

2024年04月30日

# 产需矛盾继续扩张

# 事件点评

## 4月PMI数据点评

- ◆ 事件：4月制造业PMI环比下降0.4至50.4，连续两个月处于扩张区间；非制造业PMI结束连续4个月的上行，回落1.8至51.2；综合PMI下降1.0至51.7。
- ◆ 一、制造业：生产继续加快；内需继续回落，大企业需求端回落幅度大
  - ◆ 1) 生产继续加快。4月生产指数继续上行0.7至52.9；采购量回落2.2至50.5，连续两个月高于临界点；原材料库存环比持平，维持48.1的较低水平；产成品库存回落1.6至47.3。
  - ◆ 从行业看，化学纤维及橡胶塑料制品、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数均位于55.0以上较高景气区间，企业产能释放较快。
  - ◆ 2) 需求端扩张幅度收窄。新订单继3月时隔5个月重回扩张区间后，4月回落1.9至51.1；外需继3月时隔11个月重回扩张区间后，4月回落0.7至50.6；新出口订单扩张收窄幅度小于新订单总体，说明内需继续回落。
  - ◆ 从行业看，食品及酒饮料精制茶、化学纤维及橡胶塑料制品、汽车、电气机械器材等行业新订单和新出口订单均位于53.0以上，相关行业国内外市场需求有所增加。
  - ◆ 3) 价格与利润方面，受内需不足制约，企业对下游议价能力依然偏弱，连续7个月处于收缩区间，4月收缩幅度缩小1.7至49.1。叠加金属、原油等大宗商品涨价影响，环比大幅提升3.5至54.0，导致企业利润进一步受到挤压。调查结果显示，反映原材料成本高的企业占比为46.0%，比上月上升4.2个百分点。
  - ◆ 4) 大中小型企业差距明显缩窄，4月大、中、小型制造业企业PMI分别变动-0.8、0.1、0至50.3、50.7、50.3。中型企业景气度提升主要由生产扩张带动；大型企业景气扩张幅度缩窄主要受新订单下降影响，4月环比下降2.8至50.6。
  - ◆ 5) 4月高技术制造业、装备制造业、消费品行业三大重点行业PMI分别为53.0、51.3和50.5，下降0.9pct、0.3pct和1.3pct，均高于制造业总体水平，尤其是高技术业。
  - ◆ 6) 4月制造业就业仍处于收缩区间。从业人员指数回升0.1至48.0。
  - ◆ 7) 企业经营预期稳定。生产经营活动预期指数为55.2，比上月下降0.4，仍处较高景气区间。从行业看，食品及酒饮料精制茶、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数均连续两个月位于59.0以上较高景气区间，企业对行业发展预期更为乐观。
- ◆ 二、非制造业：服务业扩张放缓，建筑业扩张略有加快，尤其是土木工程建筑业升至高位景气区间
  - ◆ 1) 由于气候转暖和节后集中开工，各地建筑工程施工进度加快，4月建筑业PMI继续提高0.1至56.3。其中，土木工程建筑业为63.7，环比提升3.9，继续保持较快施工进度。
  - ◆ 2) 服务业扩张放缓，4月服务业PMI回落2.1至50.3，自2024年起持续处于扩张区间。铁路运输、道路运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务等行业业务总量增长较快，而资本市场服务、房地产等行业景气水平偏弱。
- ◆ 三、投资建议
  - ◆ 4月制造业扩张幅度收窄，内需回落、产需矛盾扩大、国内企业竞争加剧、对下游议价能力持续偏弱等问题依然存在，值得注意的是本期大型企业内外需指标下降幅度大于中小型企业。
  - ◆ 近期国家资产负债表两端超出我们预期的主要来自于资产端在4月的继续走弱，负

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001  
luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

SAC执业证书编号：S0910523050002  
yangfeiran@huajinsec.cn

### 相关报告

地方债发行计划半月报-2024年二季度地方债发行计划已披露 22327亿元 2024.4.29

ESG市场跟踪双周报 (2024.4.15-2024.4.28)-我国电子废弃物领域首批一万吨碳减排量交易完成 2024.4.29

资产配置周报 (2024-4-27) -风险偏好明显提升 2024.4.28

ESG系列研究报告——可持续航空燃料(SAF) 2024.4.23

资产配置周报 (2024-4-21) -价值占优情况有望延续 2024.4.21



债端趋势收敛的情况未变。展望 5 月,我们认为资金面进一步松弛的空间非常有限,实际产出进一步下行的空间不大,实体部门负债增速有望出现小幅和短暂的扩张,因此,金融市场剩余流动性至多维持中性展望,很难大幅改善。

- ◆ 风险提示:宏观经济变化超预期,政策超预期宽松,剩余流动性持续大幅扩张,资产价格走势预测与实际形成偏差。

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口 订单	在手订 单	产成品 库存	采购量	进口	出厂价 格	原材料购 进价格	原材料 库存	从业人 员	供货商配 送时间	生产经营 活动预期
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.78	0.84	(0.06)	0.96	0.86	0.40	0.47	0.82	0.89	0.57	0.59
环比 (PMI原 值)	2024年4月	50.40	52.90	51.10	50.60	45.60	47.30	50.50	48.10	49.10	54.00	48.10	48.00	50.40	55.20
	2024年3月	50.80	52.20	53.00	51.30	47.60	48.90	52.70	50.40	47.40	50.50	48.10	48.10	50.60	55.60
	2024年2月	49.10	49.80	49.00	46.30	43.50	47.90	48.00	46.40	48.10	50.10	47.40	47.50	48.80	54.20
	2024年1月	49.20	51.30	49.00	47.20	44.30	49.40	49.20	46.70	47.00	50.40	47.60	47.60	50.80	54.00
	2023年12月	49.00	50.20	48.70	45.80	44.50	47.80	49.00	46.40	47.70	51.50	47.70	47.90	50.30	55.90
	4月较3月	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↑	→	↓	↓
	历史4月均值	52.62	55.61	54.41	50.70	47.54	47.46	54.16	50.34	50.93	57.26	48.68	49.86	49.63	57.05
4月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	
非制造业		PMI	新订单	新出口 订单	业务活 动预期	投入品 价格	销售价 格	从业人 员	在手订 单	存货	供货商配 送时间				
与PMI相关系数		1	0.96	0.71	0.86	0.52	0.84	0.71	0.71	0.68	0.82				
环比 (PMI原 值)	2024年4月	51.20	46.30	48.40	57.20	51.10	49.40	47.20	44.50	46.00	51.00				
	2024年3月	53.00	47.40	47.30	58.40	49.50	48.60	46.60	44.80	46.20	51.10				
	2024年2月	51.40	46.80	47.30	57.70	50.60	48.50	47.00	42.70	46.40	50.30				
	2024年1月	50.70	47.60	45.20	59.70	49.60	48.90	47.00	43.70	47.20	52.00				
	2023年12月	50.40	47.50	50.90	60.30	49.60	49.30	47.10	43.90	46.00	51.00				
	4月较3月	↓	↓	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↓	↓				
	历年4月均值	55.12	51.51	48.84	62.89	55.12	49.98	50.62	44.28	46.99	52.15				
4月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓					
建筑业		PMI	新订单	业务活 动预期	投入品 价格	销售价 格	从业人 员								
与PMI相关系数		1	0.88	0.31	0.35	0.25	0.15								
环比 (PMI原 值)	2024年4月	56.3	45.3	56.1	52.2	48.7	46.1								
	2024年3月	56.2	48.2	59.2	48.2	48.4	45.7								
	2024年2月	53.5	47.3	55.7	52	48.9	47.6								
	2024年1月	53.9	46.7	61.9	52	50.4	50.1								
	2023年12月	56.9	50.6	65.7	51.4	51.7	51.7								
	4月较3月	↑	↓	↓	↑	↑	↑								
	历年4月均值	62.43	56.38	52.19	68.89	55.01	51.45								
4月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓									
服务业		PMI	新订单	业务活 动预期	投入品 价格	销售价格	从业人 员								
与PMI相关系数		1	0.96	0.25	0.83	0.29	0.40								
环比 (原 值)	2024年4月	50.3	46.5	57.4	50.9	49.5	47.4								
	2024年3月	52.4	47.2	58.2	49.7	48.7	46.8								
	2024年2月	51	46.7	58.1	50.4	48.4	46.9								
	2024年1月	50.1	47.7	59.3	49.2	48.7	46.4								
	2023年12月	49.3	47	59.4	49.3	48.9	46.3								
	4月较3月	↓	↓	↓	↑	↑	↑								
	历年4月均值	52.83	50.06	48.88	59.65	51.46	48.54								
4月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓									

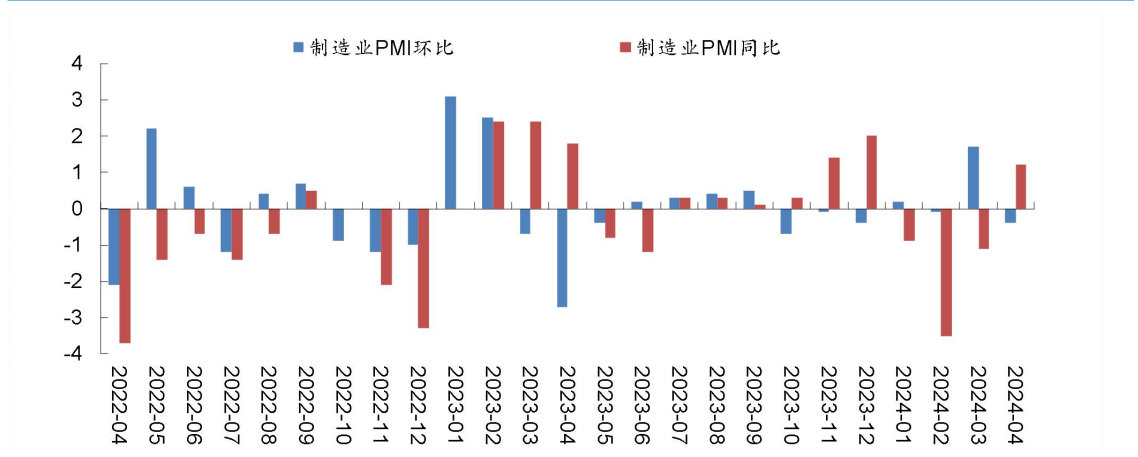
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

	PMI	制造业	生产	新订单	进口	新出口 订单	原材料库 存	生产经营 活动预期	在手订 单	产成品库 存	采购量	主要原材 料购进价 格	出厂价 格	从业人 员	供货商配 送时间
大型企业	2024年04月	50.3	52.8	50.6	50.1	50	48.4	55.6	46.1	47.9	50.5	54	48	50.3	
	2024年03月	51.1	52.7	53.4	51	51.8	47.6	54.8	46.9	49.3	53	49.2	47.6	48.9	50.8
	环比变动	-0.8	0.1	-2.8	-0.9	-1.8	0.8	0.8	-0.8	-1.4	-2.5	4.8	-0.9	-0.5	
中型企业	2024年04月	50.7	53.4	51.9		52.2	47.9	56.2	46.1	47.5	50.8	53.4	47.8	50.3	
	2024年03月	50.6	51.5	53.2	48.1	51.2	49.4	56.6	49.2	48.8	52.6	50.6	48	47.2	50.6
	环比变动	0.1	1.9	-1.3		1	-1.5	-0.4	-3.1	-1.3	-1.8	2.8	0.6	-0.3	
小型企业	2024年04月	50.3	52.4	51.2	47.2	49.6	47.6	52.9	43.7	45.6	50	54.7	48.3	50.6	
	2024年03月	50.3	52.1	51.9	52.7	49.4	47.5	55.8	46.9	48.1	52.3	53	46.1	47.6	50.3
	环比变动	0	0.3	-0.7	-5.5	0.2	0.1	-2.9	-3.2	-2.5	-2.3	1.7	0.7	0.3	

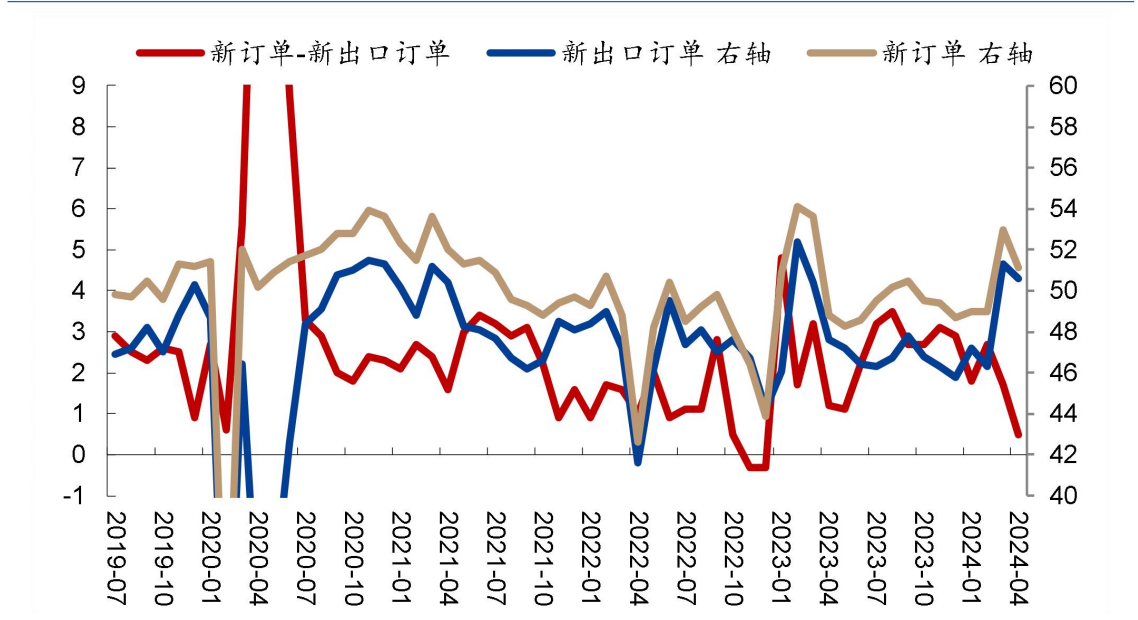
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：4 月制造业 PMI 同比回升、环比回落



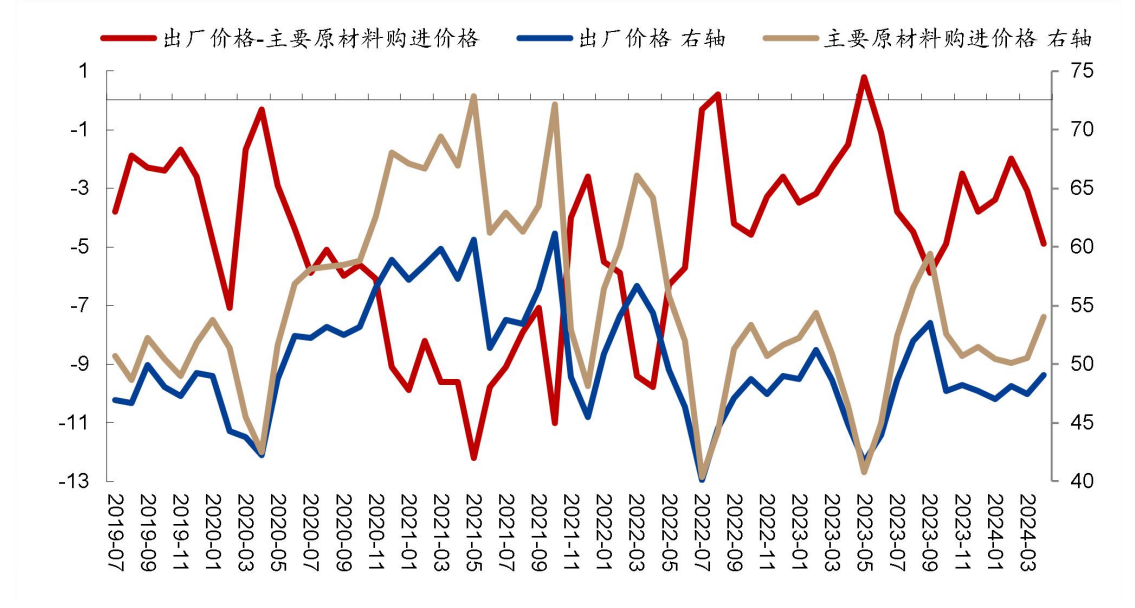
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：4 月制造业内外需均有所下降



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 企业议价能力持续恶化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)