



大公国际：三大指数持续扩张但增速减缓，需求持续改善推动 生产增速加快——4月PMI数据解读

技术研究部（研究院） | 宏观债市团队 | 赫彤 |

2024年5月6日

摘要：4月制造业PMI、非制造业PMI、综合PMI三大指数均扩张，我国经济景气水平总体延续扩张。制造业PMI仍处扩张区间，经济回升向好态势继续稳固。供给方面，生产延续春节复工复产后走强趋势，供给加快。需求方面，新订单、新出口订单增幅均放缓，内需外需持续改善但力度减缓，外需拉动作用小于内需。价格方面，购进价格扩张出厂价格收缩不利于企业利润修复，出厂价格收缩幅度收窄，预计PPI降幅将收窄。库存方面，产成品去化快于原材料，在购进价格加速扩张影响下，企业补库意愿较弱。企业类型方面，各类型企业均处于扩张区间，中型企业景气水平有所改善。制造业其他指标方面，生产经营活动预期处于高位区间，市场预期良好、信心充足。非制造业方面，持续扩张但增速减缓，预期处于较高景气区间，市场发展前景良好。

制造业PMI仍处扩张区间，经济回升向好态势继续稳固。2024年4月30日，国家统计局发布PMI数据。4月制造业PMI为50.4%，环比下降0.4个百分点，仍处于扩张区间。制造业PMI延续位于临界点之上，国内经济回升向好态势得到巩固和延续。制造业PMI处于扩张区间主要是生产和价格推动所致，但新订单等各分项环比均走弱。3月工业增加值同比增长但增速放缓，与制造业PMI走势高度相似。4月PMI处于扩张区间显示出GDP增速将维持相对稳定。

供给方面，生产延续春节复工复产后走强趋势，供给加快。4月生产指数为52.9%，环比上升0.7个百分点，假期复工复产后企业生产延续加快势头。从经济数据来看，截至目前2024年各月工业增加值同比均增长，一季度工业企业利润增长4.3%，企业生产经营活力较足。4月进口指数为48.1%，环比下降2.3个百分点，外贸或将延续出口优于进口状况，维持贸易顺差。可见，4月生产延续扩张且走强是带动供给增长的主因。

需求方面，新订单、新出口订单增幅均放缓，内需外需持续改善但力度减缓，外需拉动作用小于内需。4月新订单指数为51.1%，环比下降1.9个百分点，增速放缓。需求表现不及生产，产能或出现一定过剩压力。需求仍处于扩张区间，但较节假日区间集中释放时期有所放缓，新订单持续修复但节奏减慢。新出口订单下降0.7个百分点至50.6%，外需仍处于回升阶段但力度减弱，且与新订单相比扩张幅度小，意味着外需回升幅度小于内需，出口需求增长对PMI扩张的带动作用小于内需。在手订单下降2.0个百分点至45.6%，与生产扩张幅度增大相关。

采购量指数下降 2.2 个百分点至 50.5%，采购量增速虽放缓但持续增长，是推动购进价格上升的因素。从经济动能指标，既新订单与产成品库存的差来看，从上月的 4.1% 下行至 3.8%，需求相对于库存的缺口略有收窄，需求的实际空间略有下降，或成为未来影响生产意愿的因素。从新订单和生产的差来看，由上月的 0.8% 下行至 -1.8%，供需缺口有所收缩，产能或趋于过剩，此前偏强的新订单正带来生产扩张，显现出生产提速以匹配新订单的状况。从新出口订单与进口的差来看，从上月的 0.9% 上升至 2.5%，进出口进一步拉大，平衡倾向于向出口端移动，顺差将延续。

价格方面，购进价格扩张出厂价格收缩不利于企业利润修复，出厂价格收缩幅度收窄，预计 PPI 降幅将收窄。4 月主要原材料购进价格上升 3.5 个百分点至 54.0%，扩张加速，需求端处于扩张区间使生产经营活动预期升高，抬高了原材料价格，价格上行斜率加大，显示出内需有所修复，其中大中小型企业购进价格均处于扩张区间，且环比均增长，大型企业增幅最大，原材料购进需求最高。出厂价格指数上升 1.7 个百分点至 49.1%，终端需求有所改善但仍显不足，企业议价能力仍偏弱，预计 PPI 同比跌幅较上月小幅收窄。从出厂价格与购进价格的差来看，由上月的 -3.1% 下降至 -4.9%，差值有所走扩，利润传导出现梗阻，企业盈利空间收窄，不利于企业盈利的修复，投入品价格扩张的同时产成品价格收缩，或将压制未来生产意愿。

库存方面，产成品去化快于原材料，在购进价格加速扩张影响下，企业补库意愿较弱。4 月原材料库存为 48.1%，与上月持平，仍处于收缩区间，为去库存区间，内需外需均回暖的情况下企业补库存将对产业链需求增长形成支撑，然而企业补库意愿仍较弱，或与购进价格加大扩张有关。产成品库存下降 1.6 个百分点至 47.3%，产成品去库存，显示出生产虽扩张但生产动力仍存在上升空间，取决于需求的改善幅度。原材料库存和产成品库存同时减少，或是企业经营者在购进价格加速扩张影响下的主动去库存，而需求处于扩张区间将使原材料库存和产成品库存增长。从产成品库存与原材料库存的差来看，由上月的 0.8% 降至 -0.8%，产成品去化快于原材料，主要是购进价格加速扩张、出厂价格收缩幅度收窄所致。分企业类型看，大中小型企业原材料库存和产成品库存指数均处于收缩区间，补库意愿不足，采购量均处于扩张区间，但环比均下降，生产升温幅度有所下降。

企业类型方面，各类型企业均处于扩张区间，中型企业景气水平有所改善。4 月大中小型企业均处于扩张区间，其中大型企业环比下降，中型企业环比上升，小型企业持平，大小企业差有所下降，中型企业景气水平有所提升。大型企业供给需求各分项指标均在扩张区间，生产的向上拉动效应最大，但新订单、新出口订单环比下降，需求升温幅度减弱。中型企业生产的向上拉动作用最大，且需求

指标处于扩张区间，但进口指标收缩且环比下行，形成拖累。小型企业 PMI 处于扩张区间更多依赖于生产提速，但进出口指标均收缩，其中进口大幅下降 5.5 个百分点，对 PMI 形成拖累。中型企业在生产、新订单、新出口订单指数上均大于大型企业和小型企业，景气度较高，而大型企业进口指标最高。

制造业其他指标方面，生产经营活动预期处于高位区间，市场预期良好、信心充足。从业人员指数小幅下行且位于收缩区间，企业用工景气度略有所下降。流通方面，供应商配送时间指数下降 0.2 个百分点至 50.4%，交货时间有所延长，业务繁忙程度上升，人口流动活跃程度上升，经济活力上行。生产经营活动预期指数为 55.2%，虽环比下行，但处于高位扩张区间，市场预期良好、信心充足。

非制造业持续扩张但增速减缓，预期处于较高景气区间，市场发展前景良好。4 月非制造业 PMI 下降 1.8 个百分点至 51.2%，扩张幅度虽减缓但仍处于荣枯线上方，为经济平稳增长提供动能。非制造业新订单指数下降 1.1 个百分点至 46.3%，需求不足且降幅扩大。投入品价格由上月下降转为增长，销售价格下降但环比降幅收窄，从非制造业投入品价格与销售价格的差来看，由上月的 0.9% 上升至 1.7%，不利于企业利润增长，企业利润率受到挤压。从业人员指数环比上升，用工景气度好转。业务活动预期虽下行但处于较高景气区间，市场发展前景良好。分行业看，建筑业上升 0.1 个百分点至 56.3%，极端天气消退节后复工较快，万亿国债显示出政府债务扩张性较强，对基建投资增长形成支撑，是提振内需的重要动力。服务业下行 2.1 个百分点至 50.3%，仍处于增长区间，居民服务消费需求增幅有所减缓。细分行业看，铁路运输、道路运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间；餐饮、资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低于临界点。建筑业和服务业各分项指标中，新订单指数环比均下降，需求不足；投入品价格、销售价格、从业人员指标均增长；业务活动预期均处于较高景气区间，预期良好。另外综合 PMI 环比下降 1.0 个百分点至 51.7%，我国企业生产经营活动总体保持扩张。

展望未来，PMI 扩张或将使债市一定程度走弱；内需不足影响经济增速，而培育新质生产力是破题关键。一是 PMI 处于扩张周期或将对债市形成一定程度冲击。PMI 处于扩张周期时，经济增长预期增强，货币政策及资金面有收紧可能性，对债市产生短期扰动，导致债市走弱，国债收益率面临上行压力。而经济扩张意味着景气程度较好，企业整体信用风险有减轻倾向，信用债的信用利差将有下行倾向。PMI 对债市产生一定影响的同时，债市利率变动的核心逻辑也需看政策引导和市场预期情况。二是地产行业调整影响居民财富增速，建筑业 PMI 扩张需财政政策前置发力。目前房地产行业处于深度调整阶段，民众房地产消费意愿受到限制，各地调整贷款等政策对消费需求的拉动作用尚需观测。房价疲软或将

使居民财富存在缩水可能，从而使商品消费形成拖累，内需不足将使 PMI 持续扩张承压。预计财政领衔前置加力将带动上半年基建需求继续释放，建筑业商务活动指数或将维持扩张，但房地产市场低迷带来的牵制作用或将仍存在。三是培育新质生产力是使 PMI 维持扩张的破题关键。内需不足是目前我国经济发展的掣肘，破题关键就在于政策推动内需可持续高增长，而高品质、高效能、具有科技智能属性的产成品可有效刺激需求增长，这就需要供给侧通过高速技术迭代形成新质生产力，新质生产力的培育将影响到 PMI 生产和需求分项的增长。四是货币财政同时发力促经济增长。投资和消费需求增长的内生动力仍显不足，一方面超预期降准和 LPR 降息相继落地持续影响下，总需求仍有提振空间。另一方面，未来将通过设备更新和消费品以旧换新对内需形成有效刺激。4 月 10 日市场监管总局等七部门提升标准，旨在牵引推动更新换新行动，标准更新分为推荐和强制，涉及多个专业领域，多领域标准提升将带来巨大更新换新需求，将长期对 PMI 改善或扩张形成支撑。五是中小型企业 PMI 指标预期改善。4 月 2 日国务院出台《统筹融资信用服务平台建设提升中小微企业融资便利水平实施方案》，通过信息共享、多元产品等方面提升中小微企业融资便利水平，预计中小微企业经营条件将有所改善、信心将有所提振，有利于中小型企业 PMI 各项指标改善或扩张。六是科创、技改领域受金融支持力度将加大，利于扩张。4 月 7 日央行设立科技创新和技术改造再贷款，充分显示出政府对科创、技改、设备更新在提振内需所起作用的重视程度，金融支持力度将加强，拥有数字化等重点领域技改、更新项目和科技型的中小企业将得到更大扶持，利于上述企业处于扩张区间。七是支付优化丰富消费场景、扩展消费人群，是未来消费新增长点。4 月 9 日人行等多部门发布优化支付服务、提升支付便利相关政策，重点人群包括老年人、外籍，重点区域为文旅场所，方式包括线上和线下，将对促消费振内需起到积极作用，同时营商环境的优化也有益于产品的优化，有利于生产、新订单等供需两端指标处于扩张区间。八是未来提振经济的重要行业将是汽车、家电、家装。4 月 12 日商务部等 14 部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》的通知，重点从汽车、家电、家装三个方面加强以旧换新力度，是扩内需的有效手段，将为未来经济增长带来动能。九是生产将在需求拉动下延续扩张。从反映经济未来动能的新订单减生产指标来看，未来制造业生产有望在订单的拉动下持续回升。十是若需求增长或将拉动 PPI 降幅收窄。从出厂价格减购进价格指数来看，订单回升或来源于企业主动降价、压缩利润、以价换量，符合产能过剩特征，未来订单需求扩张或将拉动出厂价格提升，调整供需平衡，缓解企业营收利润压力，而企业利润率的稳定也是生产指标扩张的基础。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。