

相关研究

《我国从俄、乌进口什么？——图说宏观第55期》2022.01.25

《面对疫情：人均医疗资源的对比——图说宏观第54期》2022.01.24

《央行发布会的四个信号》2022.01.18

二季度经济：斜率或放缓 ——4月全国PMI数据解读

投资要点：

- 2023年4月份，制造业PMI为49.2%，比上月下降2.7个百分点，建筑业、服务业的商务活动指数分别为63.9%、55.1%，比上月下降1.7个、1.8个百分点。
- 4月制造业PMI降至收缩区间，低于近年同期均值。究其原因，今年以来经济恢复性好转，但是内生动力还不强，需求仍然不足。尤其是步入四月，前期积压需求的推动作用开始弱化，房地产需求不及近年同期水平。
- **供需指数回落，降幅强于季节性，表现偏低。**接下来，房地产修复放缓或是需求端的主要拖累。此外，新出口订单指数下滑，考虑到需求端的降温是大趋势，出口或仍面临下行压力。
- 在非制造业，服务业指数小幅下滑，但仍处高位。随着消费场景的恢复，居民出行意愿较高，铁路、航空等交通运输业以及住宿、餐饮、文体娱乐等密集型行业指数继续回升。
- 房地产行业指数回落，景气收缩。我们认为，接下来房地产的修复速度或有所放缓。一方面，前期积压需求的推动作用将会弱化。另一方面，出险房企的出清仍在继续，居民对新房保交付依然存在担忧。此外，建筑业指数仍处于高景气区间，表明随着重大工程建设有序推进，基建仍对经济增长形成有力支撑。
- 总结来看，二季度经济修复的斜率或将放缓，尤其是地产积累需求集中释放后，会有边际回落，出口仍然面临压力，消费缓慢改善。所以，稳增长基调延续，短期政策不太可能转向收紧，但是也难有增量刺激政策。

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:侯欢

Tel:(021)23154658

Email:hh13288@haitong.com

证书:S0850522080004

目 录

1. 制造业 PMI: 高位回落, 景气收缩	4
2. 供需回落, 需求不足	5
3. 价格下滑, 库存回落	5
4. 非制造业: 小幅下滑, 仍处高位	6

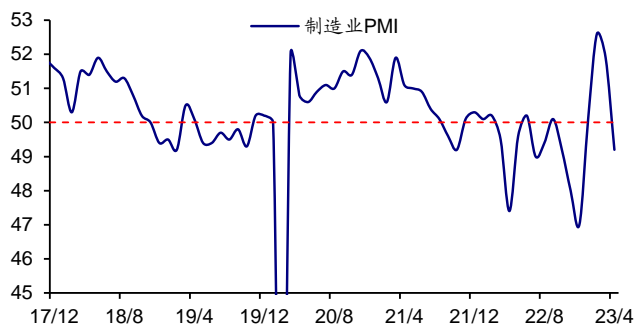
图目录

图 1	全国制造业 PMI (%)	4
图 2	近年各月制造业 PMI (%)	4
图 3	制造业 PMI 及分项指标 (%)	4
图 4	制造业 PMI: 生产指数 (%)	5
图 5	制造业 PMI: 新订单指数 (%)	5
图 6	制造业 PMI: 新订单和新出口订单指数 (%)	5
图 7	制造业 PMI: 购进价格、出厂价格指数 (%)	6
图 8	制造业 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比 (%)	6
图 9	制造业 PMI: 采购量、原材料库存和产成品库存 (%)	6
图 10	非制造业 PMI 与服务业 PMI (%)	7
图 11	非制造业 PMI: 服务业 (%)	7
图 12	非制造业 PMI: 建筑业 (%)	7
图 13	30 大中城市商品房日均成交面积: 周度 (万平方米)	7

1. 制造业 PMI：高位回落，景气收缩

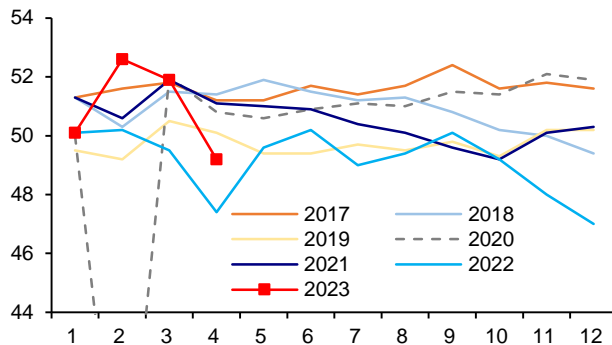
2023年4月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.2%，比上月下降2.7个百分点。目前PMI降至收缩区间，低于近年同期均值，反映制造业景气收缩，表现偏低。究其原因，今年以来经济恢复性好转，但是内生动力还不强，需求仍然不足。尤其是步入四月，前期积压需求的推动作用开始弱化，房地产需求不及近年同期水平。

图1 全国制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 近年各月制造业 PMI (%)

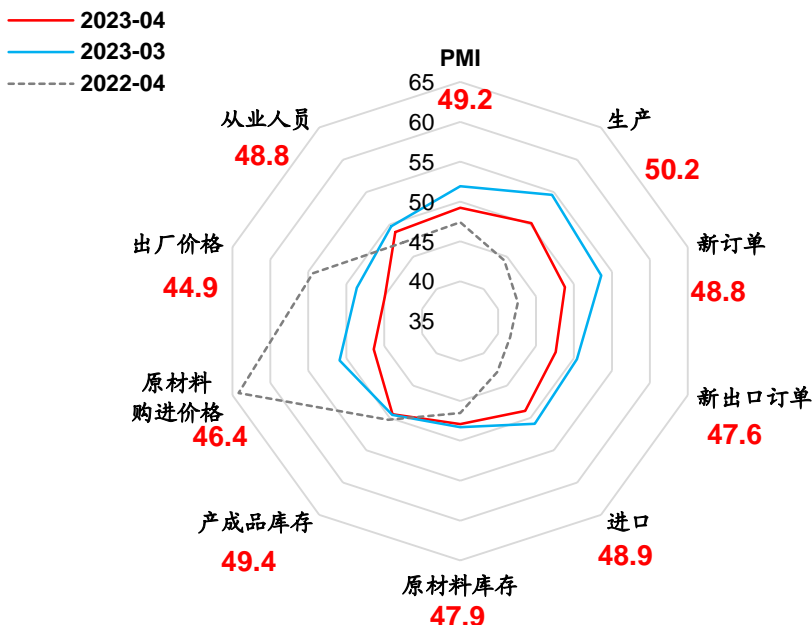


资料来源：Wind，海通证券研究所

从构成 PMI 的主要分项指标看，4月新订单、生产、从业人员、原材料库存指数均有所回落，其中新订单、生产指数分别下拉本月制造业 PMI 1.44 个、1.1 个百分点，是主要拖累因素。

根据中采咨询数据，分行业看，本月制造业 PMI 最高的 4 个行业为有色、非金属、服装、专用设备，环比最好的 3 个行业为有色、食品、纺织等。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 49.3%、49.2% 和 49.0%，低于上月 4.3、1.1 和 1.4 个百分点，均回落至收缩区间。

图3 制造业 PMI 及分项指标 (%)

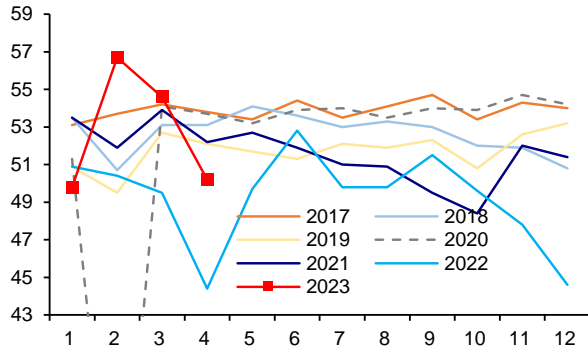


资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 供需回落，需求不足

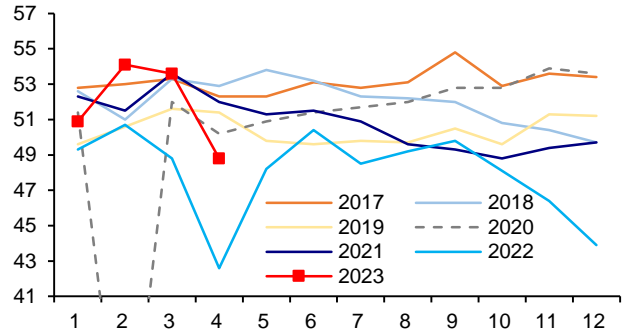
供需回落，降幅强于季节性。4月生产指数和新订单指数分别为50.2%和48.8%，比上月回落4.4和4.8个百分点。供需指数的降幅均强于季节性，表现不及近年同期均值水平。接下来，房地产修复放缓或是需求端的主要拖累。

图4 制造业 PMI: 生产指数 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

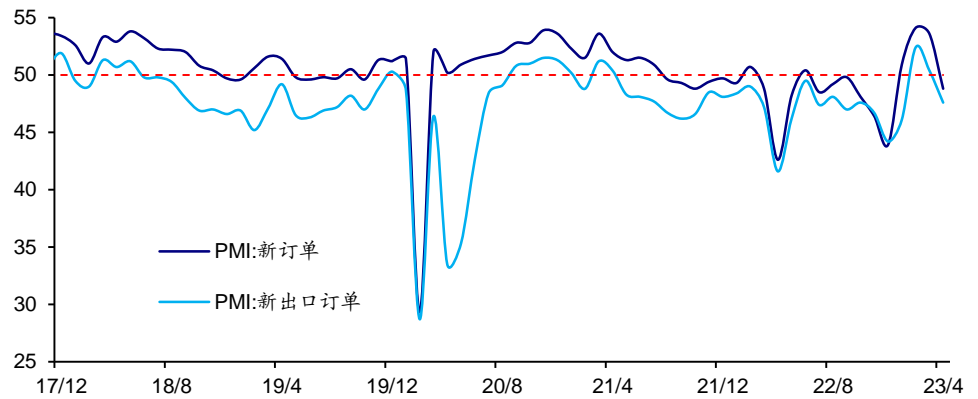
图5 制造业 PMI: 新订单指数 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

出口或仍面临下行压力。4月新出口订单指数为47.6%，相比上月的50.4%下降2.8个百分点。我们在报告《经济到底怎么样?》中指出，欧美等发达经济体当前都普遍面临通胀压力，货币政策都在收紧，需求端的降温是大趋势。而欧美在全球终端消费需求中占比高达50%附近，势必会对全球需求构成拖累。预计接下来我国出口仍然面临下行压力。

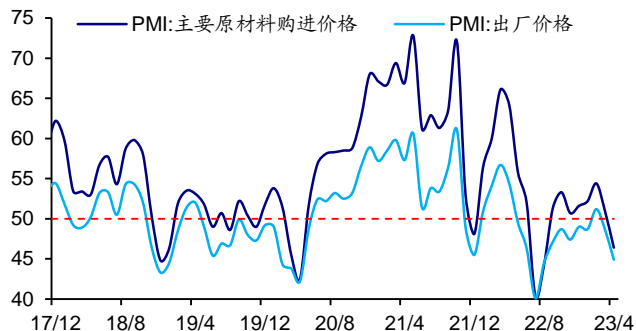
图6 制造业 PMI: 新订单和新出口订单指数 (%)



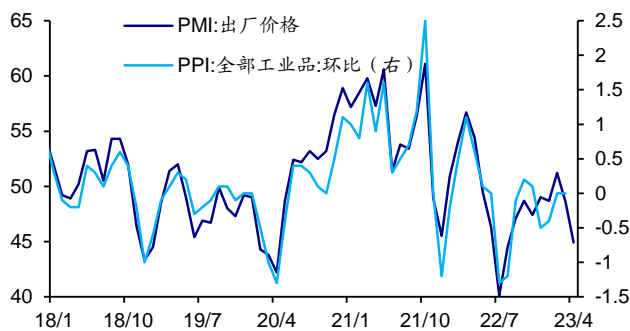
资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 价格下滑，库存回落

价格指数回落。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，其中黑色金属冶炼及压延加工业两个价格指数均降至30.0%以下。

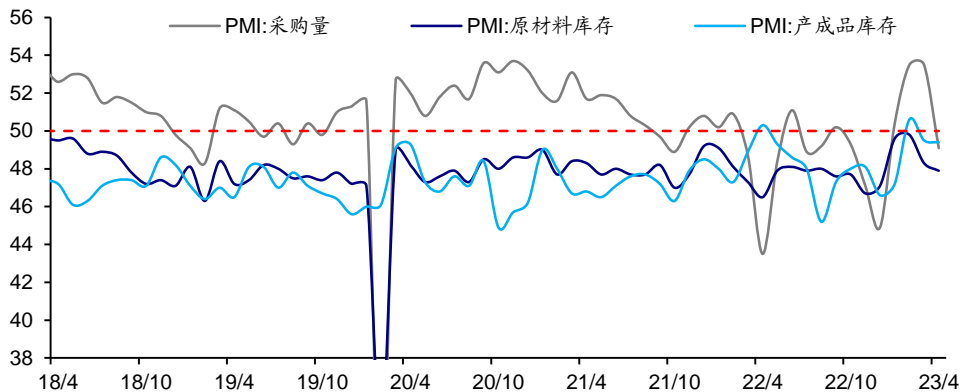
图7 制造业 PMI: 购进价格、出厂价格指数 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 制造业 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

采购减弱, 库存回落。即使价格回落, 4 月企业的采购积极性仍然减弱, 采购量指数由上个月的 53.5% 降至 49.1%。主因或在于, 需求不足使得企业生产意愿偏低。与此同时, 原材料、产成品库存指数分别为 47.9%、49.4%, 比上月下降 0.4、0.1 个百分点。前者的回落或受采购回落的影响, 但是后者降幅相对较小, 且水平偏高, 或与需求不足、销售不畅有关。

图9 制造业 PMI: 采购量、原材料库存和产成品库存 (%)


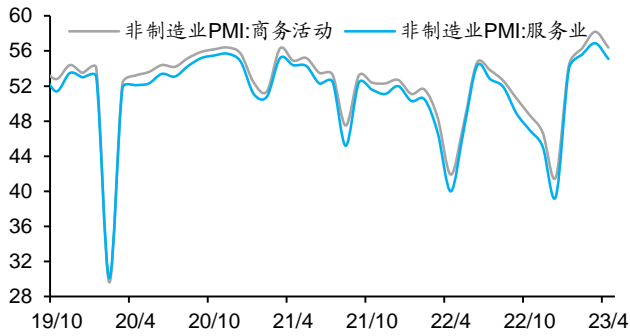
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 非制造业: 小幅下滑, 仍处高位

服务业指数小幅下滑, 仍处高位。4 月服务业商务活动指数为 55.1%, 比上月下降 1.8 个百分点, 不过连续三个月位于较高景气区间。随着消费场景的恢复, 居民出行意愿较高, 铁路、航空等交通运输业的商务活动指数高于 60%。同时, 住宿、餐饮、文化体育娱乐等密接型行业商务活动指数继续回升。这也说明, 前期受疫情影响较大的行业仍在继续修复。

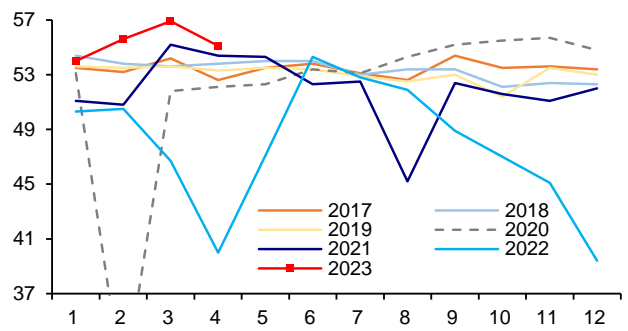
房地产行业指数回落, 景气收缩。4 月房地产行业指数为 48.7%, 比上月下降 1.4 个百分点, 持平于去年同期。我们认为, 接下来房地产的修复速度或有所放缓。一方面, 前期积压需求的推动作用将会弱化。另一方面, 出险房企的出清仍在继续, 居民对新房保交付依然存在担忧。

图10 非制造业 PMI 与服务业 PMI (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

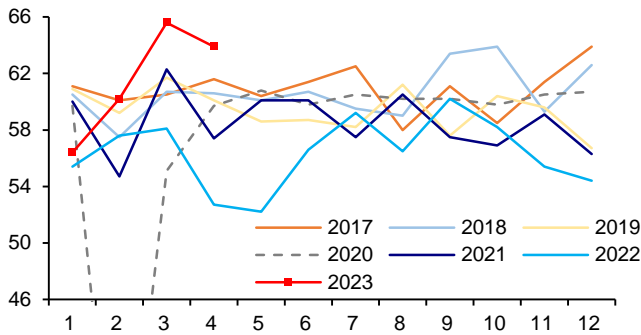
图11 非制造业 PMI: 服务业 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

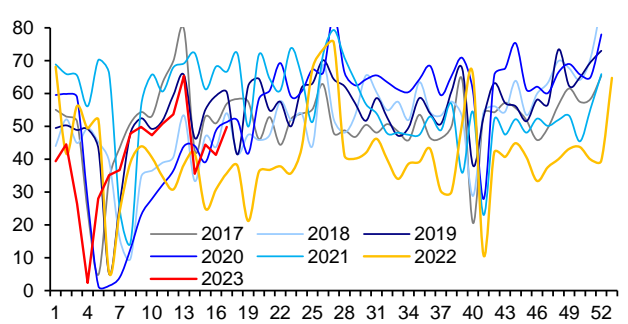
建筑业指数仍处于高景气区间。4月建筑业的商务活动指数为63.9%，比上月下降1.7个百分点。其中，土木工程建筑业指数继续高于70.0%，表明随着重大工程建设有序推进，基建仍对经济增长形成有力支撑。房屋建筑业、建筑安装装饰及其他建筑业活动指数分别为64.1%、48%，相比上月分别下降0.7个、8.4个百分点，或与房地产行业景气回落有关。

图12 非制造业 PMI: 建筑业 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 30大中城市商品房日均成交面积: 周度 (万平方米)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴代表周度

总结来看，二季度经济修复的斜率或将放缓，尤其是地产积累需求集中释放后，会有边际回落，出口仍然面临压力，消费缓慢改善。所以，稳增长基调延续，短期政策不太可能转向收紧，但是面对高质量发展要求，也难有增量刺激政策。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
侯欢 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。