

经济动能稳步恢复，产成品库存下降

——4月PMI数据点评



甬兴证券
YONGXING SECURITIES

核心观点

政策加速落地有望提升制造业景气。4月制造业PMI为50.4%，生产延续扩张。其中，供给端生产加快带动制造业整体上行、生产活动扩张，生产指数升0.70个百分点至52.90%；需求端，新订单指数降1.90个百分点至51.10%。我们认为随着稳经济扩内需等政策逐步发力，尤其是在“大规模设备更新”、“消费品以旧换新”等政策落地，市场需求潜力或逐步释放，对当前制造业活跃度形成较好支撑。

外需平稳。4月新出口订单指数录得50.60%，进口指数录得48.10%，分别降0.7和2.3个百分点。当前影响出口因素较多：一方面美国制造业修复进程或仍待观察；另一方面，美国CPI和PCE数据均有反复，在此背景下我们认为美联储降息时点不确定性或加剧。结合近期美国物价水平以及美联储降息预期来看，我们认为随着海外需求波动加大，出口改善预期仍有待进一步释放。

上下游价差走阔或给企业成本端带来短期压力。4月经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）为3.80%，显示企业生产意愿不强。原材料购进价格指数与产成品出厂价格指数间价差走阔1.8个百分点至4.90%。在产品销售端，出厂价格指数受上游传导以及需求回升影响，上升1.7个百分点至49.10%，产成品库存降1.6个百分点至47.30%。我们认为，上下游量价走势变化或显示供需天平的积极变化，或带动国内经济有效增长以及价格温和回升。

不同规模企业生产经营均位于扩张区间。4月份大、中、小型企业PMI分别为50.30%、50.70%、50.30%，其中，生产经营活动预期指数为55.20%。从企业规模来看，大型、中型和小型企业的生产经营活动预期指数都高于50%，分别为55.6%、56.2%和52.9%。我们认为在外需改善背景下中小型企业活力有所延续，4月外贸数据或呈现积极。

非制造业PMI预期向好。4月服务业PMI为50.30%，较前值降2.10个百分点。分行业看，多数行业生产经营持续恢复，在调查的21个行业中，有15个商务活动指数高于临界点，较上月增加3个，服务业景气面有所扩大。其中，在假期行情带动下铁路运输、道路运输等行业商务活动指数位于55.0%以上，处于较高景气区间。从市场预期看，业务活动预期指数为57.4%，在五一节假日来临背景下继续在较高景气区间。建筑业扩张加快。

投资建议

经济动能稳步恢复，产成品库存下降。随着稳经济扩内需等政策逐步发力，市场需求潜力或逐步释放，政策加速落地有望提升制造业景气。随着海外需求波动加大，出口改善预期仍有待进一步释放，其中，中小型企业活力有所延续。在五一节假日背景下非制造业有望继续在较高景气区间。结合近期国内经济走势和债券市场波动情况，我们认为，短期债市依然维持震荡，大幅调整后仍是配置机会，长期来看权益资产配置性价比提升。

风险提示

地缘政治风险；美联储货币政策超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2024年05月06日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523080003

相关报告：

《一体化和高质量发展协同并进——中央政治局会议点评》

——2024年05月06日

《债券收益率曲线出现陡峭化趋势》

——2024年04月30日

《宏观“体感”温差》

——2024年04月29日

正文目录

1. 政策加速落地有望提升制造业景气	3
2. 外需平稳.....	3
3. 经济动能稳步恢复，产成品库存下降.....	5
4. 各类型企业延续扩张	5
5. 非制造业延续扩张	6
6. 投资建议.....	7
7. 风险提示.....	7

图目录

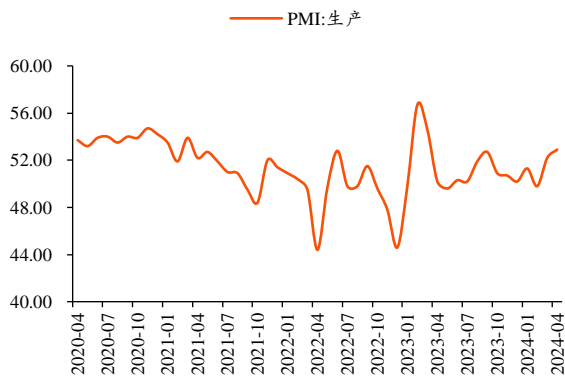
图 1: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 2: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 3: 历年制造业 PMI 指数 (%)	3
图 4: PMI 新出口订单指数 (%)	4
图 5: PMI 进口指数 (%)	4
图 6: 整体需求景气程度 (%)	4
图 7: 波罗的海干散货指数 (BDI)	4
图 8: 原材料与产成品库存 (%)	5
图 9: 经济动能指标 (%)	5
图 10: 原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)	5
图 11: 大中小型企业景气度 (%)	6
图 12: 非制造业中建筑业和服务业高景气上行 (%)	7

事件：2024年4月30日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国4月官方制造业PMI为50.4%，比前值下降0.4个百分点；非制造业商务活动指数为51.2%，比前值下降1.8个百分点；综合PMI产出指数为51.7%，比前值下降1.0个百分点。

1. 政策加速落地有望提升制造业景气

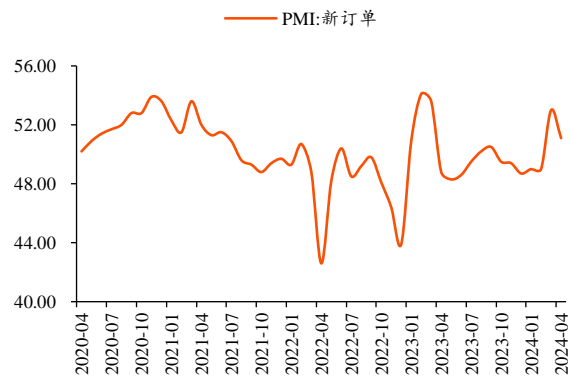
制造业PMI为50.4%，供给端延续扩张。供给端，生产加快带动制造业整体供给上行、生产活动扩张，生产指数升0.70个百分点至52.90%。从行业看，化学纤维及橡胶塑料制品、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数均位于55.0%以上较高景气区间，企业产能较快释放。需求端，新订单指数降1.90个百分点至51.10%，目前看需求制约或仍是当前经济持续向好的潜在掣肘。我们认为随着稳经济扩内需等政策逐步发力，尤其是在“大规模设备更新”、“消费品以旧换新”等政策落地，市场需求潜力或逐步释放，对当前制造业活跃度形成较好支撑。

图1:制造业供给端PMI (%)



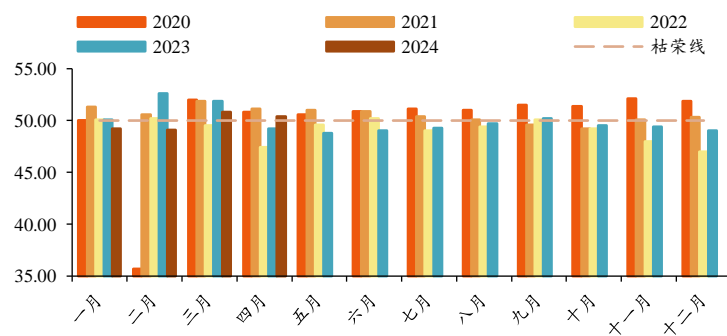
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:制造业供给端PMI (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:历年制造业PMI指数 (%)



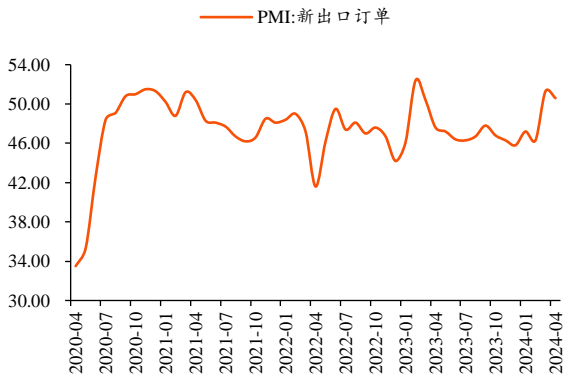
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 外需平稳

出口指数延续扩张。4月新出口订单指数录得50.60%，进口指数录得

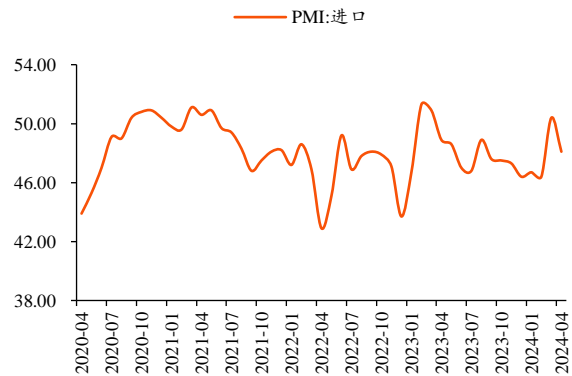
48.10%，分别降 0.7 和 2.3 个百分点。当前影响出口因素较多：一方面美国制造业修复进程或仍待观察，4 月美国制造业 PMI 初值回落至收缩区间为 49.9%，打破了近四个月回升势头；另一方面，美国物价数据有所反复，在此背景下我们认为美联储降息时点不确定性或加剧。结合近期美国物价水平以及美联储降息预期来看，我们认为随着海外需求波动加大，出口改善预期仍有待进一步释放。

图4:PMI 新出口订单指数 (%)



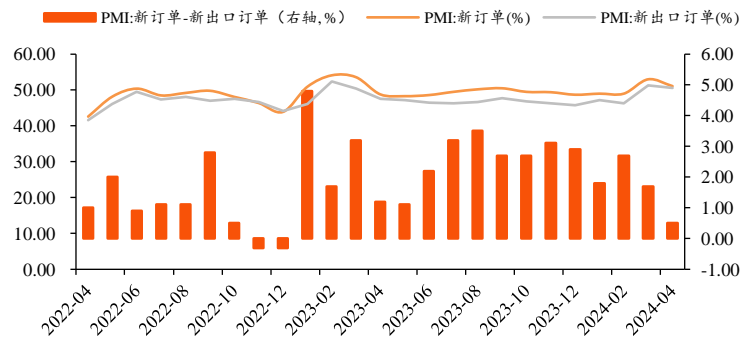
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:PMI 进口指数 (%)



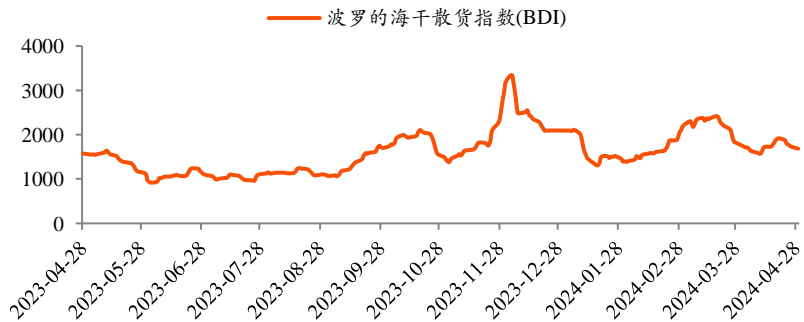
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:整体需求景气程度 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:波罗的海干散货指数 (BDI)

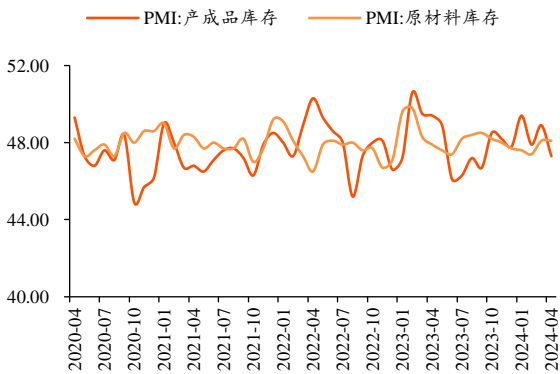


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 经济动能稳步恢复，产成品库存下降

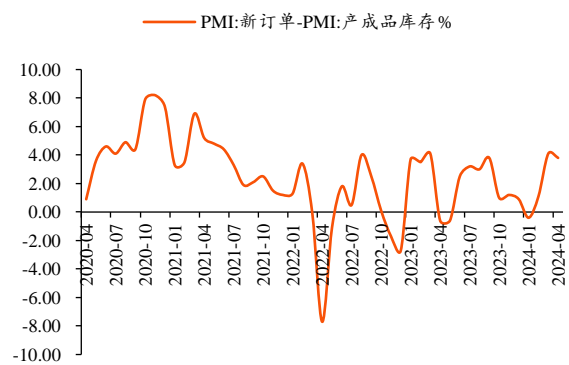
经济动能稳步恢复，上下游价差走阔或给企业成本端带来短期压力。4 月经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）为 3.80%，显示企业生产意愿不弱。原材料购进价格指数与产成品出厂价格指数间价差走阔 1.8 个百分点至 4.90%。具体来看，4 月原材料价升量减：其中，原材料购进价格上行明显，上升 3.5 个百分点至 54.00%，反映原材料成本高的制造业企业比重较前值升 4.2 个百分点为 46%，受此影响采购指数降 2.2 个百分点至 50.5%。在产品销售端，出厂价格指数受上游传导以及需求回升的影响，上升 1.7 个百分点至 49.10%，产成品库存降 1.6 个百分点至 47.30%。我们认为，上下游量价走势变化或显示供需天平的积极变化，或带动国内经济有效增长以及价格温和回升。

图8:原材料与产成品库存 (%)



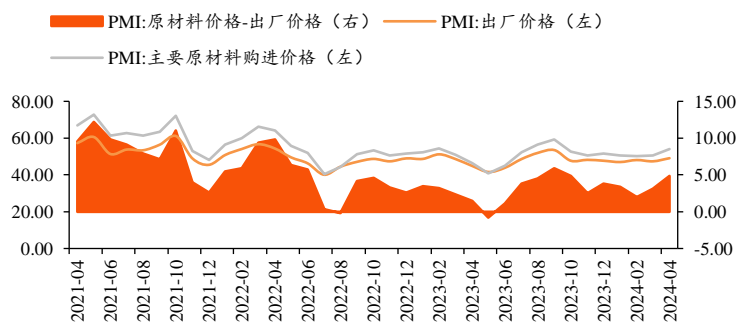
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:经济动能指标 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

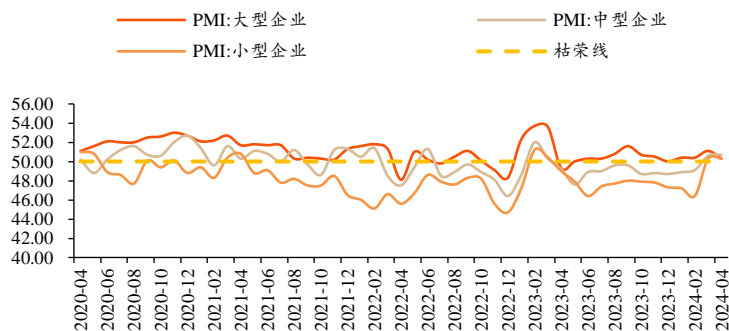
4. 各类型企业延续扩张

不同规模企业生产经营均位于扩张区间。4 月份大、中、小型企业 PMI 分别为 50.30%、50.70%、50.30%，其中，大型企业 PMI 较前值下降 0.8 个百分点、中型企业上升 0.1 个百分点，而小型企业延续了此前扩张走

请务必阅读报告正文后各项声明

势。生产经营活动预期指数为 55.20%。从企业规模来看，大型、中型和小型企业的生产经营活动预期指数都高于 50%，分别为 55.6%、56.2%和 52.9%。我们认为在外需改善背景下中小型企业活力有所延续，4 月外贸数据或呈现积极。

图11:大中小型企业景气度 (%)



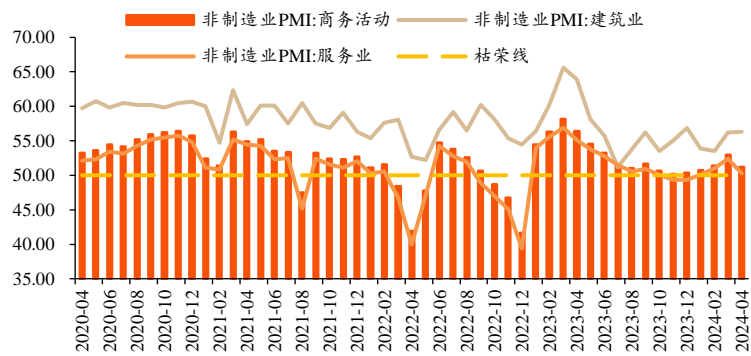
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 非制造业延续扩张

非制造业 PMI 预期向好。官方非制造业 PMI 录得 51.20%，比前值降 1.80 个百分点。其中，服务业 PMI 为 50.30%，较前值降 2.10 个百分点。分行业看，多数行业生产经营持续恢复，在调查的 21 个行业中有 15 个商务活动指数高于临界点，较上月增加 3 个，服务业景气面有所扩大。其中，在假期行情带动下铁路运输、道路运输等行业商务活动指数位于 55.0% 以上，处于较高景气区间。同时，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。从市场预期看，业务活动预期指数为 57.4%，在五一节假日背景下非制造业有望继续保持在较高景气区间。

建筑业扩张加快。4 月建筑业 PMI 为 56.30%，比前值升 0.10 个百分点。土木工程建筑业商务活动指数为 63.7%，比前值上升 3.9 个百分点，升至高景气区间。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，中国物流与采购联合会表示“在宏观调控政策持续加码和非制造业保持平稳适度增长的带动下，企业对未来市场预期持续乐观”，表明企业对近期行业发展信心依旧。

图12:非制造业中建筑业和服务业高景气上行(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

6. 投资建议

经济动能稳步恢复，产成品库存下降。随着稳经济扩内需等政策逐步发力，尤其是在“大规模设备更新”、“消费品以旧换新”等政策落地，市场需求潜力或逐步释放，政策加速落地有望提升制造业景气。结合近期美国物价水平以及美联储降息预期来看，我们认为随着海外需求波动加大，出口改善预期仍有待进一步释放，其中，中小型企业活力有所延续。在五一节假日背景下非制造业有望继续保持在较高景气区间，建筑业扩张加快。结合近期国内经济走势和债券市场波动情况，我们认为，短期债市依然维持震荡，大幅调整后仍是配置机会，长期来看权益资产配置的性价比提升。

7. 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储货币政策超预期：美联储货币政策会有随市场变化进行调整，存在超出预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内通胀超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。

买入 股价表现将强于基准指数 20% 以上

增持 股价表现将强于基准指数 5-20%

中性 股价表现将介于基准指数±5%之间

减持 股价表现将弱于基准指数 5% 以上

行业投资评级： 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。

增持 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数

中性 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平

减持 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。