

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师  
执业编号：S1500523030001  
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 基建投资有望加速落地

2024年4月30日

### 摘要：

- **4月PMI变化符合季节性，维持在扩张区间。**4月制造业PMI指数为50.4%，较3月下降0.4个百分点，制造业景气度维持在荣枯线以上。一般而言，3月PMI在春节后复工复产的影响下会出现季节性回升，随后在4月小幅回落，2021年、2019年、2018年3月PMI分别下滑0.8、0.4、0.1个百分点。4月PMI的下降幅度基本符合季节性，我国制造业景气度保持平稳。
- **从分项来看，制造业企业成本压力或有所加剧。**4月原材料购进价格指数录得50.5%，较上个月上升3.5个百分点。原材料价格上升主要和工业品价格上升有关。然而，出厂价格指数仅上升1.7%，明显小于原材料价格，反映上游价格的上涨尚未顺利传导至下游行业，我们认为，制造业企业成本压力或有所加剧。另外，统计局调查结果显示，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，也印证了我们的观点。
- **我们判断，下游消费品行业盈利可能受到扰动。**从大类行业来看，上游原材料涨价可能会挤压下游制造业、下游消费品行业的盈利空间。2023年以来，企业利润向下游制造业集中，下游消费品行业利润整体保持平稳。我们认为，（1）下游制造业利润在政策支持以及出口转好的背景下，行业议价能力较强，有望继续表现强劲。（2）在内需低迷的环境下，上游原材料价格的提升可能会挤压下游消费品行业的利润，可能需要警惕下游消费品盈利回落。
- **另外，4月建筑业扩张加快，基建投资有望加速落地。**4月建筑业商务活动指数比上月上升0.1个百分点，为56.3%。其中，土木工程建筑业商务活动指数为63.7%，比上月上升3.9个百分点，主要原因在于基础设施建设推进。从高频数据可以看到，前4个月与基建投资实物工作量相关的石油沥青开工率处于历史较低位置，我们认为其与财政支出速度偏慢有关。4月政治局会议强调，要“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，后续在财政发力的支撑下，基建投资有望加速落地。
- **风险因素：**信贷政策收紧；海外制造业复苏不及预期。

目录

一、制造业企业成本压力或加剧.....	3
二、外需表现好于内需.....	5
三、服务业景气度回落，基建投资有望加速落地.....	6
风险因素.....	8

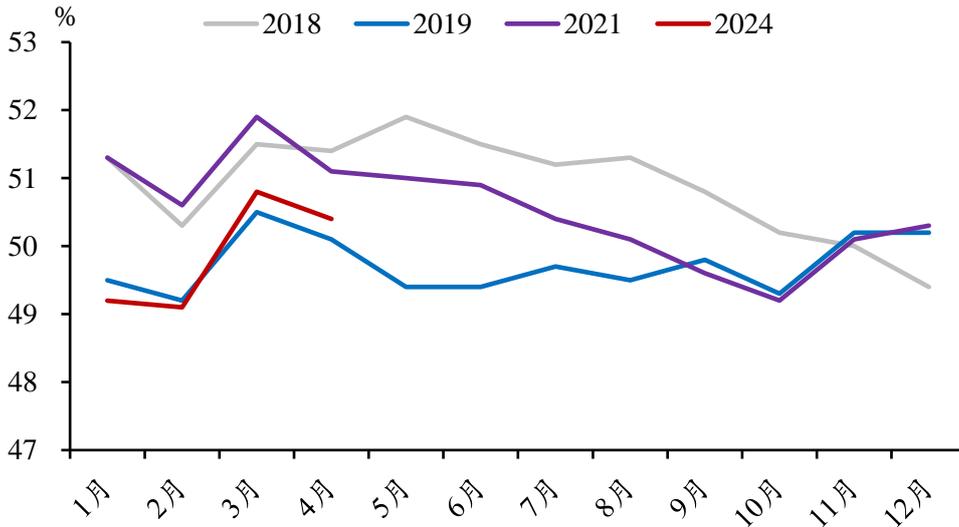
图目录

图 1：4 月 PMI 变化符合季节性.....	3
图 2：原材料购进价格与出口价格差值扩大.....	4
图 3：大类行业利润占比.....	4
图 4：4 月生产指数的上升要强于季节性.....	5
图 5：4 月韩国、越南出口保持高增长.....	6
图 6：4 月服务业 PMI 弱于季节性.....	7
图 7：石油沥青装置开工率.....	7

## 一、制造业企业成本压力或加剧

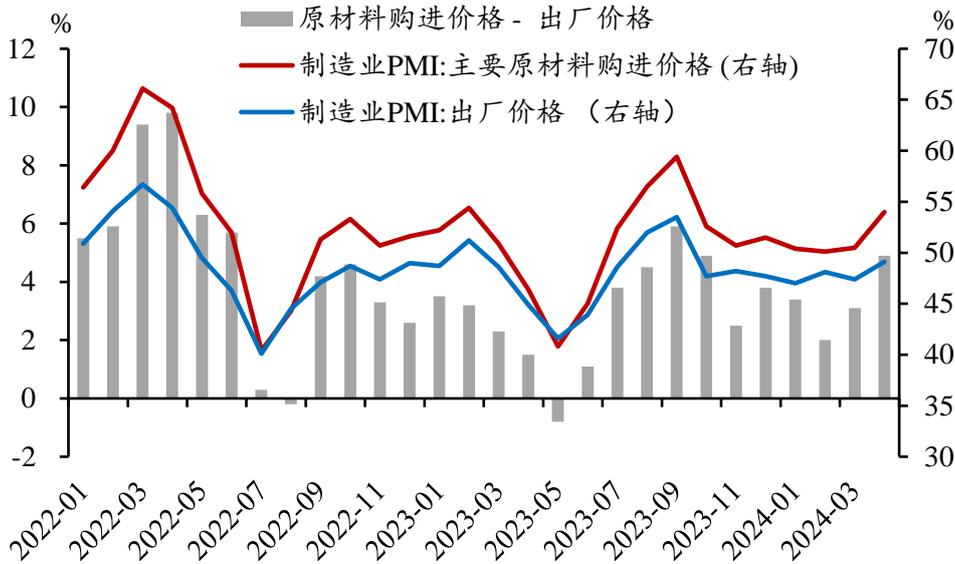
**4月PMI变化符合季节性，维持在扩张区间。**4月制造业PMI指数为50.4%，较3月下降0.4个百分点，制造业景气度维持在荣枯线以上。一般而言，3月PM在春节后复工复产的影响下会出现季节性回升，随后在4月小幅回落，2021年、2019年、2018年3月PMI分别下滑0.8、0.4、0.1个百分点。4月PMI的下降幅度基本符合季节性，我国制造业景气度保持平稳。

图 1：4月PMI变化符合季节性



资料来源：万得，信达证券研发中心

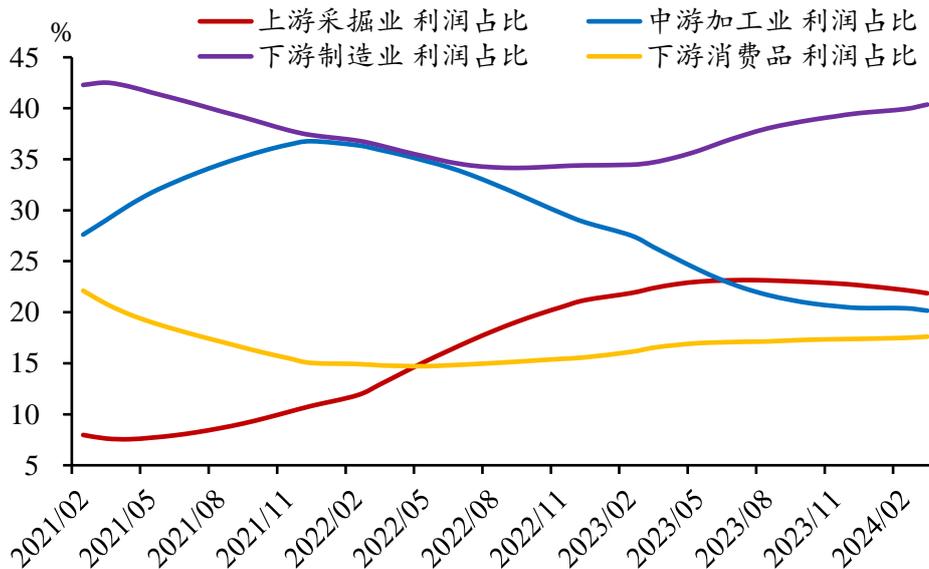
**从分项来看，制造业企业成本压力或有所加剧。**4月原材料购进价格指数录得50.5%，较上个月上升3.5个百分点。原材料价格上升主要和工业品价格上升有关，截至4月30日南华工业品价格较3月末上行6.9%，其中铜、铝等贵金属上涨幅度较大。然而，出厂价格指数仅上升1.7%，明显小于原材料价格，反映上游价格的上涨尚未顺利传导至下游行业，我们认为，制造业企业成本压力或有所加剧。另外，统计局调查结果显示，反映原材料成本高的企业占比为46.0%，比上月上升4.2个百分点，也印证了我们的观点。

**图 2：原材料购进价格与出口价格差值扩大**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

成本压力上升抑制了企业的采购需求。4月需求边际走弱, PMI 新订单指数为 51.1%, 比上月下降 1.9 个百分点。在需求偏弱的背景下, 成本压力上升抑制了企业的采购需求, 可以看到 4 月 PMI 采购量指数由 52.7% 下降至 50.5%。

我们判断, 下游消费品行业盈利可能受到扰动。从大类行业来看, 上游原材料涨价可能会挤压下游制造业、下游消费品行业的盈利空间。2023 年以来, 企业利润向下游制造业集中, 下游消费品行业利润整体保持平稳。我们认为, (1) 下游制造业利润在政策支持以及出口转好的背景下, 行业议价能力较强, 有望继续表现强劲。根据统计局的数据, 4 月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) 在内需低迷的环境下, 上游原材料价格的提升可能会挤压下游消费品行业的利润, 可能需要警惕下游消费品盈利回落。消费品行业 PMI 为 50.5%, 比上月下降 1.3 个百分点。

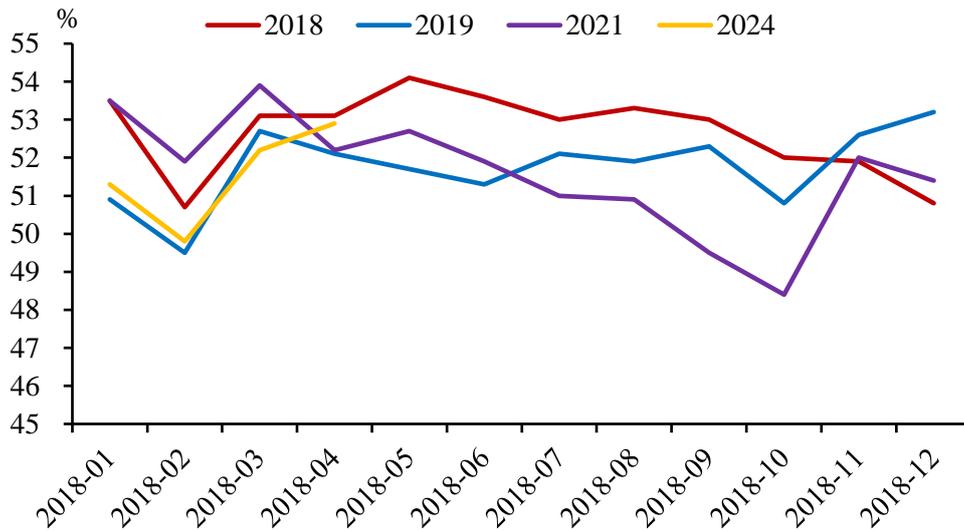
**图 3：大类行业利润占比**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 二、外需表现好于内需

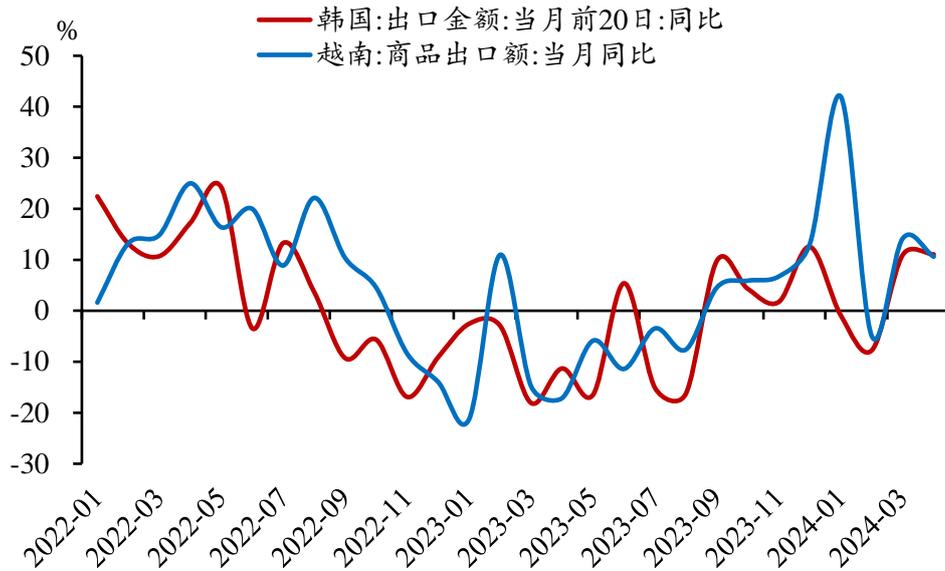
**生产与需求指数的差值扩大。**生产指数为 52.9%，比上月上升 0.7 个百分点。2021 年、2019 年、2018 年 4 月 PMI 的环比变化分别-1.7、-0.6、0.0 个百分点，说明生产指数的上升要强于季节性。另一方面，新订单环比下降，导致“生产-新订单”的差值扩大，制造业供大于求的问题依然存在。

图 4：4 月生产指数的上升要强于季节性



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**外需表现好于内需。**新订单指数为 51.1%，比上月下降 1.9 个百分点；从外需情况看，新出口订单指数为 50.6%，比上月下降 0.7 个百分点。相较于外需而言，内需的下降幅度更大。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指数和新出口订单指数均位于 53.0% 以上，相关行业国内外市场需求有所增加。韩国和越南的出口表现可以作为我国的参考，4 月越南出口金额同比增长 10.6%，韩国前 20 日出口金额同比增长 11.1%，均保持较高增速，前值分别是 14.2% 和 11.0%。

**图 5：4 月韩国、越南出口保持高增长**


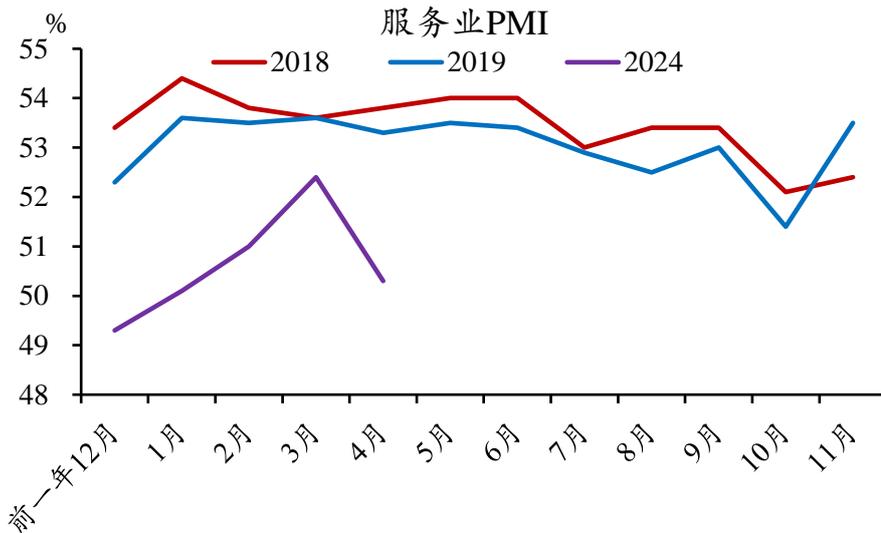
资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**市场预期总体稳定。**生产经营活动预期指数为 55.2%，比上月下降 0.4 个百分点，表明制造业企业对近期市场发展信心总体稳定。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。按照企业规模分类，大型企业 PMI 比上月下降 0.8 个百分点；中型企业 PMI 比上月上升 0.1 个百分点；小型企业 PMI 与上月持平。

### 三、服务业景气度回落，基建投资有望加速落地

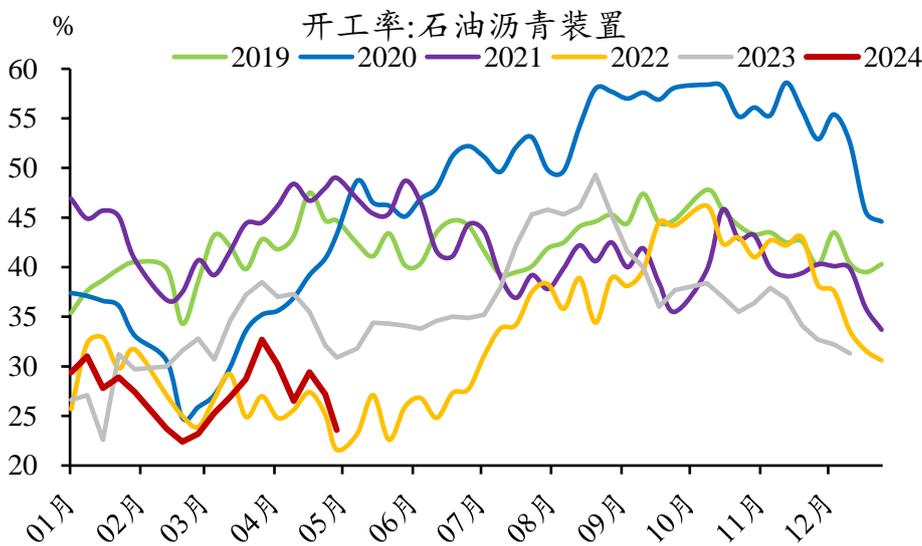
**企业生产经营活动和业务往来活动加速恢复，生产性相关服务业随之上升。**服务业景气水平有所回落。服务业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 2.1 个百分点，服务业扩张有所放缓。从行业看，资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行，景气水平偏弱。另外，批发业、零售业、餐饮业、航空运输业低于 50%。

**另一方面，小长假需求释放。**铁路运输、道路运输、景区相关服务业和文体娱乐相关行业商务活动指数均升至 53% 以上。

**图 6：4 月服务业 PMI 弱于季节性**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

**建筑业扩张加快，基建投资有望加速落地。**4月建筑业商务活动指数比上月上升0.1个百分点，为56.3%。其中，土木工程建筑业商务活动指数为63.7%，比上月上升3.9个百分点，主要原因在于基础设施建设推进。从市场预期看，业务活动预期指数为56.1%，持续位于较高景气区间。从高频数据可以看到，前4个月与基建投资实物工作量相关的石油沥青开工率处于历史较低位置，我们认为其与财政支出速度偏慢有关。4月政治局会议强调，要“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，后续在财政发力的支撑下，基建投资有望加速落地。

**图 7：石油沥青装置开工率**


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

信贷政策收紧；海外制造业复苏不及预期。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。