

# 4月PMI数据解读

## 复苏延续，动能转弱

### ◆ 经济研究 · 宏观快评

**证券分析师：** 董德志      021-60933158      dongdz@guosen.com.cn      执证编码：S0980513100001  
**联系人：** 田地      0755-81982035      tiandi2@guosen.com.cn

### 事项：

4月30日，4月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为50.4（环比-0.4pct）；非制造业为51.2（环比-1.8pct）。

### 评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2024-04	50.40	50.30	50.70	50.30	52.90	51.10	50.60	48.10	47.30	54.00	49.10	50.40	48.00	55.20
	2024-03	50.80	51.10	50.60	50.30	52.20	53.00	51.30	48.10	48.90	50.50	47.40	50.60	48.10	55.60
	2024-02	49.10	50.40	49.10	46.40	49.80	49.00	46.30	47.40	47.90	50.10	48.10	48.80	47.50	54.20
	2024-01	49.20	50.40	48.90	47.20	51.30	49.00	47.20	47.60	49.40	50.40	47.00	50.80	47.60	54.00
	2023-12	49.00	50.00	48.70	47.30	50.20	48.70	45.80	47.70	47.80	51.50	47.70	50.30	47.90	55.90
	2023-11	49.40	50.50	48.80	47.80	50.70	49.40	46.30	48.00	48.20	50.70	48.20	50.30	48.10	55.80
	较上月	-0.40	-0.80	0.10	0.00	0.70	-1.90	-0.70	0.00	-1.60	3.50	1.70	-0.20	-0.10	-0.40
非制造	2024-04	51.20	53.60	49.20	51.30	-	46.30	48.40	-	46.00	51.10	49.40	51.00	47.20	57.20
	2024-03	53.00	55.60	50.00	54.40	-	47.40	47.30	-	46.20	49.50	48.60	51.10	46.60	58.40
	2024-02	51.40	47.00	50.50	59.90	-	46.80	47.30	-	46.40	50.60	48.50	50.30	47.00	57.70
	2024-01	50.70	52.90	48.30	52.40	-	47.60	45.20	-	47.20	49.60	48.90	52.00	47.00	59.70
	2023-12	50.40	51.20	46.80	55.90	-	47.50	50.90	-	46.00	49.60	49.30	51.00	47.10	60.30
	2023-11	50.20	53.50	46.50	50.60	-	47.20	46.80	-	46.70	49.80	48.30	51.80	46.90	59.80
	较上月	-1.80	-2.00	-0.80	-3.10	-	-1.10	1.10	-	-0.20	1.60	0.80	-0.10	0.60	-1.20

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**结论：** 总体而言，4月PMI数据表现尚可，尽管读数有所回落，但制造业与非制造业仍维持在扩张区间。说明开年以来复苏势头得以延续，但动能有所走弱，订单不足的矛盾再度凸显。制造业主要指标分化，主要拉动来自生产（贡献0.175pct）和配送（贡献0.03pct），拖累主要来自新订单（-0.57pct）。非制造业景气度在连续4个月的修复后显著回落，主要拖累来自服务业。

具体来看，4月PMI有以下几点特征：

**产需分化是本月数据的重要特征。** 春节后需求改善快于生产，产需缺口大幅收窄，但本月情况反转。从相对变化看，生产进一步改善而需求走弱，“产需差”从3月的罕见负缺口转正：一方面上月新订单继续拉动生产，生产旺季延续（+0.7pct），另一方面订单单高峰过后，本月新订单大幅下滑（-1.9pct），“产需差”显著扩张2.6pct至1.8pct。

**库存稳中有降，成本推动价格回升。** 库存方面，产成品与原材料稳中有降。一方面，随着企业快速生产交付，产成品库存并未积压，-1.6pct至47.3；另一方面，旺盛生产支撑下，原材料库存保持48.1不变。与此同时，价格指标显著回升，主要受成本推动。本月石油、有色、黑色等原材料价格上涨，投入品价格

大幅回升 3.5pct 至 54；而出厂价格在成本压力下有所上行（+1.7pct 至 49.1），但幅度较小。两者合并，企业“产出-投入差”恶化，即成本端上升幅度大于销售端，可能压制企业利润和未来扩产意愿。

**非制造业 PMI 高位回落，结束了连续 4 个月的修复。景气度下滑幅度强于疫情前同期水平（2017-2019）。**服务业方面，前期受制造业生产提振的生产性服务业景气度显著下滑（-7pct 至 53.4），而消费性服务业受清明假期等因素带动，出现温和回升（+0.9pct 至 49.3）。建筑业方面，环比上升 0.1pct 至 56.3，但仍低于过去 3 年同期平均水平（58）。具体来看，建筑业的支撑主要来自土木工程建筑业和建筑安装装饰及其它建筑业，拖累主要来自房屋建筑业。

#### ◆ 制造业

**4 月制造业 PMI 出现季节性回落，但仍位于荣枯线上方，指向经济复苏态势延续。**PMI 环比下降 0.4pct 至 50.4，连续 2 个月位于扩张区间。从季节性角度观察，4 月制造业景气度回落幅度与疫情前同期相仿，2017-2019 年同期环比-0.4pct，因此下滑幅度符合季节性特征。**分贡献因素看，本期数据主要拉动来自生产（贡献 0.175pct）和配送（贡献 0.03pct），拖累主要来自新订单（-0.57pct）。**

**产需分化是本月数据的重要特征，春节后需求改善快于生产，产需缺口大幅收窄，但本月情况反转。**从相对变化看，生产改善而需求走弱，“产需差”从 3 月的罕见负缺口转正：一方面上月新订单继续拉动生产，生产旺季延续（+0.7pct），另一方面订单高峰过后，本月新订单大幅下滑（-1.9pct），“产需差”显著扩张 2.6pct 至 1.8pct。从绝对水平看，生产在扩张区间走强（51.1）；新订单（51.1）和新出口订单（-0.7pct 至 50.6）虽有回落但仍位于扩张区间，在手订单在快速生产下进一步回落（-2pct 至 45.6）。

**企业库存稳中有降，成本推动价格指数回升。**库存方面，产成品与原材料稳中有降。一方面，随着企业快速生产交付，产成品库存并未积压，-1.6pct 至 47.3；另一方面，企业生产旺盛支撑下，原材料库存保持 48.1 不变。与此同时，价格指数显著回升，主要受成本推动。本月石油、有色、黑色等原材料价格上涨，投入品价格大幅回升 3.5pct 至 54；而出厂价格在成本压力下有所上行（+1.7pct 至 49.1），但幅度较小。两者合并来看，企业“产出-投入差”恶化，即成本端上升幅度大于销售端，可能压制企业利润和未来扩产意愿。供应链方面，节后配送时效小幅回落（-0.2pct 至 50.4），反向拉动 PMI。

**综合上述因素，制造业预期小幅下滑，但总体仍较为稳定。**预期方面，产需缺口和企业利润有所恶化，制造业预期在连续三个月修复后小幅走弱（-0.4pct 至 55.2），但仍处于年内次高。相应地，从业人员指数回落 0.1pct 至 48.0。分规模看，不同规模企业 PMI 表现分化，中小企业较为稳定，大企业回落较为明显，“大小企业差”收窄 0.8pct 后归零。

#### ◆ 非制造业

**4 月非制造业 PMI 高位回落，结束了连续 4 个月的修复。**景气度环比下降 1.8pct 至 51.2，下滑幅度强于疫情前同期季节性（2017-2019 同期-0.47pct）。从结构上看，非制造业 PMI 韧性主要来自建筑业，服务业景气度下滑构成拖累。

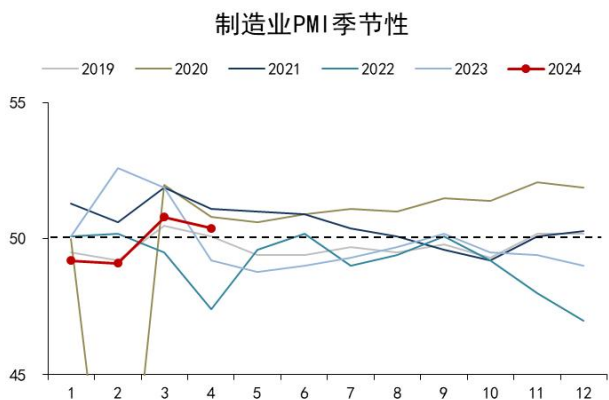
**服务业 PMI 显著回落（-2.1pct 至 50.3），结构明显分化。**前期，受制造业生产提振的生产性服务业景气度显著下滑（-7pct 至 53.4），虽然仍保持高位但与生产走势出现背离；与此同时，消费性服务业受清明假期等因素带动，出现温和回升（+0.9pct 至 49.3）。

**建筑业 PMI 维持韧性。**建筑业 PMI 在高位环比上升 0.1pct 至 56.3，但仍低于过去 3 年同期平均水平（58）。具体来看，建筑业的支撑主要来自土木工程建筑业（+3.9pct 至 63.7）和建筑安装装饰及其它建筑业（+2.2pct 至 55.4）；拖累主要来自房屋建筑业（-3.2pct 至 51.3）。

从分项指标看，有三方面值得关注：**一是大型与小型企业景气度“两头走弱”。**当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别-2pct、-0.8pct 和-3.1pct。**二是与制造业情况类似，利润受到挤压。**当月投入价格上升至扩张区间（+1.6pct 至 51.1），而产出价格仍位于 50 以下的收缩区间（+0.8pct 至 49.4），企业利润率受到挤压（-0.8pct）。**三是就业显著修复。**非制造业就业在春节后并未改善，但随着建筑业持续走强，带动就业显著修复（+0.6 至 47.2），创去年 6 月以来新高。分结构看，主要由消费性服务业和建

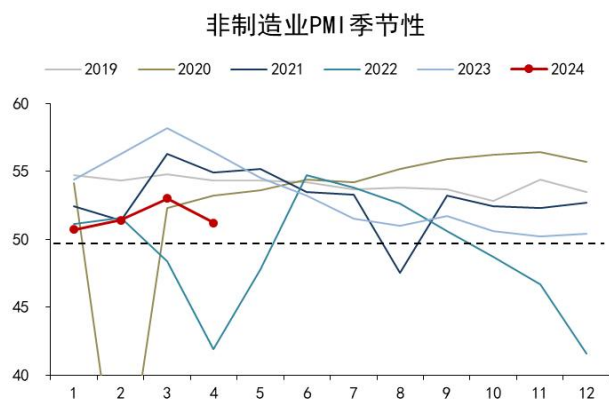
筑业贡献。

图2: 制造业 PMI 的季节性



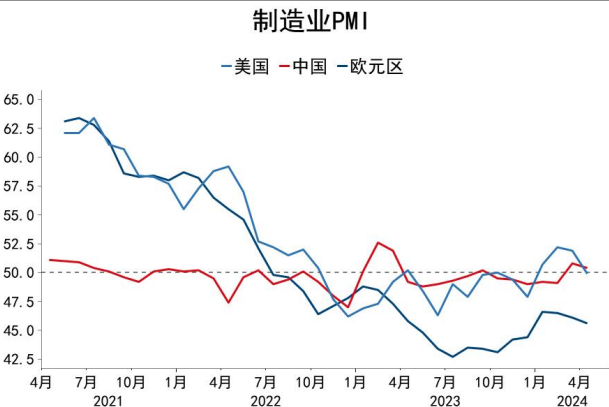
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



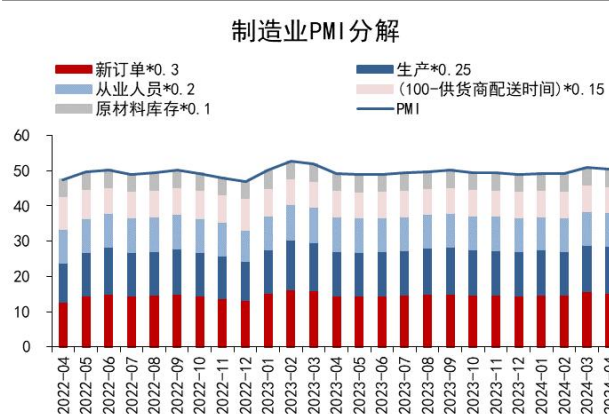
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 美欧制造业 PMI 回落



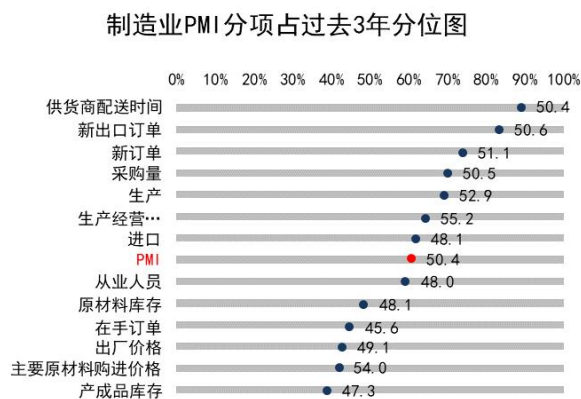
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



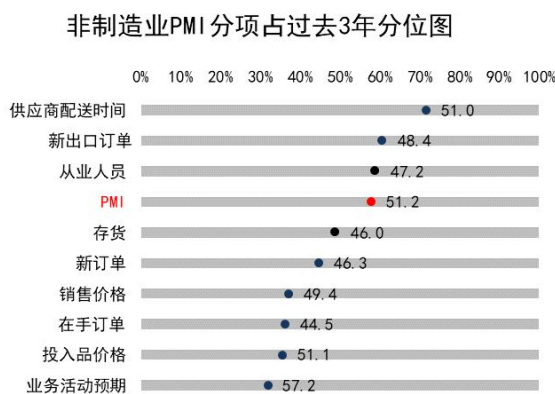
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



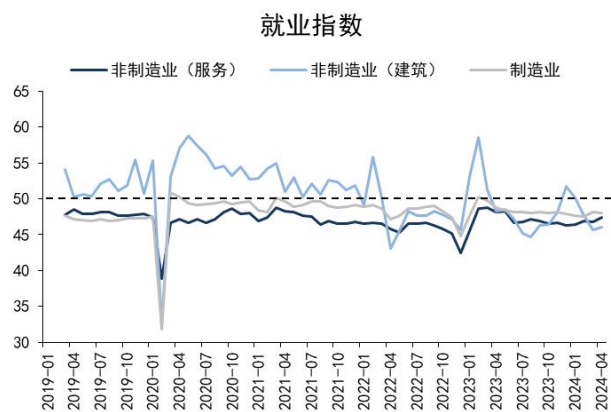
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



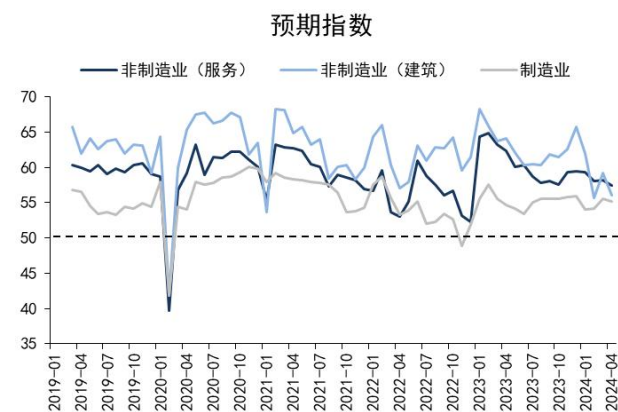
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 非制造业成为就业稳定器



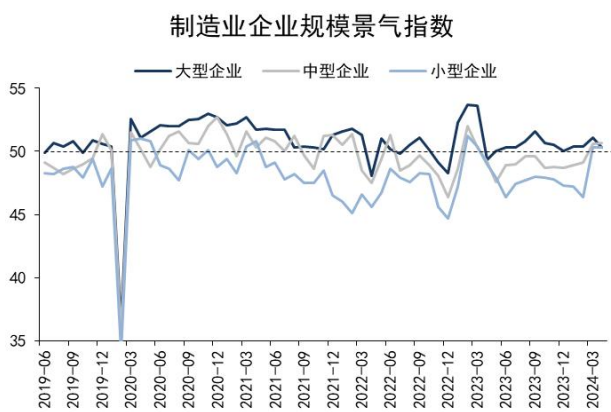
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 各板块预期同时下降, 建筑业最为明显



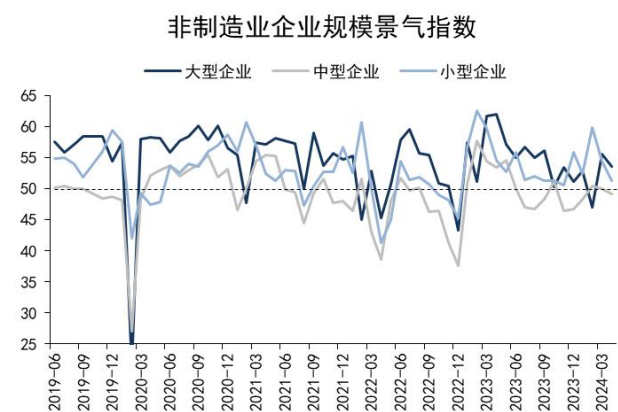
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大型制造业企业景气度明显下滑



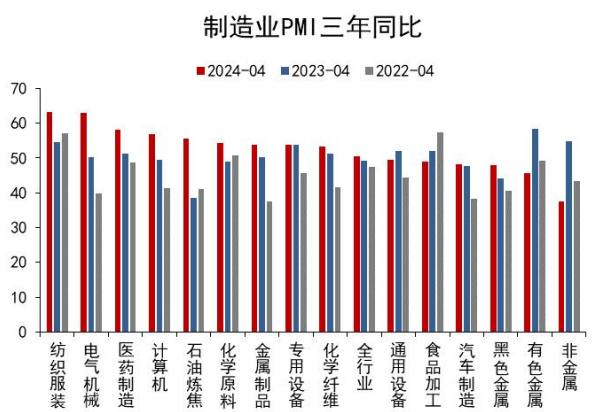
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 各规模非制造业企业景气度同时回落



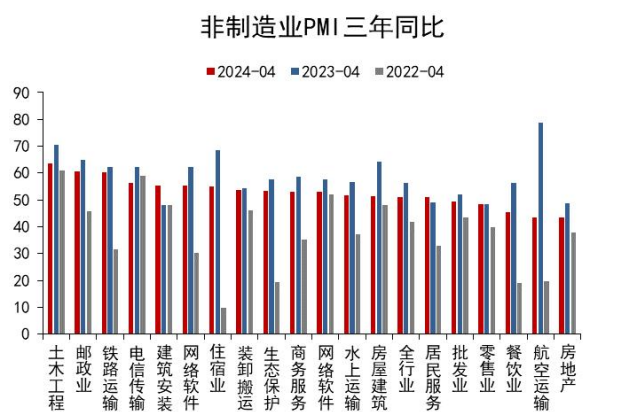
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《2024年3月财政数据快评-收入偏弱，支出降速》——2024-04-22

《资本市场新“国九条”解读-完善“1+N”政策体系，推动资本市场高质量发展》——2024-04-14

《3月金融数据解读-信贷投放向真实需求进一步回归》——2024-04-14

《进出口数据快评-高基数下出口增速回落》——2024-04-14

《美国3月CPI数据点评-美国通胀降温停滞》——2024-04-12

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032