

制造业重回收缩区间，非制造业维持韧性

——4月PMI数据点评

相关研究：

1. 《景气度弱复苏，企业主动补库意愿不强》 2022.09.06
2. 《供需两弱，企业当前在被动补库》 2022.11.01
3. 《预期正好转》 2023.02.01
4. 《PMI创新高，建筑业景气度回升明显》 2023.03.02

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

4月制造业PMI录得49.2，前值为51.9；服务业PMI录得55.1，前值为56.9。

□ 制造业回落至收缩区间

4月官方制造业PMI录得49.2，前值为51.9，从今年一季度以来的扩张区间重新回落至收缩区间。这或许意味着前期受压制的需求释放进入尾声，未来的宏观经济运行逻辑将回归内生动能的改善。从供需两端看，4月制造业供需一齐走弱，但生产端的表现仍然要略强于需求端。这一特征也从今年2月延续至今，4月当月PMI生产指数录得50.2，PMI新订单指数录得48.8，生产指数运行于荣枯线之上，而表征需求的新订单指数已降至荣枯线之下。对比今年一季度PMI生产指数分别录得49.8、56.7、54.6，PMI新订单指数分别录得50.9、54.1、53.6。从侧面也表明内生性需求不足可能是当前经济修复进程上的主要矛盾。在4月28日召开的中央政治局会议上也指出，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。”

□ 非制造业PMI继续上扬

非制造业的景气度要高于制造业。4月非制造业PMI商务活动指数录得56.4，非制造业PMI建筑业指数录得63.9，非制造业PMI服务业指数录得55.1。三者均维持在扩张区间，但边际上都较前值有所回落，商务活动、建筑业和制造业分别回落1.8pct、1.7pct和1.8pct。我们认为二季度的非制造业PMI指数仍将保持在较高水平。一方面，对比一季度市场表现的担忧情绪，二季度经济运行的确定性更高，此处的确定性既来自于政府政策稳经济、扩内需的决心和手段，又来自于企业经营状况的改善带动的企业和居民部门收入的改善，还来自于对于新一轮疫情高峰对经济形成冲击的忧虑的减退。我们认为二季度将是检验国内经济成色的关键窗口期，内生动能的恢复程度究竟如何也将成为左右资本市场表现的重要参考。

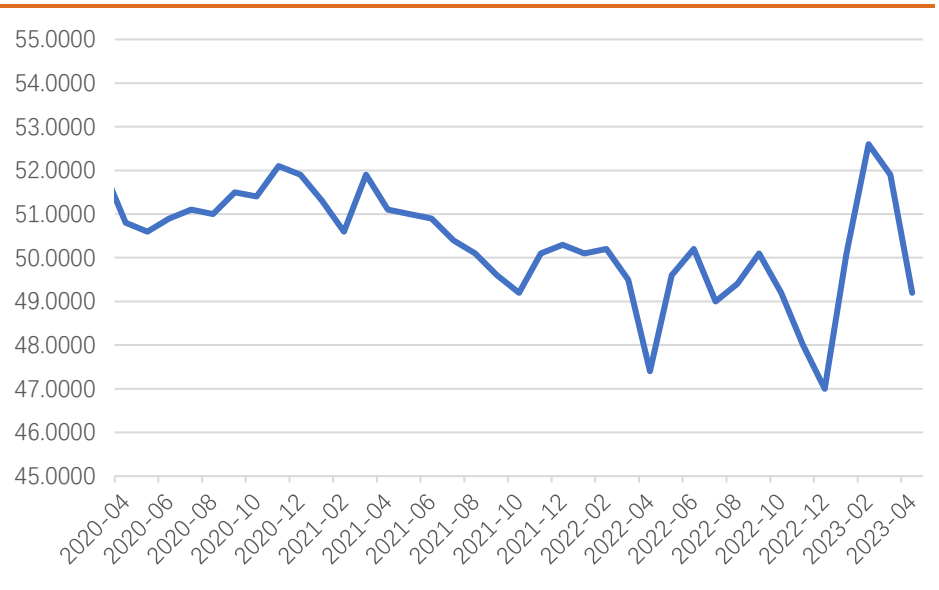
□ 风险提示

消费者信心恢复不及预期；外需回落超预期。

1 制造业回落至收缩区间

4月官方制造业PMI录得49.2，前值为51.9，从今年一季度以来的扩张区间重新回落至收缩区间。这或许意味着前期受压制的需求释放进入尾声，未来的宏观经济运行逻辑将回归内生动能的改善。

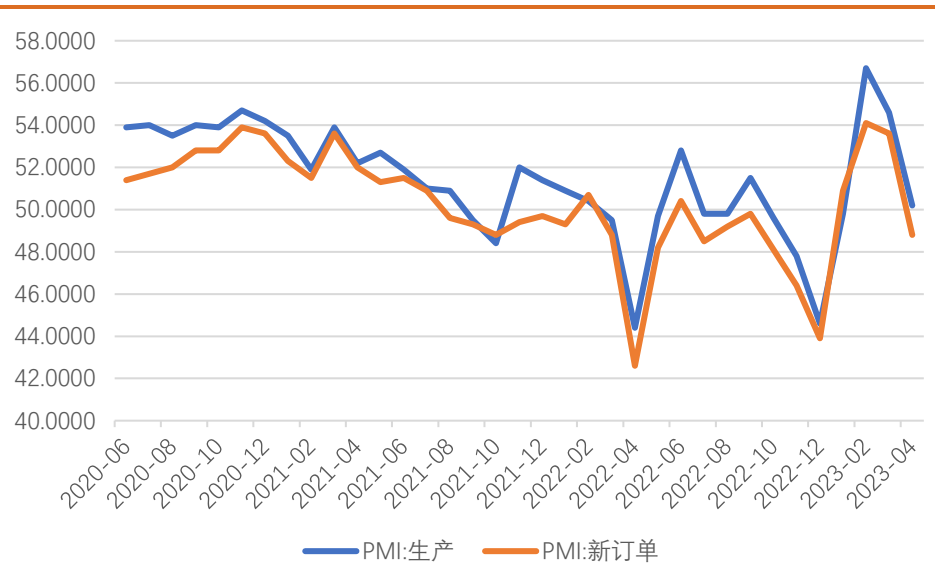
图1 我国制造业PMI走势(%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

从供需两端看，4月制造业供需一齐走弱，但生产端的表现仍然要略强于需求端。这一特征也从今年2月延续至今，4月当月PMI生产指数录得50.2，PMI新订单指数录得48.8，生产指数运行于荣枯线之上，而表征需求的新订单指数已降至荣枯线之下。对比今年一季度PMI生产指数分别录得49.8、56.7、54.6，PMI新订单指数分别录得50.9、54.1、53.6。从侧面也表明内生性需求不足可能是当前经济修复进程上的主要矛盾。在4月28日召开的中央政治局会议上也指出，“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力。”

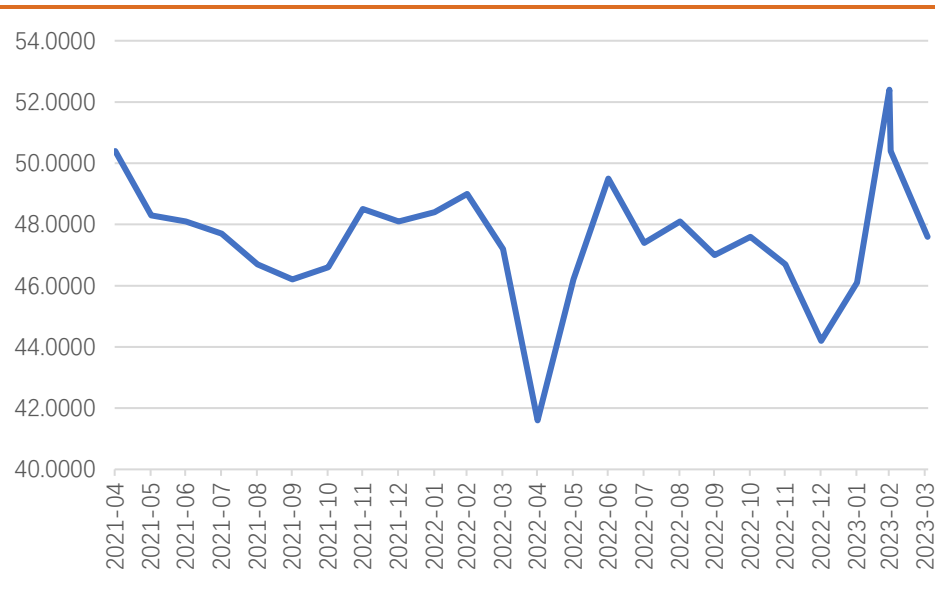
图 2 PMI 生产和新订单指数 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

另一值得关注的是，表征外需的 PMI 新出口订单指数也边际回落，从上月 50.4 的水平降至 47.6，重回荣枯线之下。一般来说，新出口订单指数是出口的前瞻指标，3 月我国对外出口的超预期增长也能从一季度表现较好的 PMI 新出口订单指数窥探一二。但 4 月新出口订单的下滑也意味着外需疲弱难以证伪，映射至未来我国的出口环境将进一步承压，大概率无法延续三月份表现出的强势。另一方面，美联储在 5 月决定加息 25bp 后也极可能暂缓加息的步伐，且不排除在下半年出现降息的可能。美联储在官方表态中已删去“适宜进一步加息”的措辞，暗示加息周期已近尾声。加息结束并不意味着降息周期的开启，虽然美国就业市场仍表现出韧性，但其制造业的下滑，以及超额储蓄的快速消耗也将在加剧美国衰退预期。

图 3 我国出口金额累计同比 (%)

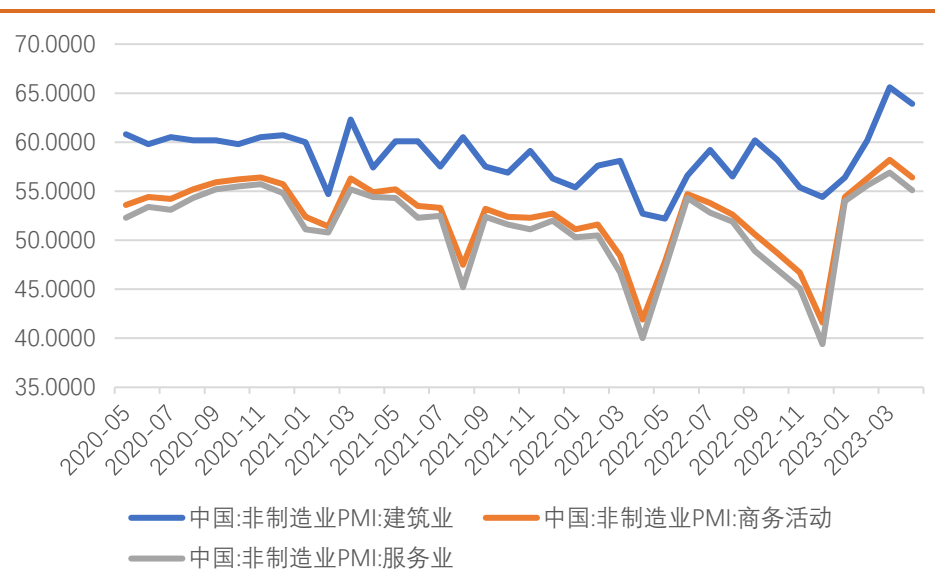


资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 非制造业维持韧性

非制造业的景气度要高于制造业。4月非制造业 PMI 商务活动指数录得 56.4，非制造业 PMI 建筑业指数录得 63.9，非制造业 PMI 服务业指数录得 55.1。三者均维持在扩张区间，但边际上都较前值有所回落，商务活动、建筑业和制造业分别回落 1.8pct、1.7pct 和 1.8pct。

图 4 PMI 非制造业 (%)

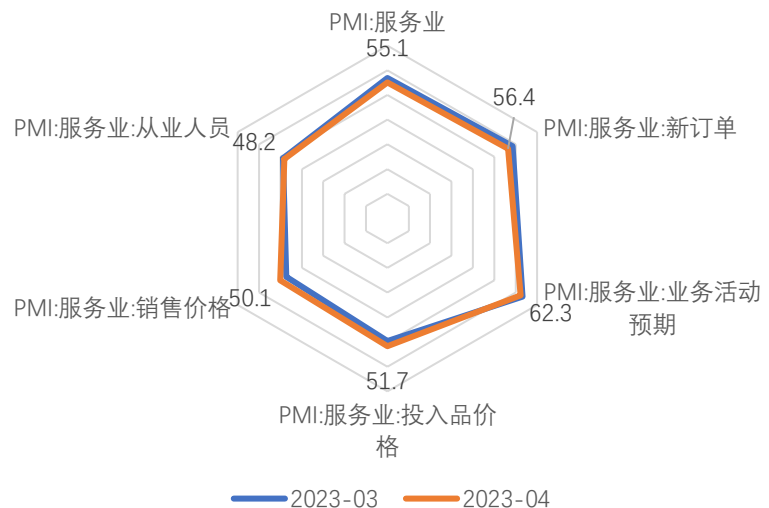


资料来源：Wind、湘财证券研究所

非制造业表现的相对强势也在情理之中。一是疫情期间被积压的需求在去年四季度防疫放开后面临着需求的集中释放，直接体现到商务活动、建筑业和服务业的快速回暖；二是天气转暖的季节性因素促进了春节的开工行情；三是房地产市场开始边际转暖叠加基建投资维持高增速，带动了建筑业的高景气，从数据上也可以发现，建筑业的 PMI 读数也是非制造业 PMI 中表现最好的。

我们认为二季度的非制造业 PMI 指数仍将保持在较高水平。一方面，对比一季度市场表现的担忧情绪，二季度经济运行的确定性更高，此处的确定性既来自于政府政策稳经济、扩内需的决心和手段，又来自于企业经营状况的改善带动的企业和居民部门收入的改善，还来自于对于新一轮疫情高峰对经济形成冲击的忧虑的减退。目前可以观测到，居民对于疫情的担忧程度已经大幅下降，“51 黄金周”期间表现出的交通出行、旅游消费的报复式反弹已经证明了这点。经文化和旅游部数据中心测算，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，同比增长 70.83%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 119.09%；实现国内旅游收入 1480.56 亿元，同比增长 128.90%，按可比口径恢复至 2019 年同期的 100.66%。刨去黄金周的季节性因素，我们认为二季度将是检验国内经济成色的关键窗口期，内生动能的恢复程度究竟如何也将成为左右资本市场表现的重要参考。

图 5 PMI 服务业及其分项 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

3 风险提示

消费者信心恢复不及预期；外需回落超预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。