

扩张继续，价格反弹

——2024年4月PMI分析

核心要点：

事件：国家统计局4月30日发布数据显示，中国12月官方制造业PMI为50.4%。连续俩个月进入扩张区间。符合市场预期。

一、**生产继续扩张。**4月生产指数扩大至52.9%（前值52.2%），新订单指数有所回落但仍在扩张区间；库存指数下滑。

二、**原材料价格上涨但出厂价仍然收缩。**价格方面，4月原材料购进价格大幅抬升至54%，出厂价指数涨至49.1%，虽仍在荣枯线下但已临近扩张区间。从CRB走势来看，4月CRB现货指数已走出下降的趋势，当月同比涨0.36%，因此带动原材料价格和出厂价格指数的抬升。

三、**采购量小幅下滑。**4月采购量指数50.5%（前值52.7%），原材料库存维持48.1%，体现了由于原材料价格上涨，出厂价格不能满足企业利润，导致企业维持基本生产的采购水平，没有大幅囤货。

四、**大、中、小型企业指数在临界值以上保持稳定，出口企业景气度高。**4月大型企业指数虽然维持在50%以上但出现小幅下滑，中型企业指数上升0.1pct至50.7%，小型企业指数维持50.3%。中小企业的景气于4月财新PMI继续扩张体现了出口企业景气度更好。

五、**建筑业PMI延续扩张态势，服务业PMI保持扩张区间但出现明显下滑。**4月建筑业PMI上升0.1pct至56.3%，继续保持高景气度，表明了政策的支持力度在加大。但4月服务业PMI下降2.1pct至50.3%（前值52.4%），虽处荣枯线之上但跌幅较大。新订单下滑0.7pct至46.5%（前值47.2%），依然在收缩区间。

六、**原材料行业景气度较弱，下游行业维持高景气。**细分行业来看，非金属矿物制品，黑色金属冶炼及加工和有色金属冶炼及加工PMI均在50%以下，尤其是非金属矿物制品，仅为37.5%。本月景气度最高的4个行业为纺服、电气机械、计算机和医药。

总体来看，4月制造业PMI总体展现了积极的一面。新订单指数和生产指数连续处于扩张区间，以及库存指数的回落意味着需求正在恢复，供需关系正在弥合。但需要注意目前出厂价格在收缩区间叠加购进价格在扩张区间并不利于企业盈利，利润趋势在上月转正后再度转负，企业盈利蒙上阴影。这点已经在工业企业利润在3月环比负值中体现，中游制造业企业的利润被压缩的比较明显。

展望后市：连续扩张的生产和订单指数预计会推高4月的工业增加值。但4月工业企业利润可能改善不会明显。PPI预计会有明显反弹。如果生产和新订单的趋势可以延续，库存周期的筑底有望结束。

分析师

许冬石

☎：010-8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

研究助理：铁伟奥

风险提示：

1. 政策时滞的风险
2. PPI持续为负的风险

生产景气度延续。3月官方制造业PMI录得50.4%（前值50.8%），连续两个月进入扩张区间。3月制造业PMI总体展现了积极的一面，其中生产指数扩大至52.9%（前值52.2%），新订单指数有所回落但仍在扩张区间，录得51.1%（前值53%）；库存指数47.3%（前值48.9%）。新订单指数和生产指数连续处于扩张区间，以及库存指数的回落意味着需求正在恢复，供需关系正在弥合。预计4月的工业增加值数据会趋于强势。

图1. 中采制造业PMI (%)

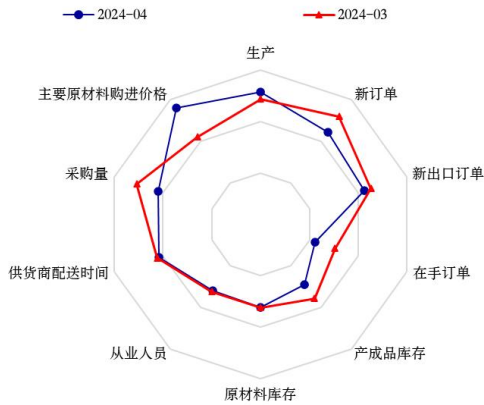
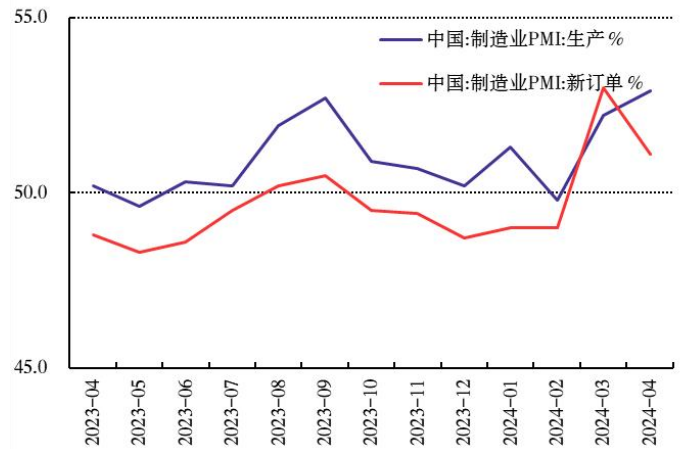


图2. 4月生产指数仍然高于临界值，新订单指数有所回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

原材料价格上涨但出厂价仍然收缩。价格方面，4月原材料购进价格大幅抬升至54%（前值50.5%），出厂价指数涨至49.1%（前值47.4%），虽仍在荣枯线下但已临近扩张区间。从CRB的走势来看，4月CRB现货指数已走出下降的趋势，当月同比涨0.36%，因此带动原材料价格和出厂价格指数的抬升。以此趋势来看4月PPI会有不错的修复。但需要注意目前出厂价格在收缩区间叠加购进价格在扩张区间并不利于企业盈利，利润趋势在上月转正后再度转负，企业盈利蒙上阴影。这点已经在工业企业利润在3月环比负值中体现，中游制造业企业的利润被压缩的比较明显。因此4月工业企业利润可能改善不会明显。

采购量（50.5%，前值52.7%）和原材料库存维持48.1%，也体现了由于原材料价格的上涨，但出厂价格不能满足企业利润，导致企业维持基本生产运营的采购水平，但并没有大幅囤货。不过如果生产和新订单的趋势可以延续，企业预期改善，采购量也会逐步扩大。

图 3. CRB 指数 4 月回升，带动 PMI 购进和出厂价格的抬升

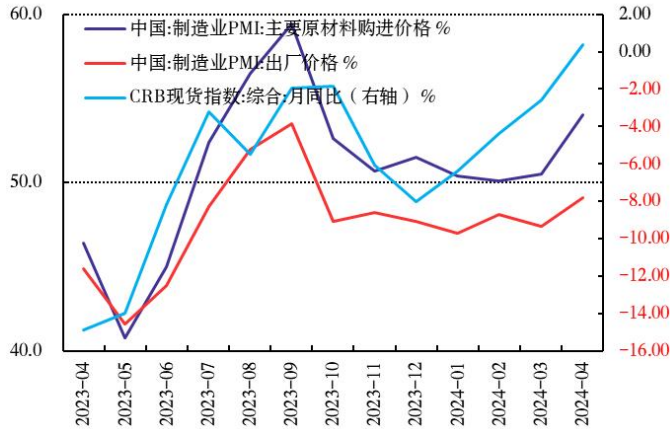
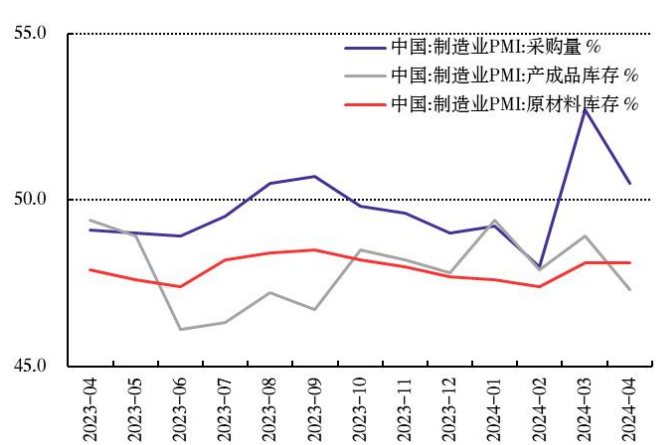


图 4. 采购量、产成品库存和原材料库存



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

大、中、小型企业指数在临界值以上保持稳定。4月大型企业指数虽然维持在50%以上但出现小幅下滑,录得50.3%(前值51.1%),中型企业指数上升0.1pct至50.7%(前值50.6%),小型企业指数维持在50.3%(前值50.3%)。中小企业的景气于4月财新PMI继续扩张(录得51.40%,前值51.10%)体现了出口企业景气度更好。

图 5. 大、中、小型企业景气度均在临界值以上

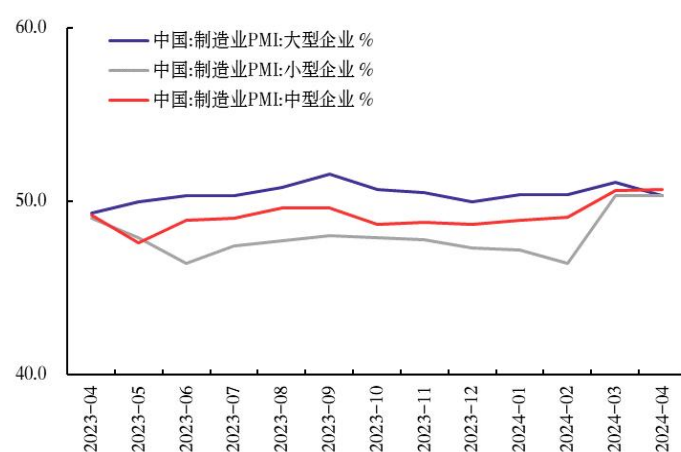
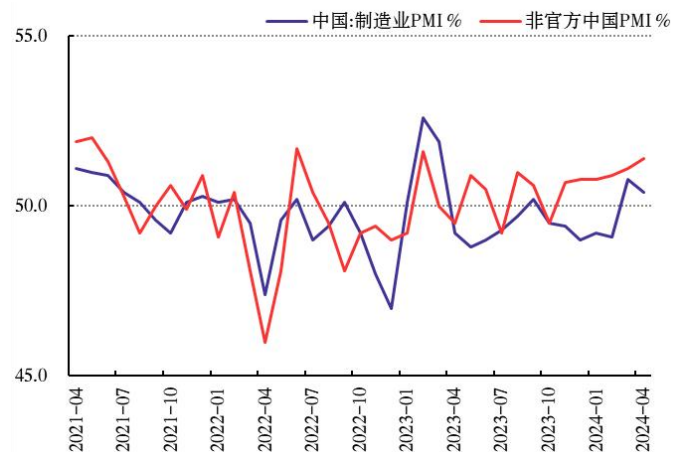


图 6. 官方和非官方 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

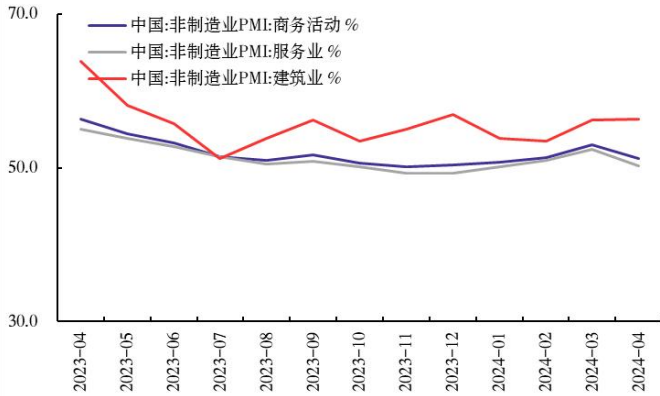
建筑业 PMI 延续扩张态势,但新订单指数下降。4月建筑业PMI上升0.1pct至56.3%(前值56.2%),继续保持高景气度,表明了政策的支持力度在加大。但新订单指数下滑2.9pct至45.3%(前值48.2%)。

服务业 PMI 保持扩张区间但出现明显下滑。4月服务业PMI下降2.1pct至50.3%(前值52.4%),虽处荣枯线之上但跌幅较大。新订单下滑0.7pct至46.5%(前值47.2%),依然在收缩区间。

建筑业、服务业从业人员指数有所好转。制造业从业人员指数下滑0.1pct至48.0%(前值48.1%),较年初有所回暖;建筑业从业人员指数上升0.4pct至46.1%(前值45.7%),请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

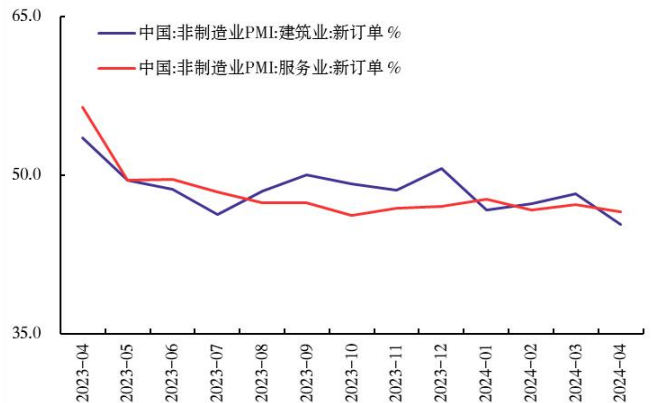
终止连续三个月的下滑；服务业从业人员指数上升 0.6pct 至 47.4%（前值 46.8%）。但整体上仍处在收缩区间。

图 7. 建筑业 PMI 小幅上升，但服务业 PMI 有所回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 服务业与建筑业新订单指数均下降

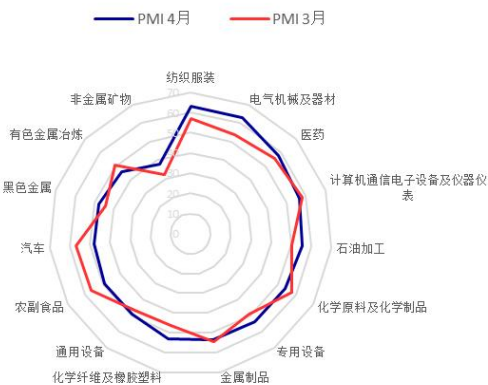


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

原材料行业景气度较弱，细分行业来看，非金属矿物制品，黑色金属冶炼及加工和有色金属冶炼及加工 PMI 均在 50% 以下，尤其是非金属矿物制品，仅为 37.5%。但是非金属矿物制品 4 月新订单指数仅有 37.6%，但生产指数为 40%，生产高于订单表明该行业激烈竞争。黑色金属冶炼有同样的趋势，3 月新订单为 47.4%，但产量指数为 48.7%，逼近临界线。该趋势与工业企业利润中采矿业的持续下滑相呼应。

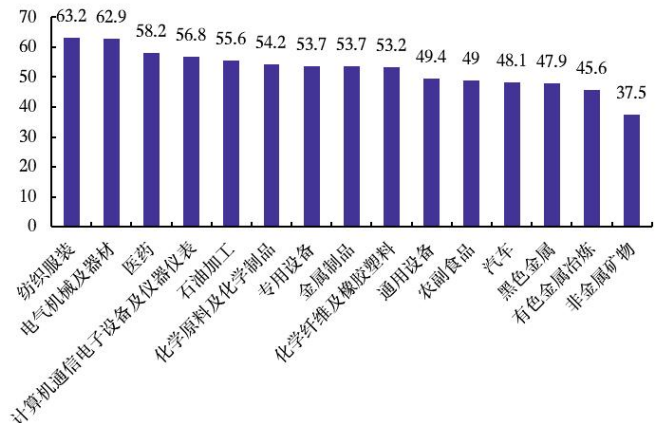
下游行业维持高景气。本月景气度最高的 4 个行业为纺服、电气机械、医药和计算机，分别为 63.2%，62.9%，58.2% 和 56.8%。汽车本月景气度下滑至荣枯线下，细分来看产量依然维持荣枯线上方 53.2%，但新订单仅为 43.7%，低于过去三个月均值，可能是由于过去几个月汽车行业订单和生产过多，目前市场上价格战依旧，企业有消化存量产能的现象。

图 9. 分行业 PMI 4 月和 3 月对比 (%)



资料来源: 中采, 中国银河证券研究院

图 10. 4 月行业 PMI (%)



资料来源: 中采, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券，新财富团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn