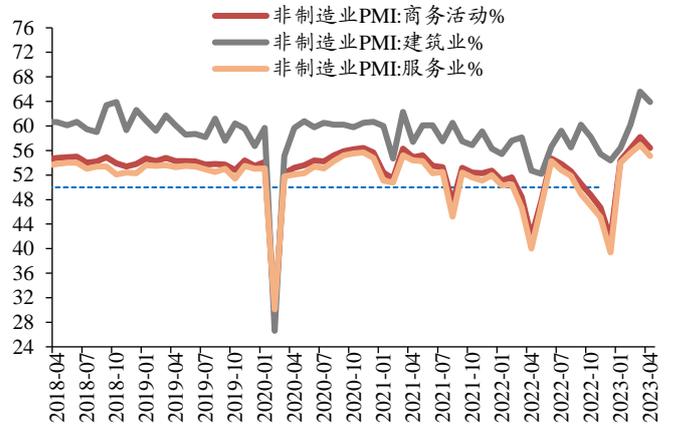
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5: 从业人员指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6: 非制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>