

宏观与金融研究

民生银行研究院

2023年4月30日

【数据点评】

需求不足成为主要掣肘

【内容摘要】

与3月类似，4月经济景气同样表现为非制造业好于制造业。

非制造业中，服务业商务活动指数回落1.8个百分点至55.1%，建筑业回落1.7个百分点至63.9%，但仍保持在较高水平，显示这两个行业仍处于扩张状态。

4月制造业PMI回落2.7个百分点至49.2%，今年以来首次降至荣枯线以下，进入收缩区间。五大分项指标悉数回落，降幅最大的是新订单指数，显示出需求正成为经济复苏的主要掣肘。

4月制造业PMI中的两大价格指数均出现下滑，自去年9月以来首次双双陷入收缩区间，预示着物价下行压力仍然较大。

4·28政治局会议指出，当前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。因此提出了“统筹推进经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解”的目标。

预计在一季度的高斜率复苏之后，二季度GDP增速环比放缓可能性较大，但偏低基数会将GDP同比增速推至8%以上。

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

需求不足成为主要掣肘

温彬 王静文

经济数据

4 月份，制造业 PMI、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 49.2%、56.4%和 54.4%，低于上月 2.7、1.8 和 2.6 个百分点，三大指数不同程度回落，但总体产出继续保持扩张，企业生产经营活动延续恢复发展态势。

一、服务业：扩张速度略有放缓

4 月服务业商务活动指数回落 1.8 个百分点至 55.1%，为 2 月以来最低水平，扩张幅度有所放缓。

其中，服务业新订单指数回落 2.1 个百分点至 56.4%，保持在较高景气区间。服务业业务活动预期指数回落 0.9 个百分点至 62.3%，连续第 4 个月处于 60%以上的高景气区间。不过，服务业从业人员指数回落 0.6 个百分点至 48.2%，为 2 月以来最低水平，收缩程度有所加剧。

4 月以来，经济社会运行已经基本正常化。从行业看，与居民出行和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%，行业业务总量明显增长；与企业生产

活动密切相关的电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数继续位于 57.0% 以上较高景气区间，行业发展态势向好。

图 1：服务业指标继续反弹

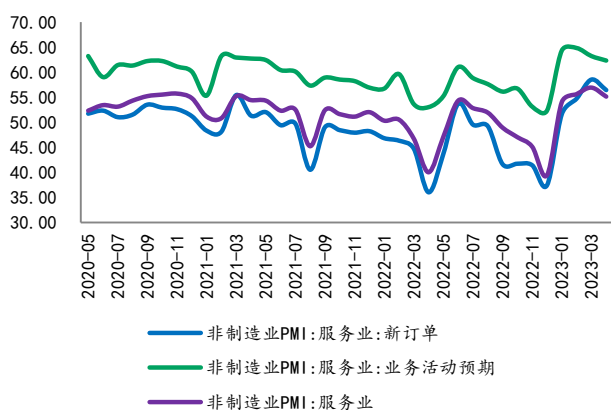
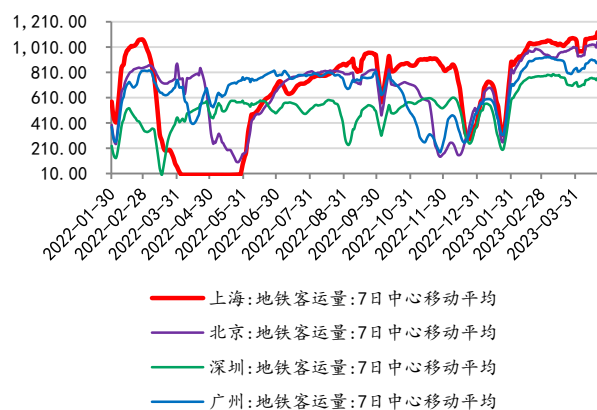


图 2：一线城市地铁客流量



资料来源：wind 资讯。

二、建筑业：继续处于高景气区间

4 月建筑业商务活动指数回落 1.7 个百分点至 63.9%，连续第三个月位于 60% 以上的高位景气区间，但扩张速度同样略有放缓。

其中建筑业新订单指数较上月回升 3.3 个百分点至 53.5%，市场需求继续释放；业务活动预期回升 0.4 个百分点至 64.1%，连续第 5 个月处于高景气区间。不过，从业人员指数回落 3.0 个百分点至 48.3%，今年以来首次落至荣枯线以下。

建筑业持续保持扩张态势，主要由于重大工程建设有序推进，施工进度不断加快。4 月沥青装置开工率平均值达到 37.1%，为去年 12 月以来的最高水平。近期多地公布了第二批重大项目开工计划，新一轮重大项目将加快落地。二季度专项债发行亦将提

速，并在重点支持现有 11 个领域项目建设基础上适量扩大资金投入领域和用作项目资本金范围，这些都将支撑基建投资保持较快增长。

不过，来自房地产端的支撑因素似在减弱。高频数据显示，4 月 30 大中城市商品房日均成交面积同比增长 33.6%，较上月的 45.0% 有所回落，预计低线城市的新房销售数据预计将更为疲弱。目前房地产市场修复以“保交楼”为主要特征，房企拿地和新开工意愿仍显低迷。

图 3：建筑业相关指标

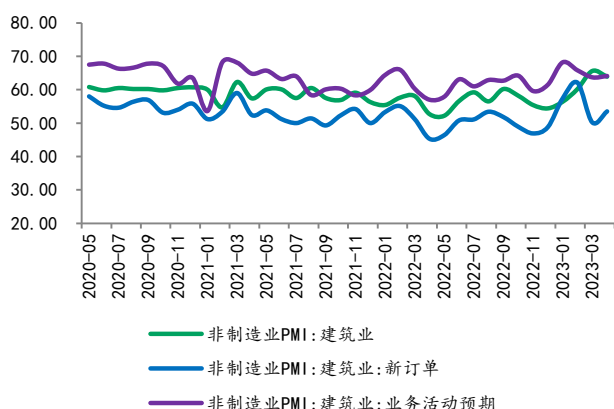
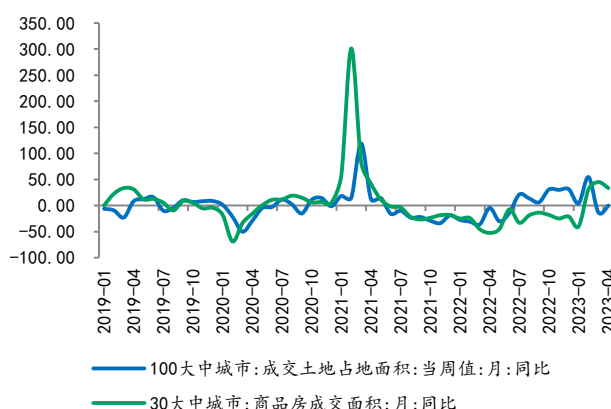


图 4：土地和商品房高频指标



资料来源：wind 资讯。

三、制造业：年内首次陷入收缩区间

4 月制造业 PMI 回落 2.7 个百分点至 49.2%，今年以来首次降至荣枯线以下，显示制造业运行进入收缩区间。

五大分项指数悉数回落。其中生产指数为 50.2%（较上月 -4.4%），新订单指数为 48.8%（较上月 -4.8%），原材料库存指数为 47.9%（较上月 -0.4%），从业人员指数为 48.8%（较上月

-0.9%)，供应商配送时间指数为 50.3%（较上月-0.5%）。

从 4 月来看，制造业运行表现出四个方面特征：

一是生产端扩张速度放缓。生产指数回落 4.4 个百分点至 50.2%，已逼近荣枯线，采购量指数下降 4.4 个百分点至 49.1%，今年以来首次跌破荣枯线。从开工率高频指标来看，汽车轮胎半钢胎、PTA、PX 等行业的开工率均较上个月小幅回落，疫情转段后的生产自然修复已近完成，未来走势将决定于需求端变化。

二是需求端整体回落。4 月新订单指数回落 4.8 个百分点至 48.8%，今年以来首次落至荣枯线以下；新出口订单回落 2.8 个百分点至 47.6%，2 月以来首次降至荣枯线以下。内外需双双陷入收缩状态，需求端成为制造业景气度不佳的主要抑制因素。

三是企业补库存意愿不足。4 月生产经营活动预期指数回落 0.8 个百分点至 54.7%。4 月原材料库存指数回落 0.4 个百分点至 47.9%；产成品库存回落 0.1 个百分点至 49.4%。企业生产经营活动预期降至今年以来最低水平，原材料库存较产成品库存表现更差，显示企业仍未启动库存回补。

四是企业景气普遍回落。4 月大、中、小型企业 PMI 分别为 49.3%、49.2%和 49.0%，分别较上月回落 4.3、1.1 和 1.4 个百分点，今年以来首次陷入集体收缩状态。其中大型企业景气降幅明显高于中小企业，这在历史上并不多见，显示其生产经营状况同样面临较大压力。其原因，应包括上游生产资料价格的回落以及下游需求端支撑不足。

图 5：制造业 PMI 与生产、新订单指数



图 6：新出口订单和进口指数



图 7：原材料库存与产成品库存

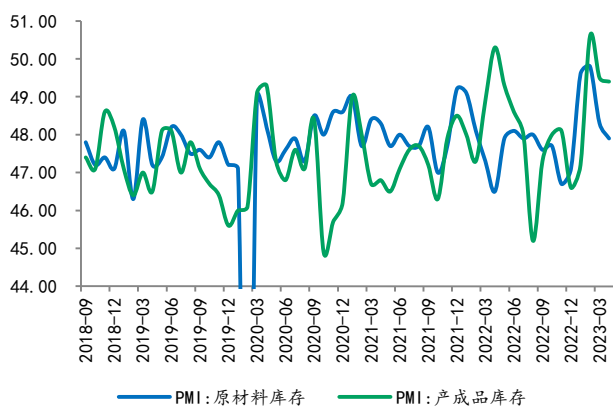
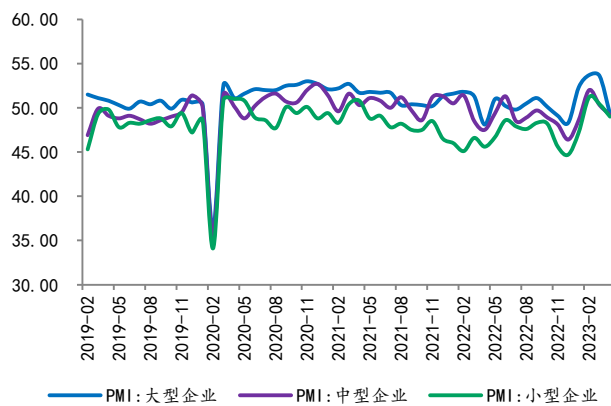


图 8：大、中、小企业 PMI



资料来源：wind 资讯。

四、价格：下滑程度有所加深

4 月主要原材料购进价格指数回落 4.5 个百分点至 46.4%，出厂价格回落 3.7 个百分点至 44.9%，自去年 9 月以来首次双双陷入收缩区间。

从国际来看，4 月以来，CRB 指数以回落为主，特别是原油价格自月中起跌跌不休，已抹去月初 OPEC+ 国家意外宣布集体减产后的所有涨幅。由于以美国为代表的发达经济体衰退迹象愈发凸显，需求因素成为大宗商品价格回落的主导。

从国内来看，南华工业品指数 4 月均值环比下跌 2.2%，连续第 2 个月环比下降。4 月螺纹钢、水泥等价格都出现回落，只有平板玻璃价格略有上升。商务部按周公布的生产资料价格指数 4 月中旬也降至今年以来最低水平。输入型因素和需求不足导致商品价格走弱。

预计 4 月 PPI 将继续环比下降，由于去年同期基数较高，预计同比-3.2%左右，低于上月的-2.5%，继续处于通缩区间。价格因素将继续成为企业利润改善的主要拖累。

图 9：主要原材料购进价格与 PPIRM

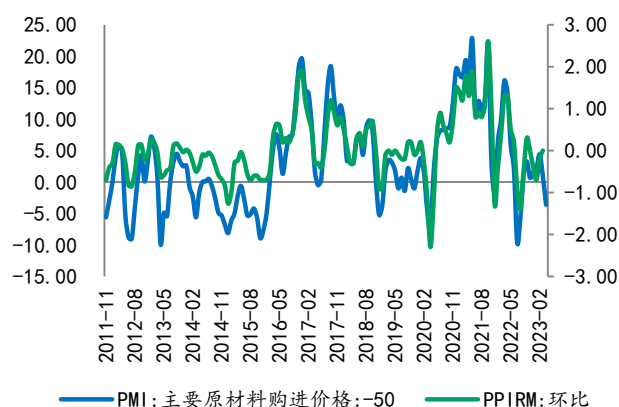
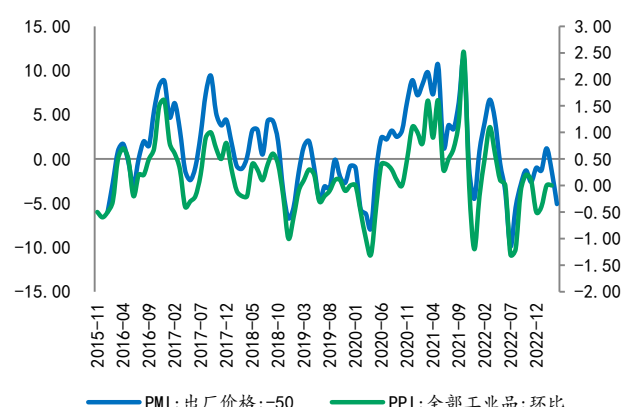


图 10：出厂价格与 PPI



资料来源：wind 资讯。

五、政策：统筹推动“四个持续”

从 4 月情况来看，非制造业和制造业均出现环比回落，但非制造业只是扩张程度放缓，制造业则已陷入收缩状态。需求不足和内生动力偏弱正成为经济继续复苏的掣肘。

中央显然已经关注到这一问题。4·28 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，经济转型升级面临新的阻力，推动高质量发展仍需要克

服不少困难挑战”。

会议强调，要“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，形成推动高质量发展的强大动力，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。“四个持续”将成为下一阶段的政策目标。

会议部署了加快建设以实体经济为支撑的现代产业体系、恢复和扩大需求、坚持“两个毫不动摇”等六个方面的具体工作，其中宏观政策继续强调“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”，即以落实已有部署为主，并未加码。

从近期相关部委的表态来看，下一阶段财政政策的重点是尽快下达预算资金，推动专项债加快发行使用，落实落细各项减负政策。货币政策则要搞好跨周期调节、保持信贷合理增长节奏平稳，以及结构政策“聚焦重点、合理适度、有进有退”。另外还要通过财政贴息、政金工具等形成扩大需求的合力。

总体来看，由于实现 5% 左右的增长目标压力不大，二季度政策基本上延续了之前的力度，但推动“内生动力持续增强、社会预期持续改善”都需要慢工出细活，短期内或许难以明显见效。预计在一季度的高斜率复苏之后，二季度增速环比放缓可能性较大，但偏低基数会将 GDP 同比增速推至 8% 以上。

近期研究成果

1. 2023 年展望系列之一：霾开雾散，冬尽春来——中国经济展望（2022 年 12 月 26 日）
2. 2023 年展望系列之二：通胀未散，衰退已近——全球经济展望（2022 年 12 月 27 日）
3. 12 月 PMI 降至低点，但触底迹象已经显现（2023 年 1 月 3 日）
4. GDP 好于预期，内需现企稳迹象（2023 年 1 月 17 日）
5. 1 月 PMI 大幅反弹，内需推动经济回升（2023 年 1 月 31 日）
6. 复苏成色上升，2 月 PMI 继续向好（2023 年 3 月 1 日）
7. 经济如期复苏，关注三大短板（2023 年 3 月 15 日）
8. 经济进入温和复苏时段（2023 年 3 月 31 日）
- 9.4·28 政治局会议的新动向（2023 年 4 月 29 日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

