



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

《PMI 当前三大亮点和未来三大关注点——3月 PMI 数据点评》

《产能过剩开始有所缓解的三点线索——2月 PMI 数据点评》

4月 PMI 的三大核心要点

——2024年4月 PMI 数据点评

投资要点:

- 核心观点: 4月制造业以及非制造业 PMI 双双回落, 但仍位于荣枯线以上, 有三点值得关注:** (1) 部分行业产能过剩现象仍然存在: 供需视角下, 供需差走阔, 由3月的负值 (-0.8%) 转为4月的正值 (1.8%), 表明企业开工效果渐显, 部分行业产能过剩现象仍然存在。分项数据也指向复工复产加速下 PMI 维持扩张区间, 分项来看景气度环比提升: 设备类>原料类>中间品类>消费类。(2) 企业盈利或将承压: 价格视角上, 上游和下游价格指数差收窄, 企业盈利或将承压。4月主要原材料购进价格指数为 54.0%, 较前月上升 3.5 个百分点; 出厂价格指数为 49.1%, 较前月上升 1.7 个百分点。原材料和产成品价格差收窄。出厂价格分项来看, 石油加工及炼焦业、纺织服装服饰业位于扩张区间且环比回升至 66.4%和 61.7%。购进价格分项来看, 有色金属冶炼及压延加工业、金属制品业位于扩张区间且环比回升至 74.7%和 73.3%。(3) 建筑业景气度回升: 非制造业视角下, 复工复产加速+重大项目推动建筑业景气度回升, 与建筑业相关的分项中, 景气度排序为: 土木工程建筑业>建筑安装装饰及其他建筑业>房屋建筑业, 土木工程建筑业景气度回升主因新订单支撑, 建筑安装装饰及其他建筑业景气度回升主因生产经营人员和中间品价格支撑。
- 总览: 4月制造业以及非制造业 PMI 双双回落, 但仍位于荣枯线以上。** 2024年4月, 中国制造业采购经理指数(制造业 PMI)为 50.4%, 虽较上月下降 0.4 个百分点, 但仍位于扩张区间, 我国经济景气水平总体延续扩张。4月中国非制造业商务活动指数(非制造业 PMI)为 51.2%, 较上月下降 1.8 个百分点。其中, 建筑业 PMI 回升 0.1 个点至 56.3%, 服务业 PMI 回落 2.1 个点至 50.3%。我们从供需、结构、非制造、价格、库存和外贸六个维度对 4月 PMI 进行了分析:
- 供需视角下, 复工复产加速供需差由负转正, 部分行业产能过剩现象仍然存在。** 从供给端来看, 4月生产指数为 52.9%, 较前月回升 0.7 个百分点, 制造业生产景气水平延续回升态势; 从需求端来看, 4月新订单指数为 51.1%, 较前月回落 1.9 个百分点。生产指数环比变动高于新订单指数, 供需差走阔, 由3月的负值 (-0.8%) 转为4月的正值 (1.8%), 表明企业开工效果渐显, 部分行业产能过剩现象仍然存在。分项数据也指向复工复产加速下 PMI 维持扩张区间, 分项来看景气度环比提升: 设备类>原料类>中间品类>消费类, 设备类中的电气机械及器材制造业回升 9.4%至 62.9%; 原料类中的非金属矿物制品业回升 5.5%至 37.5%; 中间品类中的化学纤维及橡胶塑料制品业和纺织服装服饰业分别回升 6.6%和 6.3%至 53.2%和 63.2%; 消费类中的医药制造业回升 2.2%至 58.2%。整体来看, 生产和需求连续两个月位于扩张区间, 供需景气度持续改善, 在此带动下, 主要原材料购进价格回升明显增加, 指数为 54.0%, 比上月上升 3.5 个百分点。

- **结构视角下，大、中、小型企业分化程度减弱，中小型企业景气度持平或回升。**4月大型企业 PMI 为 50.3%，较前月回落 0.8 个百分点，大型企业景气水平连续 12 个月保持在临界点及以上，持续发挥支撑引领作用：中型企业 PMI 为 50.7%，较前月回升 0.1 个百分点；小型企业 PMI 为 50.3%，与前值持平，整体来看，各规模企业生产指数和新订单指数均连续两个月位于扩张区间，供需持续释放。**分项来看，大型企业景气度回落、中型企业景气度回升、小型企业景气度持平。**三种类型企业 PMI 分项中，经营活动预期 PMI 均在荣枯线上方，存货、订单、生产经营人员、新订单和中间投入价格 PMI 多位于收缩区间。**中型企业景气度回升主因中间投入价格支撑。小型企业景气度与前值持平主因新订单支撑景气度减弱。**具体来看，中型企业 PMI 分项中，经营活动预期为 54.4%，处于扩张区间，较前值小幅回落 1.7%，中间品投入价格为 51.1%，自收缩区间转入扩张区间，在手订单和国外新订单分别为 43.6% 和 48.8%，虽然位于收缩区间但是环比上升表明收缩幅度在缩小。小型企业 PMI 分项中，经营活动预期和经营活动状况分别为 58.0% 和 51.3%，均处于扩张区间，但是扩张幅度有所收窄，新订单自扩张区间（50.1%）转为收缩区间（46.2%），是小型企业 PMI 景气度较前值回落的主要原因。验证我们在前期报告中《PMI 当前三大亮点和未来三大关注点——3 月 PMI 数据点评》的观点：中型企业景气度回升、小型企业景气度与前值持平有两点原因：一是国内视角上，主因政策支持，2024 年，工信部将重点建设 100 个左右中小企业特色产业集群，推进实施中小企业数字化赋能专项行动。中央财政连续 3 年支持 4 万多家中小企业实施数字化改造，促进中小企业专精特新发展。二是海外视角上，外需韧性强，出口回暖带动中小企业产销改善，巩固回升向好势头。
- **非制造业视角下，复工复产加速+重大项目推动建筑业景气度回升。**4 月中国非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）为 51.2%，较上月下降 1.8 个百分点。其中，建筑业 PMI 回升 0.1 个点至 56.3%，服务业 PMI 回落 2.1 个点至 50.3%。整体来看，非制造业中，建筑业景气度回升最快。**分项来看，建筑业 PMI 分项中，经营活动预期、经营活动状况和中间品价格分别为 56.1%、56.3% 和 52.2%，均处于扩张区间，且经营活动状况和中间品价格扩张幅度有所加大。与建筑业相关的分项中，景气度排序为：土木工程建筑业>建筑安装装饰及其他建筑业>房屋建筑业，**土木工程建筑业景气度回升主因新订单支撑，建筑安装装饰及其他建筑业景气度回升主因生产经营人员和中间品价格支撑。**我们认为，建筑业景气度继续回升主因：一是天气转暖，各地建筑工程施工进度加快，建筑业商务活动指数为 56.3%，比上月上升 0.1 个百分点，建筑业总体扩张加快；二是各省份重大项目清单+国债项目逐步落地，2 月 7 日，发改委下达 2023 年增发国债第三批项目清单，至此 2023 年 1 万亿元增发国债项目全部下达完毕，实物工作量有望加快形成，对建筑业景气度形成支撑。但是也要关注到，地方化债背景下，建筑业商务活动指数承压。**
- **价格视角上，上游和下游价格指数差收窄，企业盈利或将承压。**4 月主要原材料购进价格指数为 54.0%，较前月上升 3.5 个百分点；出厂价格指数为 49.1%，较前月上升 1.7 个百分点。原材料和产成品价格差收窄。**出厂价格分项来看，**黑色金属冶炼及压延加工业和石油加工及炼焦业位于扩张区间且环比回升至 72.7% 和 66.4%。**购进价格分项来看，**黑色金属冶炼及压延加工业和有色金属冶炼及压延加工业位于扩张区间且环比回升至 55.9% 和 74.7%。**原料购进价格上涨主因：一是 UPM、Metsa 等芬兰浆厂巨头近期宣布暂时关停部分纸浆工厂，纸浆供给或受到一定程度**

度的扰动因而带动纸浆价格上涨；二是3月欧佩克达成协议延长减产至2024年中旬，有望改善原油供给过剩的局面，其他工业品价格上涨可能系油价反弹拉动；三是国内节后复工复产，建筑业施工走旺，一定程度上改善了工业品需求；四是3月全球制造业PMI维持荣枯线上方，全球制造业景气度回升，海外工业品供给承压。**出厂价格指数环比上行主因：**万亿国债以及稳增长政策逐步兑现，上游原材料购进价格逐步传导至下游出厂价格。我们在前期报告《PMI当前三大亮点和未来三大关注点——3月PMI数据点评》中提示“关注上游价格传导至下游的时间”。

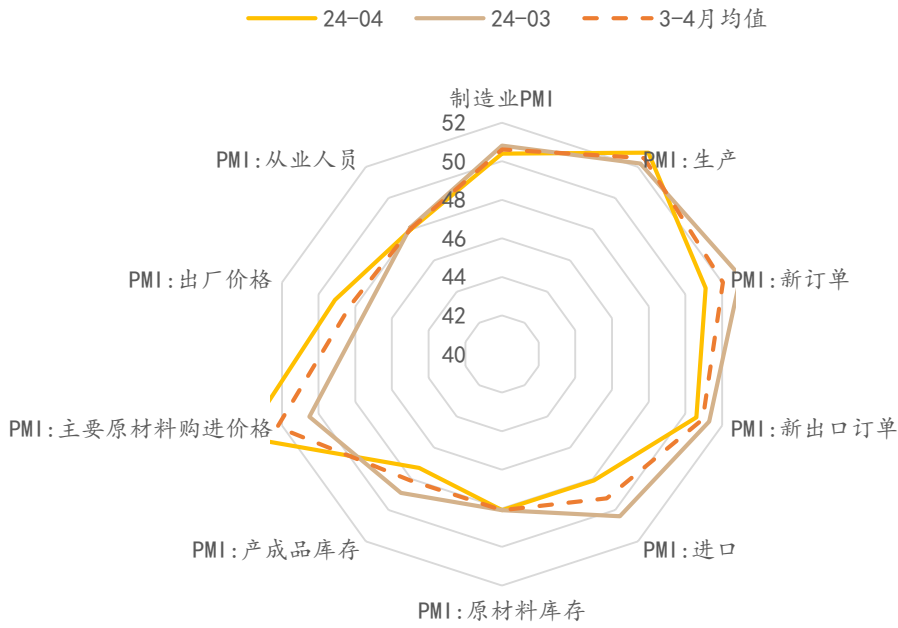
- **库存视角上，设备效能标准、设备更新和以旧换新政策加速落地，未来实际补库或将开启。**4月原材料库存指数为48.1%，与上月持平，产成品库存指数为47.3%，较前月下降1.6个百分点，两个库存指数均仍处收缩区间，但是收缩速度较3月有所放缓。**预计后续或逐步开启补库周期，主要有两点原因：**一是产出缺口辅助判断补库周期即将开启，用产成品库存+生产代替供给，用在手订单+新订单代替需求，计算得出4月产出缺口增速自3月的环比-9.7%下降至4月的-7.7%，补库周期即将开启；二是设备效能标准、设备更新和以旧换新政策有望助力补库开启，2月7日，国家发展改革委同工业和信息化部等部门印发了《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平》，强调“加快提升产品设备节能标准。”有望加速各行业中能效偏低产品设备的“出清”。3月7日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，多项政策有助于推进再制造和梯次利用，政策效果或将逐步显现助力补库周期开启。4月26日，商务部、财政部等7部门联合发布《汽车以旧换新补贴实施细则》。对报废燃油乘用车并购买燃油乘用车的，补贴7000元，对报废燃油或新能源乘用车并购买新能源乘用车新车的补贴1万元。
- **外贸视角上，外需韧性仍存无需过度担忧。从出口端来看，**4月制造业新出口订单回落0.7个百分点至50.6%，可能与全球制造业景气度边际回落有关，但是从高频数据来看，年初以来，中国出口集装箱运价指数上涨27.4%，4月宁波集装箱运价指数触底1248.45点位后反弹至1441.05点，外需韧性仍存无需过度担忧。新出口订单与出口金额相关性较强，预计我国3月出口增速或短期将边际回落；**从进口端来看，**4月进口订单回落2.3个点至48.1%，内需边际走弱。整体来看，内外需均弱，新出口订单虽位于荣枯线以上但环比回落，进口订单指数由扩张区间转为收缩区间。
- **整体来看，4月PMI有三个值得关注的地方（部分行业产能过剩、利润承压以及建材景气度回升）。从政策来看，**两会以后，增量政策主要关注推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动具体落地情况，或成为重大项目外，财政端发力新抓手。此外，严监管或成为证监会下一阶段工作重点，证监会或将着力提升上市公司质量，促进资本市场高质量发展。目前来看，在地方层面，重大项目清单逐步落地，多地加速开工，有望加速推进落实工业稳增长政策。**向后看，**4月工业企业利润或将承压，价格指数景气度变动下，PPI有望筑底反弹，补库周期或将开启。
- **风险提示：**稳增长政策对内需的拉动效果不及预期；三大工程进展不及预期；房地产市场恢复不及预期；美联储货币政策超预期；外需恢复不及预期；化债进度不及预期。

表 1: 2024 年 4 月 PMI 数据概览

	单位: %	24-04	相对上月变化	荣枯线上下	相对 19-23 五年同期均值变化	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10
制造业 PMI 及分项	制造业 PMI	50.4	-0.4	上	1.4	50.8	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5
	新订单	51.1	-1.9	上	6.6	53.0	49.0	49.0	48.7	49.4	49.5
	新出口订单	50.6	-0.7	上	0.1	51.3	46.3	47.2	45.8	46.3	46.8
	生产	52.9	0.7	上	5.3	52.2	49.8	51.3	50.2	50.7	50.9
	原材料库存	48.1	0.0	下	-0.4	48.1	47.4	47.6	47.7	48.0	48.2
	产成品库存	47.3	-1.6	下	0.1	48.9	47.9	49.4	47.8	48.2	48.5
	供货商配送时间	50.4	-0.2	上	-4.2	50.6	48.8	50.8	50.3	50.3	50.2
	主要原材料购进价格	54.0	3.5	上	3.8	50.5	50.1	50.4	51.5	50.7	52.6
	出厂价格	49.1	1.7	下	0.5	47.4	48.1	47.0	47.7	48.2	47.7
	从业人员	48.0	-0.1	下	2.6	48.1	47.5	47.6	47.9	48.1	48.0
	在手订单	45.6	-2.0	下	-3.9	47.6	43.5	44.3	44.5	44.4	44.2
	采购量	50.5	-2.2	上	3.3	52.7	48.0	49.2	49.0	49.6	49.8
	进口	48.1	-2.3	下	-7.3	50.4	46.4	46.7	46.4	47.3	47.5
	生产经营活动预期	55.2	-0.4	上	5.0	55.6	54.2	54.0	55.9	55.8	55.6
按企业类型划分	大型企业	50.3	-0.8	上	1.0	51.1	50.4	50.4	50.0	50.5	50.7
	中型企业	50.7	0.1	上	1.5	50.6	49.1	48.9	48.7	48.8	48.7
	小型企业	50.3	0.0	上	-8.5	50.3	46.4	47.2	47.3	47.8	47.9
非制造业商务活动指数及分项	商务活动	51.2	-1.8	上	6.7	53.0	51.4	50.7	50.4	50.2	50.6
	建筑业	56.3	0.1	上	-2.5	56.2	53.5	53.9	56.9	55.0	53.5
	服务业	50.3	-2.1	上	-0.7	52.4	51.0	50.1	49.3	49.3	50.1
趋势性变化	动能: 新订单-生产	-1.8	-2.6	-	1.4	0.8	-0.8	-2.3	-1.5	-1.3	-1.4
	内需: 新订单-新出口订单	0.5	-1.2	-	6.6	1.7	2.7	1.8	2.9	3.1	2.7
	库存: 原材料库存+产成品库存	95.4	-1.6	-	-0.3	97.0	95.3	97.0	95.5	96.2	96.7
	价差: 出厂价格-原材料购进价格	-4.9	-1.8	-	-3.3	-3.1	-2.0	-3.4	-3.8	-2.5	-4.9

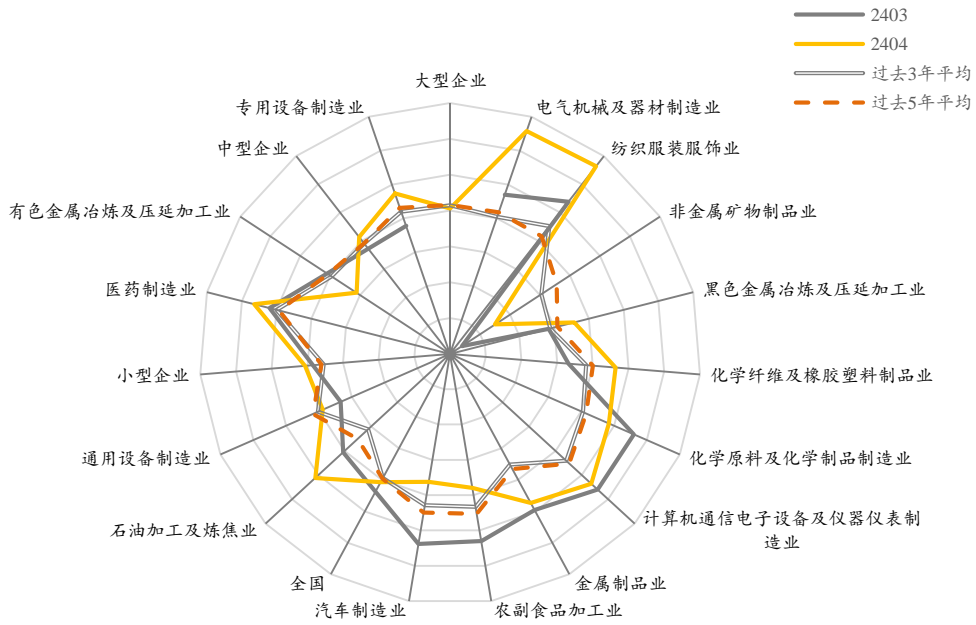
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1：制造业 PMI 主要分项指标 (%)



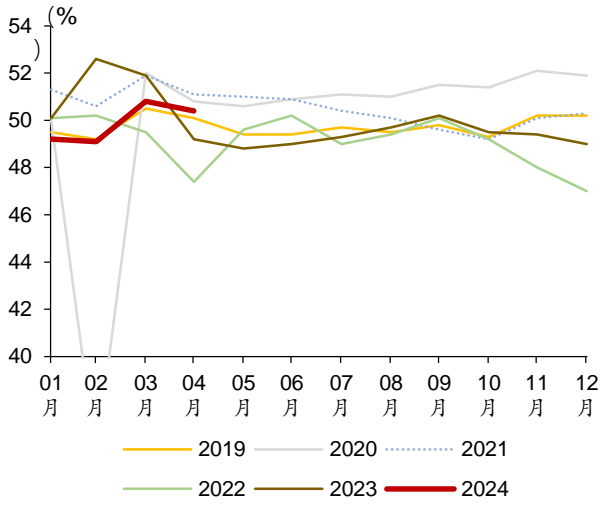
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：制造业 PMI 主要分项指标 (%)



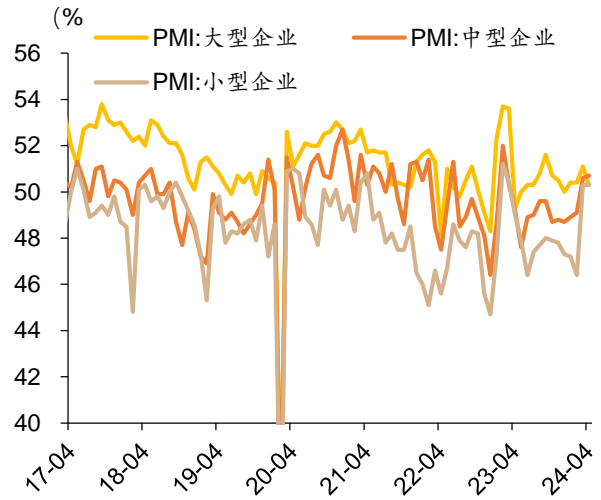
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：4 月制造业 PMI 季节性回落



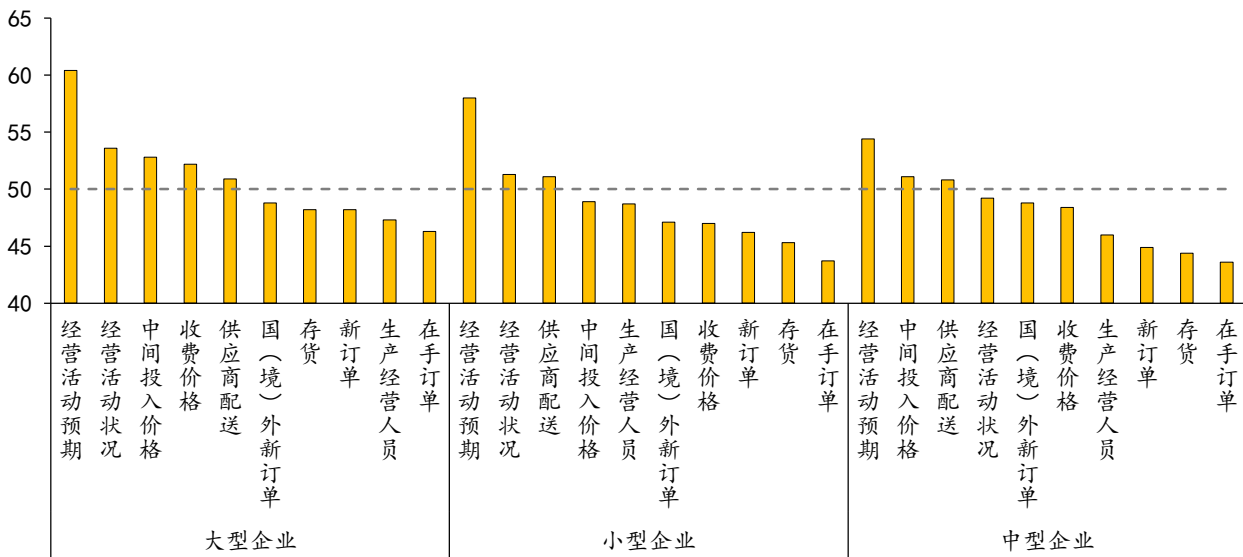
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2024 年 4 月中型企业 PMI 回升、大型企业 PMI 回落













资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：大中小型企业分项 PMI：经营活动预期和收费价格 PMI 在荣枯线上方，存货、订单、生产经营人员、新订单和中间投入价格 PMI 多位于收缩区间













资料来源：Wind，德邦研究所

表 2：小型企业 PMI 分项：经营活动预期和经营活动状况分别为 58.0%和 51.3%，均处于扩张区间（%）

小型企业 PMI 结构分项	走势图	相对上月变化	荣枯线上下	2404	2403	2402	2401	2312	2311	2310	2309
存货		-0.8	下	45.3	46.1	49.0	46.1	47.4	46.9	45.4	45.1
供应商配送		0.1	上	51.1	51.0	51.0	52.0	51.9	51.8	51.8	50.7
国（境）外新订单		-2.7	下	47.1	49.8	49.6	44.3	48.1	43.6	51.3	49.4
经营活动预期		-1.3	上	58.0	59.3	60.7	64.6	64.9	61.9	60.8	60.8
经营活动状况		-3.1	上	51.3	54.4	59.9	52.4	55.9	50.6	51.3	51.4
生产经营人员		1.0	下	48.7	47.7	49.6	48.2	47.6	47.7	46.9	46.9
收费价格		-0.4	下	47.0	47.4	47.2	47.9	50.1	48.1	48.2	46.8
新订单		-3.9	下	46.2	50.1	52.2	48.8	53.7	48.6	46.9	48.5
在手订单		-0.8	下	43.7	44.5	43.4	44.7	46.0	43.9	43.2	43.2
中间投入价格		0.9	下	48.9	48.0	50.3	49.3	50.4	50.2	49.4	49.4

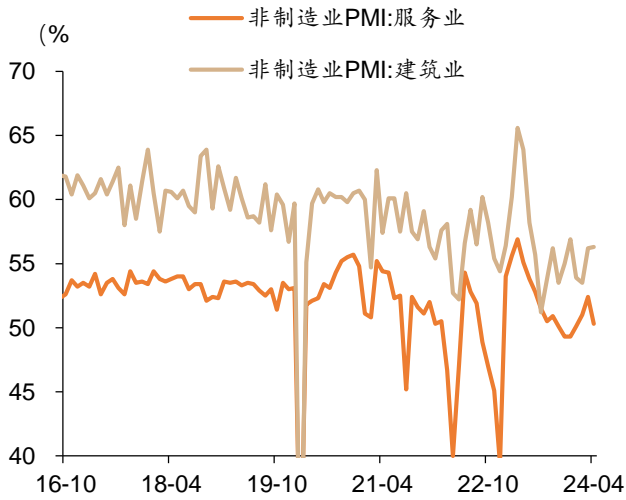
资料来源：Wind，德邦研究所

表 3：中型企业 PMI 分项：经营活动预期和中间品价格分别为 54.4%和 51.1%，均处于扩张区间（%）

中型企业 PMI 结构分项	走势图	相对上月变化	荣枯线上下	2404	2403	2402	2401	2312	2311	2310	2309
存货		-0.4	下	44.4	44.8	44.4	43.4	42.4	43.3	44.1	42.9
供应商配送		0.0	上	50.8	50.8	50.0	51.7	50.8	51.8	52.3	51.3
国（境）外新订单		2.1	下	48.8	46.7	45.7	47.3	48.5	42.8	45.8	46.5
经营活动预期		-1.7	上	54.4	56.1	54.5	56.1	55.6	55.6	55.3	57.1
经营活动状况		-0.8	下	49.2	50.0	50.5	48.3	46.8	46.5	51.2	48.4
生产经营人员		0.4	下	46.0	45.6	45.8	45.3	45.3	46.0	45.9	46.0
收费价格		0.7	下	48.4	47.7	48.1	48.8	49.8	49.3	48.6	49.7
新订单		0.5	下	44.9	44.4	45.8	44.6	43.7	43.9	46.9	44.3
在手订单		0.6	下	43.6	43.0	41.7	41.4	41.0	40.9	41.0	41.1
中间投入价格		1.8	上	51.1	49.3	50.2	49.8	50.3	51.0	49.9	52.1

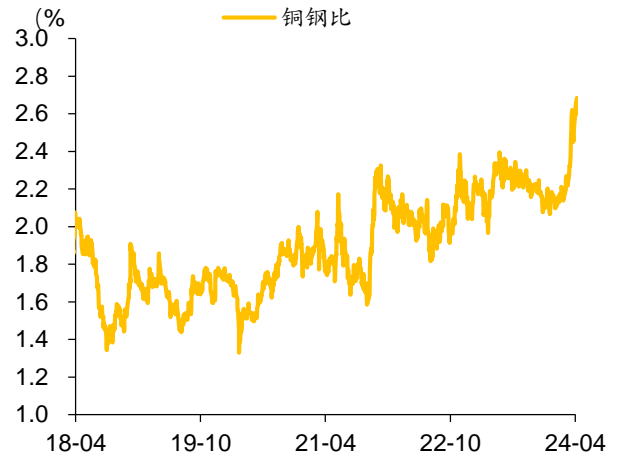
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：4 月建筑业 PMI 回升 0.1 个点至 56.3%



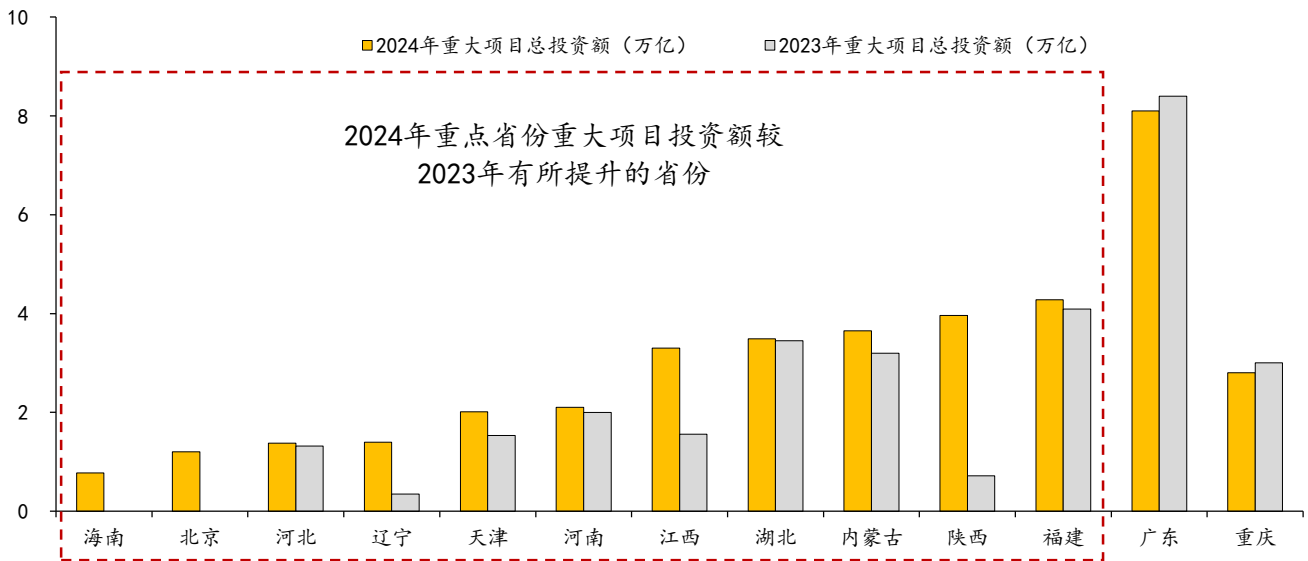
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：铜钢比上行验证：建筑业强，制造业弱的趋势



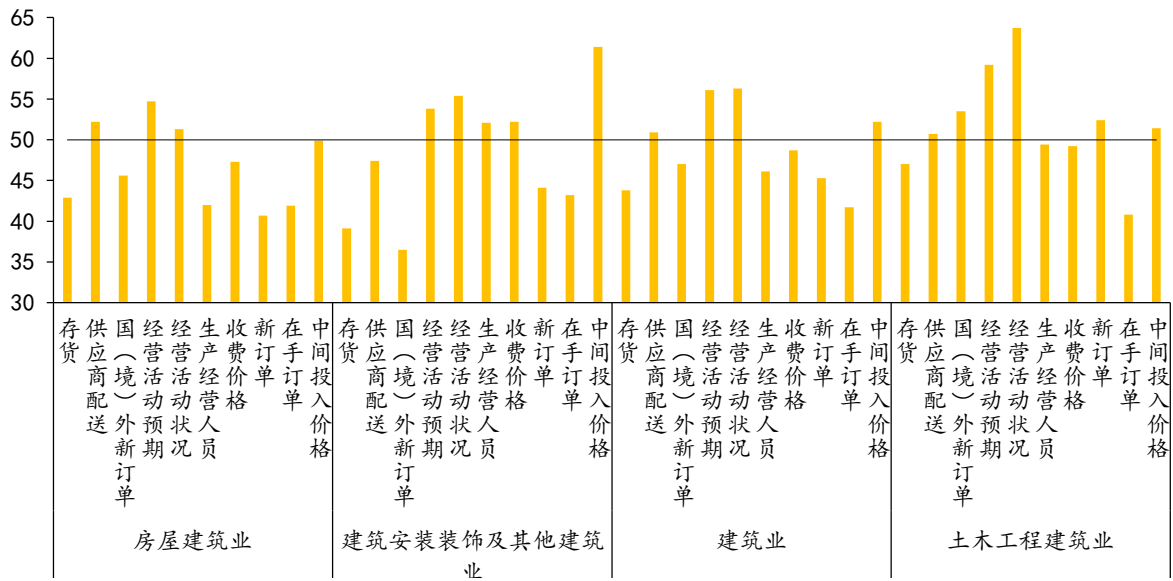
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：2024 年重点省份重大项目投资额较 2023 年有所提升



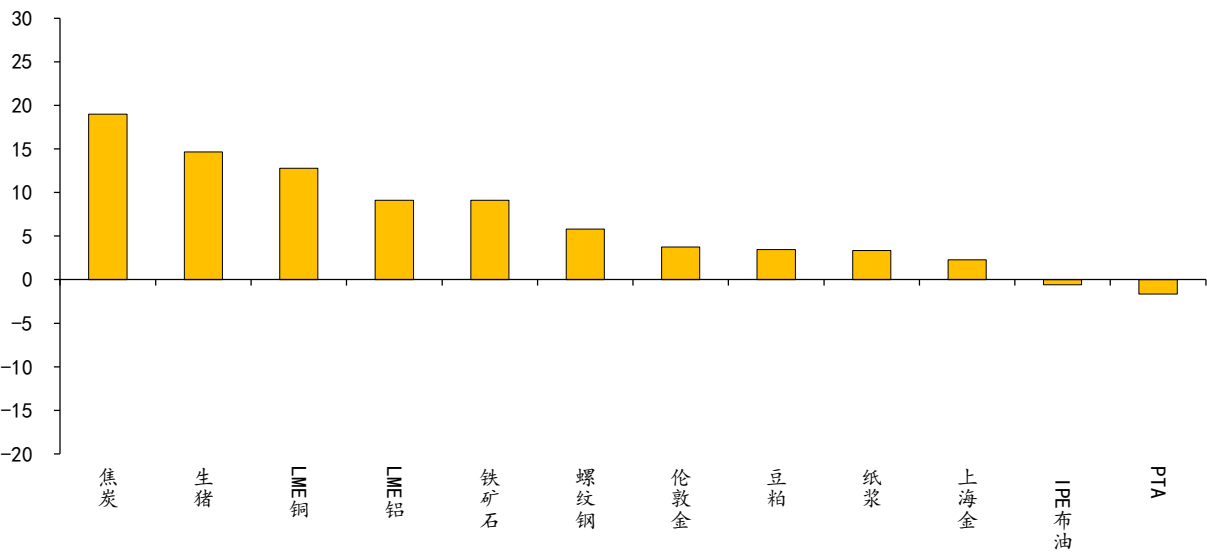
资料来源：北京市重大项目建设指挥部，天津市发改委，河北省发改委等，德邦研究所

图 9：与建筑业相关的分项中，景气度排序为：土木工程建筑业>建筑安装装饰及其他建筑业>房屋建筑业



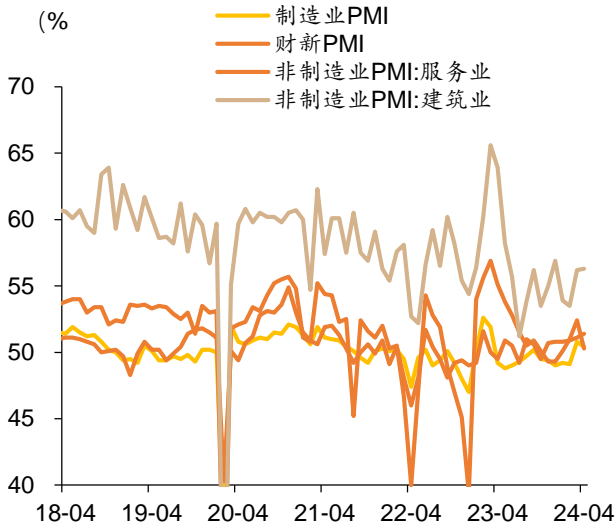
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：商品价格累计涨跌幅（4月至今）：涨多跌少



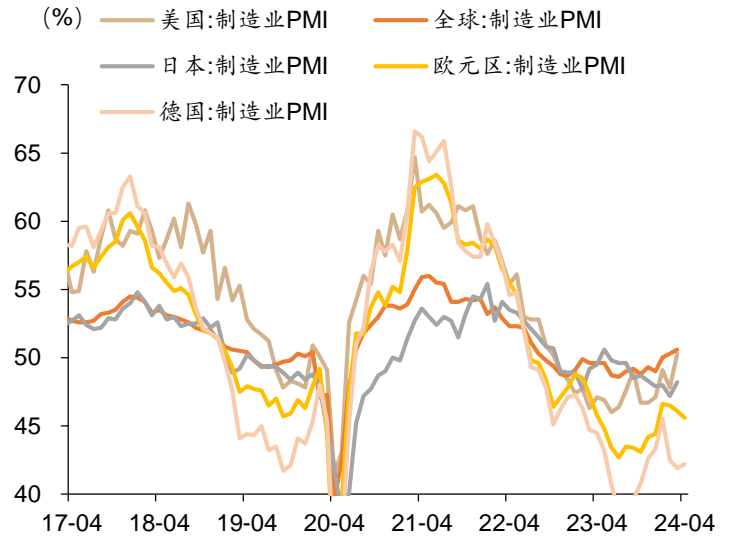
资料来源：Wind，德邦研究所
注：截止 4 月 30 日

图 11: 4 月财新 PMI 为 51.4%



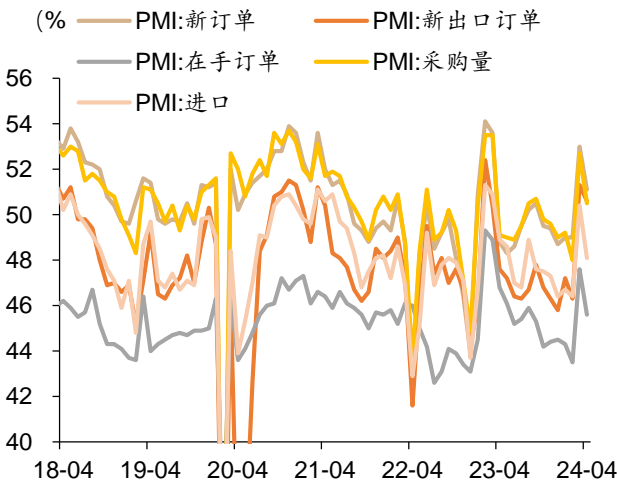
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 海外 PMI 指数



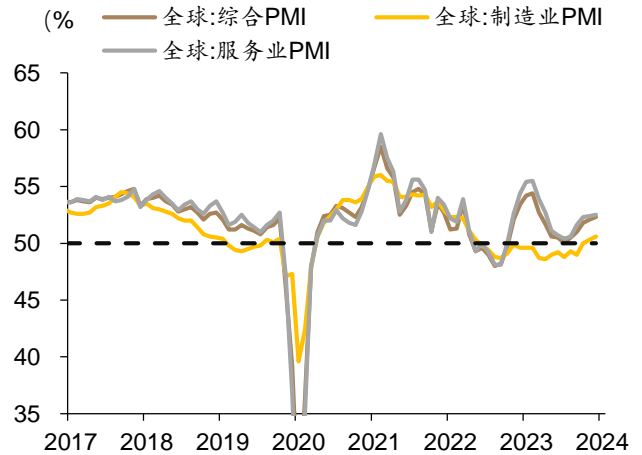
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 4 月制造业 PMI 订单指数多为环比下降



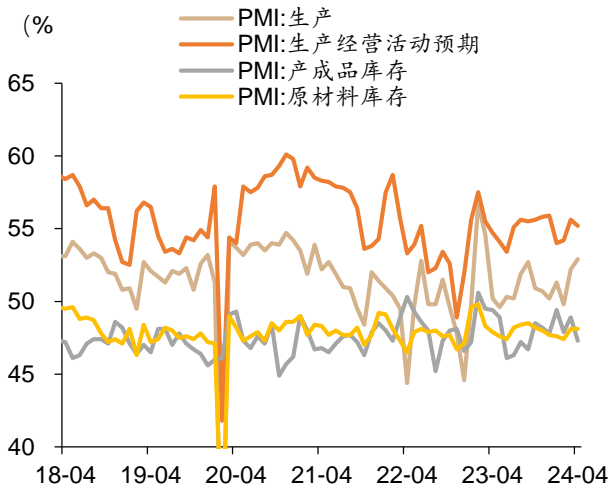
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 3 月全球制造业 PMI 位于荣枯线上方



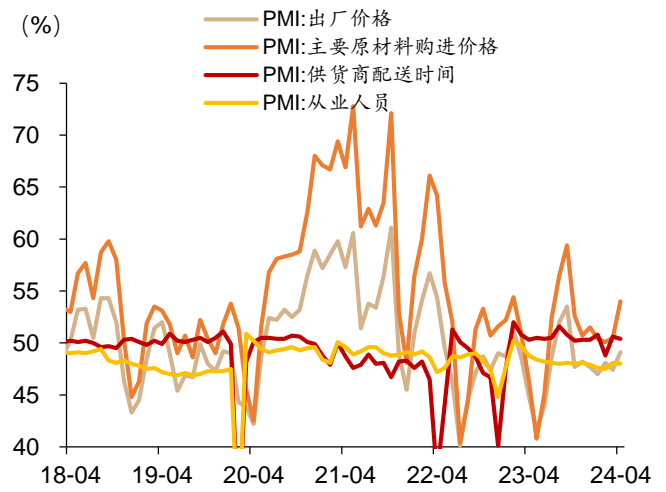
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: 4 月 PMI 生产经营活动预期指数较上月-0.4 个百分点



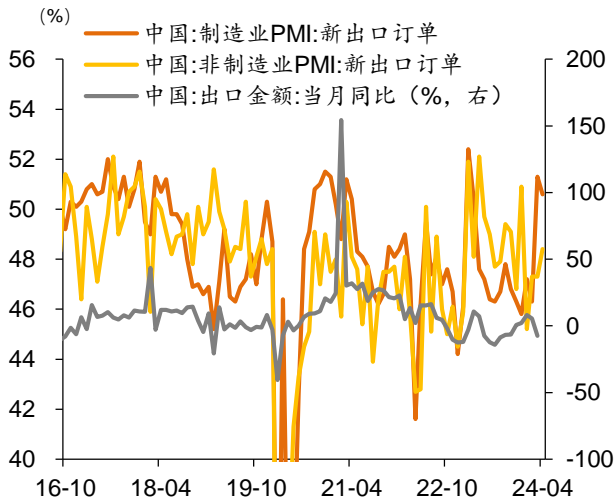
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 4 月主要原材料购进价格和出厂价格景气度较 3 月小幅上升



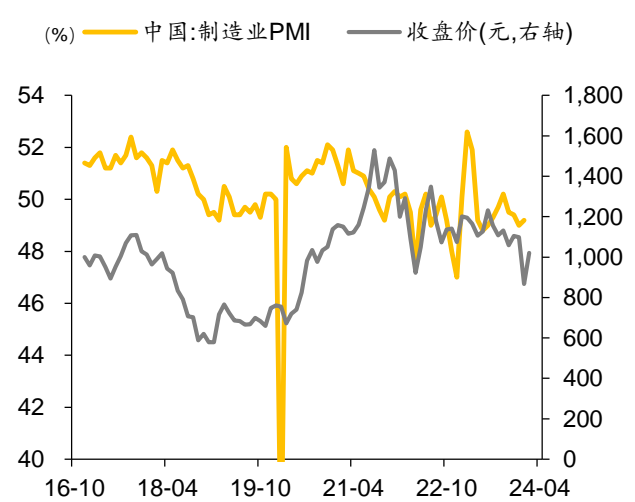
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 制造业 PMI 领先出口 1-2 个月



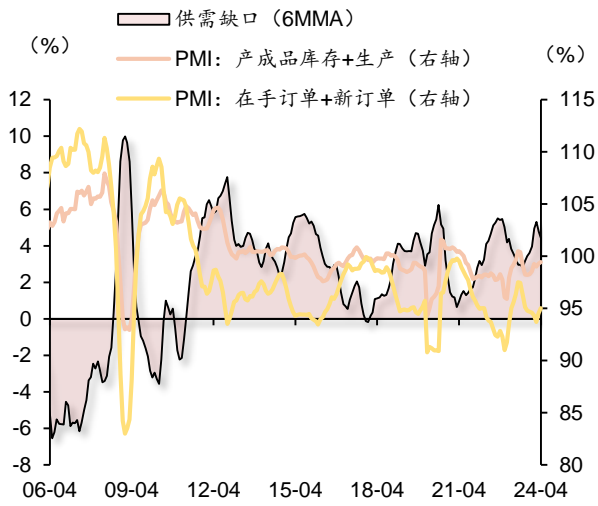
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 中证机床指数收盘价与制造业 PMI 走势接近



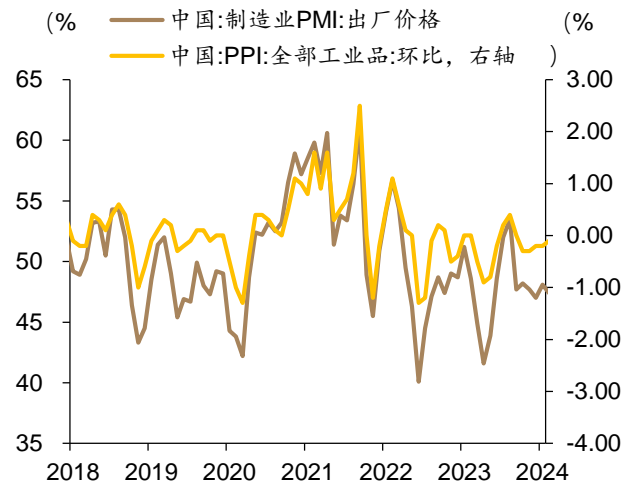
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 4 月供需缺口:



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 20: PMI 出厂价格与 PPI 拟合度较好



资料来源: Wind, 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。