

2024年04月30日

## 基本面分化明显，预期或将改善

宏观研究团队

——兼评4月PMI数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2024年4月官方制造业PMI 50.4%，预期50.4%，前值50.8%；官方非制造业PMI 51.2%，预期52.3%，前值53.0%。

### ● 制造业：生产强于需求，出口链延续韧性

1、制造业：PMI连续2个月位于扩张区间，外需好于内需，但供需结构未能延续改善。PMI生产与PMI新订单剪刀差衡量的供需缺口从3月的-0.8%再度转正至1.8%。生产端，出口链延续韧性，汽车景气度居历史高位。

2、原材料涨幅大于出厂价格，上游盈利或好于中下游，预计PPI同比小幅回升。4月PPI环比可能在0.1%左右，同比为-2.2%左右。

3、分类型来看，中、小型企业生产经营连续2个月回暖。4月BCI指数下降了0.2个百分点至51.9%，主因消费品价格预期偏弱。

### ● 建筑业：房建承压，基建或有波折，专项债和实物工作量仍弱

1、资金端：专项债放行迟缓拖累PMI至新低。截至4月29日，专项债发行进度为18.6%，与往年同期水平的差距有所走扩。且部分省市化债影响趋于显现，1-4月12省新增专项债同比增速-75%、低于非12省的-51%。

2、实物工作量未有明显回升。石油沥青开工率降至2022年同期水平，水泥开工率低位小幅回升。近期权益关注的挖掘机，预估4月内销9500台、同比-0.1%，4月开工小时数同比降幅收窄至-3.2%，开工延续温和改善但销售延续性待观察。

3、往后看，发改委将推动所有2023年增发国债项目于6月底前开工建设，叠加超长期特别国债有序发行，预计Q2基建或小幅降速但后续有望蓄势回升。

### ● 服务业：4月转弱，前瞻数据指向五一“量”有支撑

(1)4月服务业PMI下降2.1个百分点至50.3%，服务业新订单仍处荣枯线下。分行业来看，拖累主要来自于资本市场服务、房地产。

(2)五一消费预计“量”有支撑、“价”待观察。量：日均全社会跨区域人员流动量、入境游订单量、国内机票订单量、热门城市酒店订单量同比增长12%、30%、37%、130%；价：国内机票均价、热门城市酒店均价下降-27%、-20%。

### ● 预期或将改善

4月制造业延续扩张、房建承压、基建或有波折、服务业转弱，整体而言好于2023年4月的回踩，但也需注意生产偏强对供需结构的潜在压力。在3月PMI点评中我们曾提示“经济实质性改善仍需更多数据来验证，但中长期来看积极因素正在积聚”。4月30日政治局会议一则纾解市场对地产和化债的隐忧，二则释放稳增长和加快经济结构转型的积极信号。后续关注地产放松增量政策，专项债、超长期特别国债也有望加快发行。

### ● 风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《黑色系商品价格延续回暖—宏观周报》-2024.4.28

《库销比拐点关注两大信号—3月企业利润点评》-2024.4.27

《美国滞胀风险较低—美国1季度GDP数据点评》-2024.4.26

## 目 录

1、 制造业：生产强于需求，出口链延续韧性.....	3
2、 建筑业：房建承压，基建或有波折，专项债和实物工作量仍弱.....	5
3、 服务业：4月转弱，前瞻数据指向五一“量”有支撑.....	7
4、 预期或将改善.....	7
5、 风险提示.....	8

## 图表目录

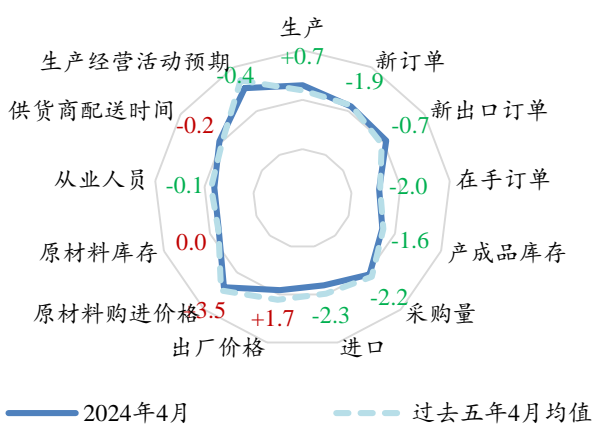
图 1： 4月全国暴雨，制造业 PMI 小幅走弱但连续 2 个月处于扩张区间.....	3
图 2： 4月高炉开工率小幅改善.....	3
图 3： 4月汽车半钢胎开工率处于历史高位.....	3
图 4： 4月涤纶短纤开工率持平 2023 年同期.....	4
图 5： 4月涤纶长丝开工率平稳.....	4
图 6： 4月中、小型企业 PMI 延续扩张.....	4
图 7： 4月 BCI 指数中，销售前瞻仍趋改善.....	4
图 8： 4月建筑业新订单 PMI 下滑.....	5
图 9： 4月专项债发行缩量.....	5
图 10： 1-4 月 12 省专项债发行同比-75%.....	6
图 11： 1-4 月非 12 省专项债发行同比-51%.....	6
图 12： 预计 4 月挖机内销转弱、开工小时数降幅收窄.....	6
图 13： 4月石油沥青开工率转弱.....	6
图 14： 4月水泥发运率处于低位.....	6
图 15： 4月水泥磨机运转率持平 2023 年同期.....	6
图 16： 4月服务业 PMI 转弱.....	7
图 17： 预计五一消费“量”有支撑、“价”待观察.....	7

事件：2024年4月官方制造业PMI 50.4%，预期50.4%，前值50.8%；官方非制造业PMI 51.2%，预期52.3%，前值53.0%。

## 1、制造业：生产强于需求，出口链延续韧性

(1)制造业：4月全国多次区域性暴雨，制造业PMI仍连续2个月处于扩张区间，供需结构边际承压，外需和出口链延续韧性。4月制造业PMI为50.4%，接近过去五年均值的50.5%，环比下降0.4个百分点，好于季节性的-1.0个百分点。供需结构未能延续改善，4月PMI生产向上、新订单向下，两个指标剪刀差衡量的供需缺口从3月的-0.8%再度转正至1.8%。需求端，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下降了1.9、0.7、2.3个百分点至51.1%、50.6%、48.1%，指向外需仍好于内需。

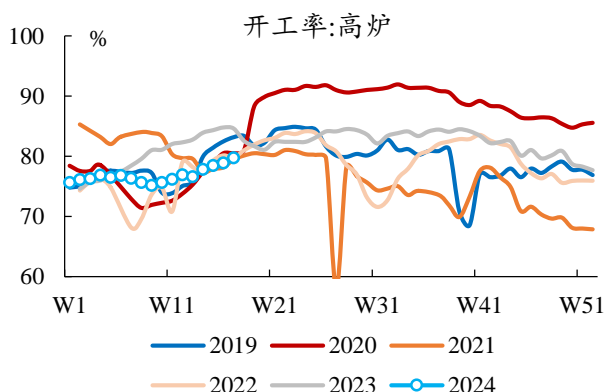
图1：4月全国暴雨，制造业PMI小幅走弱但连续2个月处于扩张区间



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供货商配送时间通常为反向指标

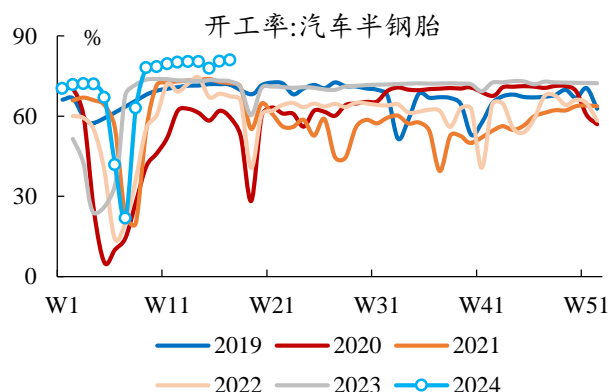
(2)生产端出口链延续韧性，汽车景气度居历史高位。内需链来看，4月高炉平均开工率小幅改善至78.7%；多部门开展全国粗钢产量调控工作，4月焦炉开工率和螺纹钢产量走低，黑色系价格筑底回升；4月水泥价格仍维持低位。外需链来看，4月汽车半钢胎平均开工率达80.0%、居历史高位，涤纶长丝开工率保持平稳。

图2：4月高炉开工率小幅改善



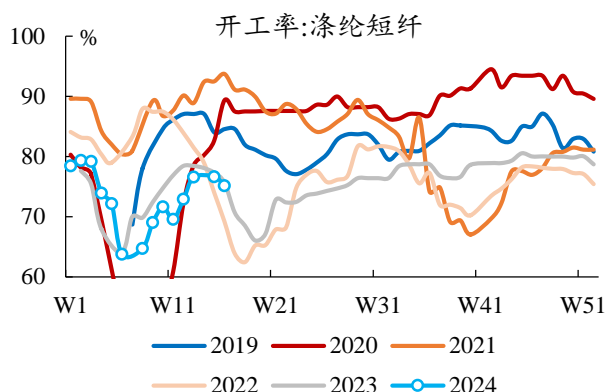
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：4月汽车半钢胎开工率处于历史高位



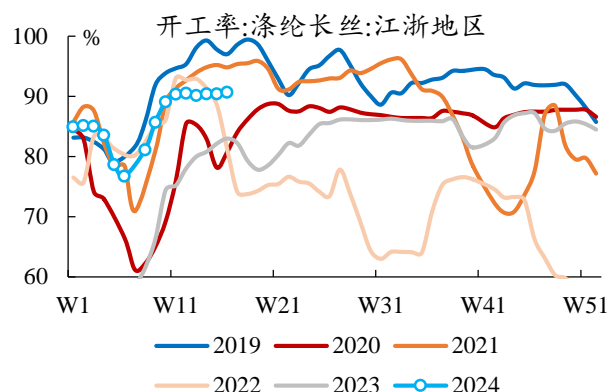
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：4月涤纶短纤开工率持平2023年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：4月涤纶长丝开工率平稳

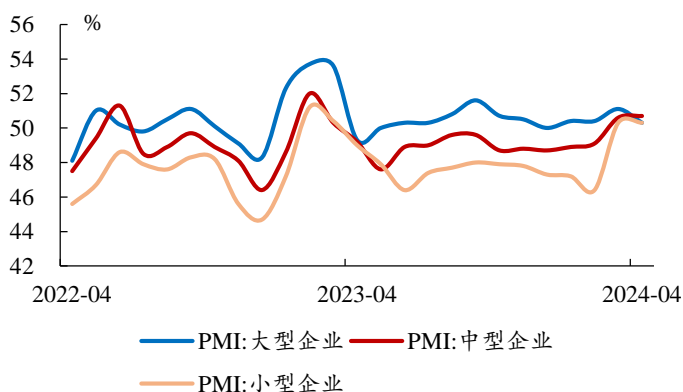


数据来源：Wind、开源证券研究所

**(3)原材料涨幅大于出厂价格,上游或优于中下游企业,预计PPI同比小幅回升。**  
 4月PMI原材料库存、产成品库存分别为48.1%、47.3%，较前值变动了0.0、-1.6个百分点；**价格方面**，4月PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别为54%、49.1%，较前值上行了3.5、1.7个百分点，原材料涨幅大于出厂，或指向企业盈利空间收窄、上游优于中下游。**高频指标显示**，截至4月19日的生产资料价格指数环比回升0.3%，4月南华工业品指数环比回升3.3%，CRB工业原料现货指数环比回升1.4%，**我们预计4月PPI环比可能在0.1%左右，同比为-2.2%左右。**

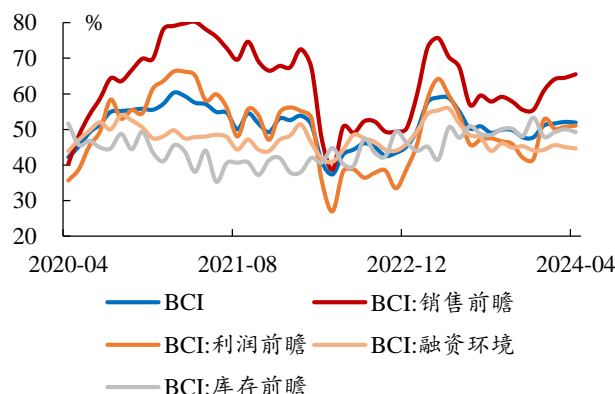
**(4)分类型来看，中、小型企业生产经营回暖。**4月大型企业、中型企业、小型企业PMI为50.3%、50.7%、50.3%，中、小型企业连续2个月处于扩张区间。4月BCI指数下降了0.2个百分点至51.9%，主因消费品价格预期偏弱。

图6：4月中、小型企业PMI延续扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：4月BCI指数中，销售前瞻仍趋改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、建筑业：房建承压，基建或有波折，专项债和实物工作量仍弱

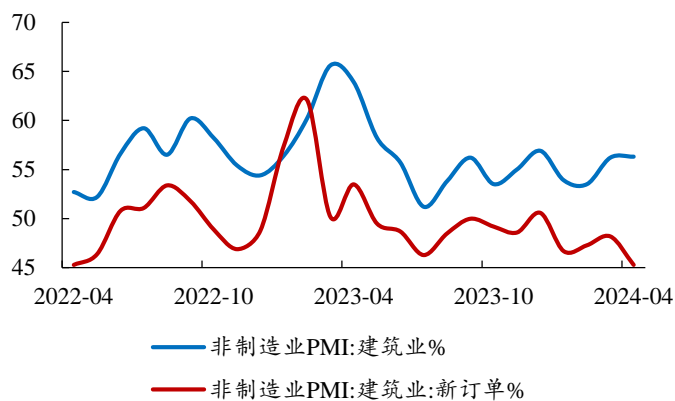
4月建筑业PMI提高0.1个百分点至56.3%，其中基建好于房建，土木工程PMI边际改善了3.9个百分点至63.7%；但专项债发行进度迟缓，建筑业新订单指数降至45.3%，为2022年4月以来新低。

**专项债方面：**截至4月29日发行进度为18.6%，与往年同期水平的差距有所走扩。且部分省市化债影响趋于显现，1-4月12省<sup>1</sup>、非12省新增专项债712、6512亿元，同比增速为-75%、-51%。

**实物工作量未有明显回升。**4月石油沥青开工率降至2022年同期水平，水泥开工率低位小幅回升。近期权益市场关注度较高的挖掘机，3月内销正增长叠加开工回暖，对应工程机械板块表现较好，但CME预估4月挖机内销9500台、同比增速从9.3%降至-0.1%，今日工程数据显示4月前三周挖掘机开工小时数同比下降3.18%、环比提高5.24%。挖掘机销售延续性仍待观察，开工延续温和改善。

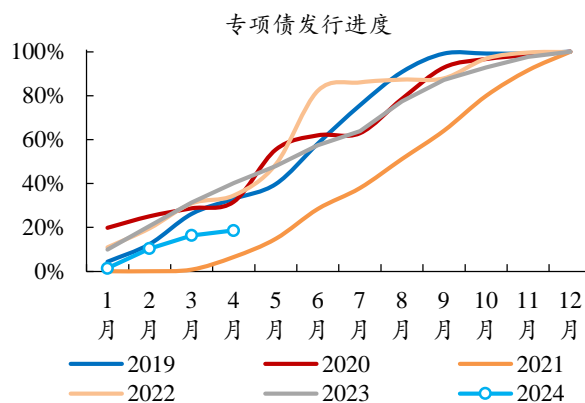
**往后看，**4月17日国新办就宏观经济形势和政策举行发布会，指出发改委将组织召开全国2023年增发国债项目实施推进电视电话会议，推动所有项目于6月底前开工建设。叠加超长期特别国债有序发行，预计Q2基建或小幅降速但后续有望蓄势回升。

图8：4月建筑业新订单PMI下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

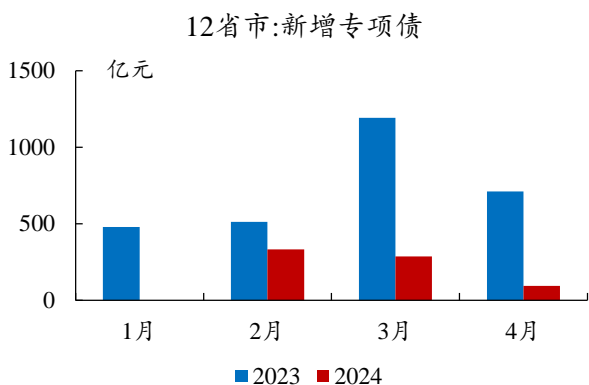
图9：4月专项债发行缩量



数据来源：Wind、开源证券研究所

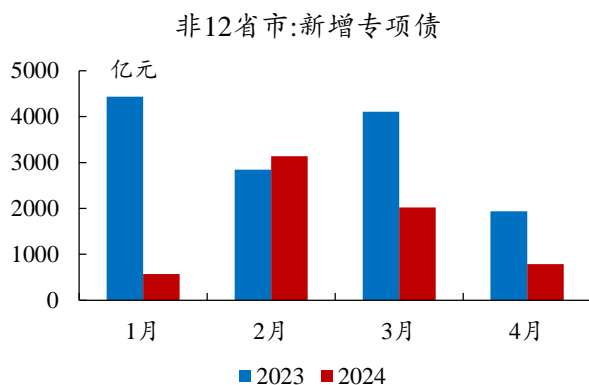
<sup>1</sup> 12省为重庆、辽宁、云南、广西、内蒙古、贵州、天津、黑龙江、吉林、甘肃、宁夏、青海。

图10: 1-4月12省专项债发行同比-75%



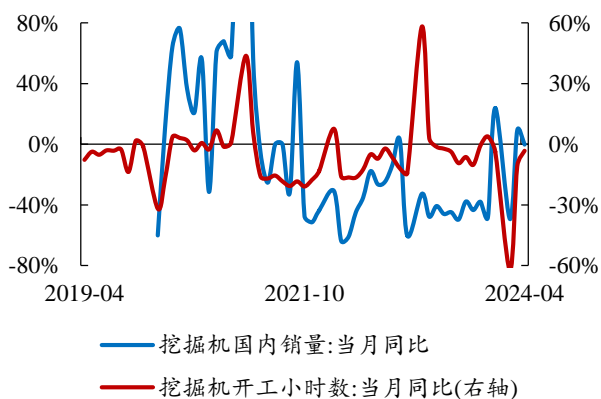
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 1-4月非12省专项债发行同比-51%



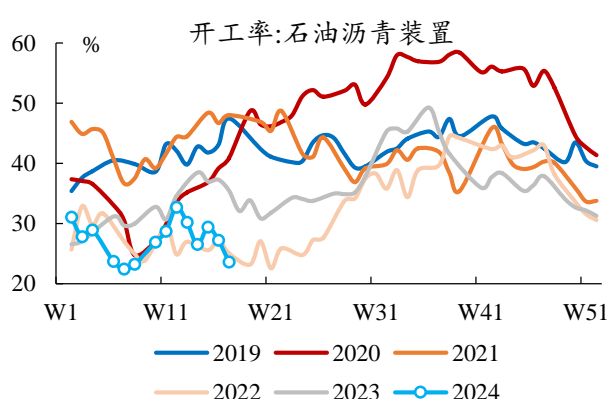
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 预计4月挖机内销转弱、开工小时数降幅收窄



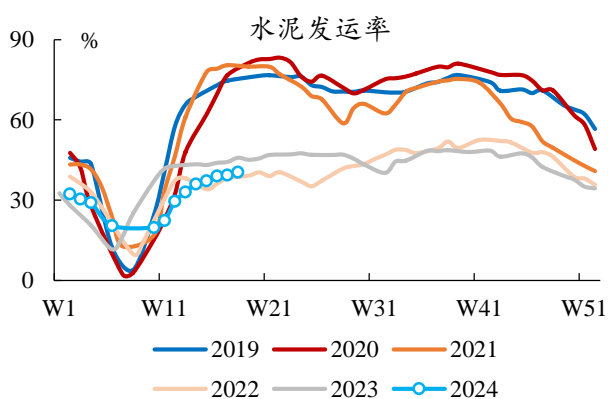
数据来源: Wind、CME、今日工程机械、开源证券研究所; 注: 2024年4月为预测数据

图13: 4月石油沥青开工率转弱



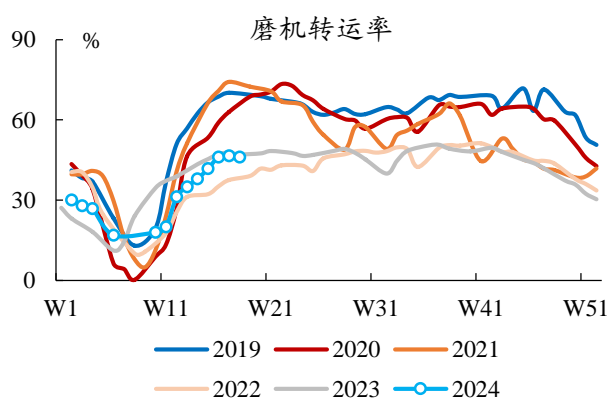
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 4月水泥发运率处于低位



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 4月水泥磨机运转率持平2023年同期



数据来源: Wind、开源证券研究所

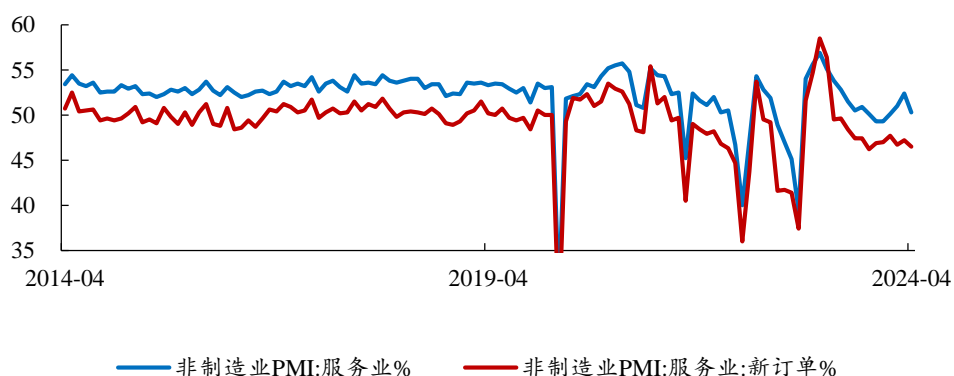


### 3、服务业：4月转弱，前瞻数据指向五一“量”有支撑

4月服务业PMI下降了2.1个百分点至50.3%，表征预期的服务业新订单PMI为46.5%，仍处于荣枯线下。分行业来看，资本市场服务、房地产低位运行，铁路运输、道路运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务等景气度较高。

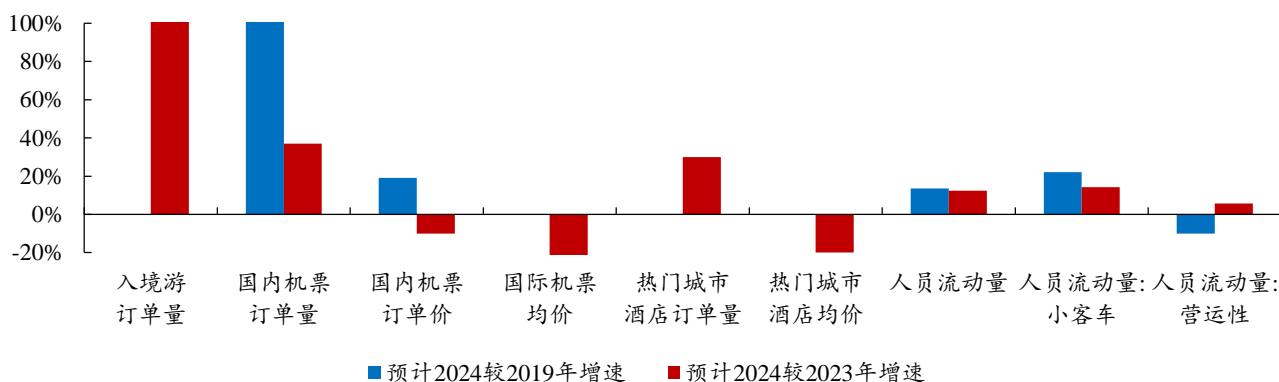
五一消费前瞻来看，预计“量”有支撑、“价”仍待观察。“量”方面，交通部预计日均全社会跨区域人员流动量达2.7亿人次以上，测算较2019、2023年增长14%、12%；入境游订单量、国内机票订单量、热门城市酒店订单量同比增长130%、37%、30%；“价”方面，国内机票均价、热门城市酒店均价同比下降10%、20%，可能与服务业供给增加、监管部门打击涨价抬价有关。

图16：4月服务业PMI转弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：预计五一消费“量”有支撑、“价”待观察



数据来源：携程、航班管家、交通部、去哪儿等、开源证券研究所；注：入境游订单量和国内机票订单量增速较高，此处未完整显示

### 4、预期或将改善

4月制造业延续扩张、房建承压、基建或有波折、服务业走弱，整体而言好于2023年4月的回踩程度，但也需注意生产偏强对供需结构的潜在压力。

3月PMI点评中我们曾提示“2024年和2023年存在诸多共性但传导路径截然不同。因此经济实质性改善仍需更多数据来验证，但中长期来看积极因素正在积聚”。4月30日，政治局会议重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题，并指出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式”、“要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”，一方面释放了稳增长和加快经济结构转型的积极信号，另一方面有利于纾解市场对地产和化债的隐忧。后续关注地产放松增量政策，专项债、超长期特别国债也有望加快发行。

## 5、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。



## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn