

非对称复苏的印证 ——2023年4月 PMI 数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

要点

2023年4月，官方制造业 PMI、建筑业 PMI 与服务业 PMI 分别为 49.6、63.9 和 55.1，环比分别下降 2.7、1.7 和 1.8 个点。制造业 PMI 景气度明显低于历史同期，服务业与建筑业则处于历史高位水平。

- **一季度经济数据公布后，市场定价经济复苏斜率放缓，这在 4 月 PMI 数据中得到印证。不过非制造业景气度明显高于制造业，经济非对称复苏的特征明显。** 时隔 3 个月，制造业 PMI 再度降至荣枯线以下，从各分项指数看，制造业具有典型的主动去库存特征。特别是制造业新出口订单指数连续两个月回落，4 月跌破荣枯线降至 47.6，意味着 3 月出口的异常强劲难持续。相对于制造业，4 月非制造业的景气度更高，支撑经济弱复苏，推动因素包括基建投资在稳增长中继续扮演关键角色、服务业的积压需求释放等。今年“五一”出行人数高增，有望推动 5 月服务业 PMI 进一步回升。4 月官方制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数均环比下降 0.9，表明在需求相对偏弱、企业预期仍待修复的情况下，企业新增用工的意愿走低，稳就业必要性进一步提升。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

相关报告

内容目录

1. 制造业主动去库存	- 4 -
2. 非制造业支撑经济弱复苏	- 5 -
3. 稳就业必要性进一步上升	- 6 -

图表目录

图表 1: 3 月出口高增主要受春节滞后影响, 将回归由外需主导	- 4 -
图表 2: 制造业 PMI 显示经济处于主动去库存阶段.....	- 5 -
图表 3: 建筑业与服务业支撑经济弱复苏	- 6 -

一季度 GDP 增速超预期,但 3 月主要经济指标走势分化,如果看两年平均,供、需两端主要指标中,3 月仅基建投资增速回升。从数据公布后股、债的走势看,市场定价复苏的斜率将放缓。4 月政治局会议指出“当前我国经济运行好转主要是恢复性的,内生动力还不强,需求仍然不足”,对经济形势的判断相对谨慎。

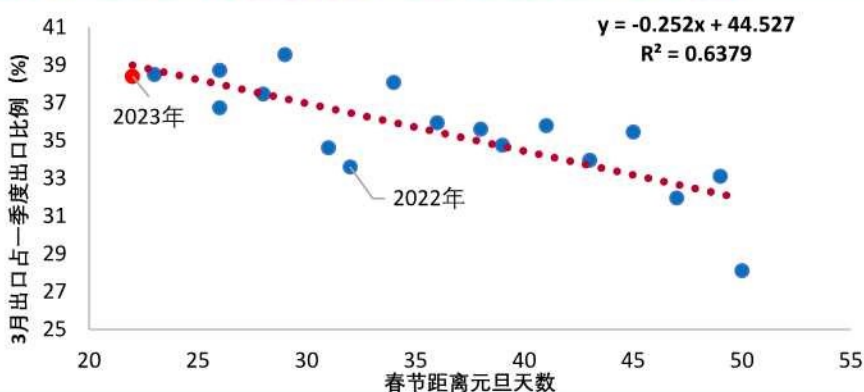
2023 年 4 月官方 PMI 的超季节性回落,印证了经济复苏斜率放缓,不过非制造业景气度明显高于制造业的,非对称复苏的特征明显。4 月官方制造业 PMI、建筑业 PMI 和服务业 PMI,分别为 49.2、63.9、55.1,较上月分别回落 2.7、1.7 和 1.8。上述三个指标的回落幅度均高于历史同期水平,2015 年-2019 年,4 月制造业、建筑业和服务业的 PMI,较 3 月均值分别回落 0.5、回升 1.1 和回落 0.4。不过和 2015 年-2019 年的同期均值相比,2023 年 4 月制造业景气度明显偏低,而建筑业和服务业的相对更高,非制造业支撑当前的经济弱复苏。

1. 制造业主动去库存

时隔 3 个月,制造业 PMI 再度降至荣枯线以下。构成制造业 PMI 的五个分项指数中,生产指数从上月的 54.6 下降至 50.2,新订单指数从上月的 53.6 下降至 48.8,两者共拖累 4 月制造业 PMI 下滑 2.5,贡献了其环比降幅的九成。疫情期间的积压需求释放后,需求开始向内生动能回归,终端需求不足叠加高库存,抑制了制造业企业的生产意愿。

新出口订单指数连续两个月回落,2023 年 4 月跌破荣枯线降至 47.6,意味着 3 月出口强劲难持续。2022 年四季度以来,中国出口步入下行周期,但今年 3 月出口的异常强劲,再度引发市场关注。在《中国出口下一步》中,我们通过回归分析发现,3 月出口强劲主要是因为今年春节较早,出口产品技术升级、积极发展新的贸易伙伴等中长期因素,难以解释 3 月出口如此大幅的异常波动。在春节的滞后影响消退后,出口趋势将回归由外需主导。作为外需的重要参考指标,新出口订单指数连续两个月回落,且 4 月再度跌破荣枯线,或表明不宜低估中国出口的下行压力。

图表 1: 3 月出口高增主要受春节滞后影响,将回归由外需主导



来源: WIND, 中泰证券研究所

弱需求也体现在制造业 PMI 的两个价格分项指数上。2023 年 4 月,制造业 PMI 出厂价格指数从上月的 48.6 回落至 44.9,主要原材料购进价格指数从 50.9 回落至 46.4,都是最近半年以来的最大环比降幅。除了国际大宗商品价格波动外,

也和国内终端需求偏弱有关，比如房地产新开工低迷，导致黑色金属冶炼及压延加工的两个价格指数都降至 30 以下。由于上游原材料行业多为大企业，价格低迷可能是 4 月大型制造业企业 PMI 环比降幅（4.1），明显高于中型（1.1）、小型（1.4）制造业 PMI 环比降幅的最主要原因。

根据 PPI 环比和 PMI 出厂价格指数的相关性，估算得 4 月 PPI 环比为-0.6%，累乘法估算得 4 月 PPI 同比进一步下降至-3.6%。

当前经济处于疫后恢复阶段，居于非稳定状态，不同指标显示的库存周期分化，我们认为处于主动去库存的概率更高。从 3 月工业企业的财务数据看，用 PPI 同比平减后的营收增速回升、库存同比回落，具有被动去库存的特征，但当前供、需的实际情况，和由需求强劲推动的典型被动去库存并不相同。

从 2023 年 4 月制造业 PMI 的分项指数看，主动去库存的特征明显。内需（从 53.6 降至 48.8）、外需（从 50.4 降至 47.6）同步下降后，企业在手订单减少（从 48.9 降至 46.8），于是减少了采购（从 53.5 降至 49.1）和进口（50.9 降至 48.9），原材料价格下降（从 50.9 降至 46.4）、库存减少（从 48.3 降至 47.9），生产活动放缓（从 54.6 降至 50.2），产成品为了去库存（从 49.5 降至 49.4）降价销售（从 48.6 下降至 44.9）。

图表 2：制造业 PMI 显示经济处于主动去库存阶段



来源：WIND，中泰证券研究所

2. 非制造业支撑经济弱复苏

和制造业景气度明显低于历史同期不同，PMI 显示 2023 年 4 月服务业和建筑业的景气度处于历史同期高位。对比 2015 年-2019 年的同期平均水平，可发现 2023 年 4 月制造业的景气度明显偏弱，4 月制造业 PMI 低于历史同期均值，而建筑业 PMI 与服务业 PMI 都相对更高，且均处于高位扩张区间，支撑经济弱复苏。

图表 3: 建筑业与服务业支撑经济弱复苏


来源: WIND, 中泰证券研究所

导致制造业和非制造业景气度分化的原因:一是基建投资在稳增长中继续扮演关键作用。今年3月全口径基建投资两年平均同比为10.8%，高于1-2月的两年平均同比10.4%。与之相对应的是，今年一季度建筑业PMI分别为56.4、60.2、65.6，4月小幅回落至63.9，但仍然处于高位。在房地产建安投资尚未明显改善的情况下，建筑业回温更多与基建投资相关。

国家统计局领导在解读数据时称，4月土木工程建筑业商务活动指数继续高于70，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。2022年下半年通过政策性开发性金融工具为基建项目补充资本金7399亿，资本金压力缓解后，年内全口径基建投资有望维持8%-10%的高增长。

二是服务业需求继续释放。相比于制造业，疫情对服务业消费场景的冲击更大，因此疫后服务业恢复的弹性更大，这也体现在3月社会消费品零售总额中，餐饮收入增速明显高于商品零售的。4月服务业PMI为55.1，虽然环比下降1.8，但仍接近2021年-2022年的最高值（仅低于2021年3月的55.2），服务业消费需求继续释放。4月与居民出行、消费密切相关的交通运输、住宿、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于60.0%，业务总量明显增长。

“五一”长假有望推动服务业PMI进一步回升。PMI的统计周期是上月26日至本月25日，今年“五一”假期虽然开始于4月29日，但它对PMI的影响主要体现在5月数据里。第三方平台数据显示，五一假期商旅服务增长明显，如同程旅行数据显示，4月29日平台景区门票订单量较2019年同期增长超过500%，酒店、大交通预订量也超过2019年同期水平。

3. 稳就业必要性进一步提升

4月官方PMI反映的就业压力同样值得关注。今年以来就业的结构性压力持续凸显，25-59岁人口的调查失业率逐步接近正常水平，但16-24岁青年人口的调查失业率快速走高。2023年4月，制造业PMI从业人员指数从前值49.7下降至48.8，非制造业PMI从业人员指数从49.2下降至48.3，表明在需求相对偏弱、企业预期仍待修复的情况下，企业新增用工的意愿走低，稳就业必要性进一步上升。近期政治局会议、国常会都重点提及稳就业，国办下发11号文促进稳就业，相关政策的部署落实，对于稳就业和促进消费恢复都具有积极意义。

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
 。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。