

制造业温和补库，非制造业景气承压

2026年一季度，制造业实现了从主动收缩向弱扩张的反转。4月，制造业PMI指数 50.3%，较3月小幅回落0.1个百分点，连续第二个月位于荣枯线以上。虽然经济并未进一步加速，但制造业面对需求边际放缓，依旧稳住了弱扩张的状态，并进一步实现了温和主动补库。原材料价格高企且不能完全传导的核心矛盾仍未改善，高成本压力仍然是制造业潜在最大的约束。但非制造业PMI则表现为景气回落、需求偏弱、被动累库和降价竞争，无论是基建地产链，还是居民服务消费，整体都偏弱。 综合看来，目前经济的修复主要集中在工业部门，居民消费、服务需求修复依然有限。

具体看，新订单指数50.6%（上期51.6%，环比回落1.0pp），维持在荣枯线以上，但需求扩张力度边际放缓。其中，新出口订单指数50.3%（上期49.1%，环比+1.2pp），外需迎来阶段性改善，出口链将维持景气；“新订单-新出口订单”剪刀差0.3%（上期2.5%，环比回落2.2pp），说明国内订单回落幅度更大，4月需求扩张力度的放缓主要是受内需降温拖累。

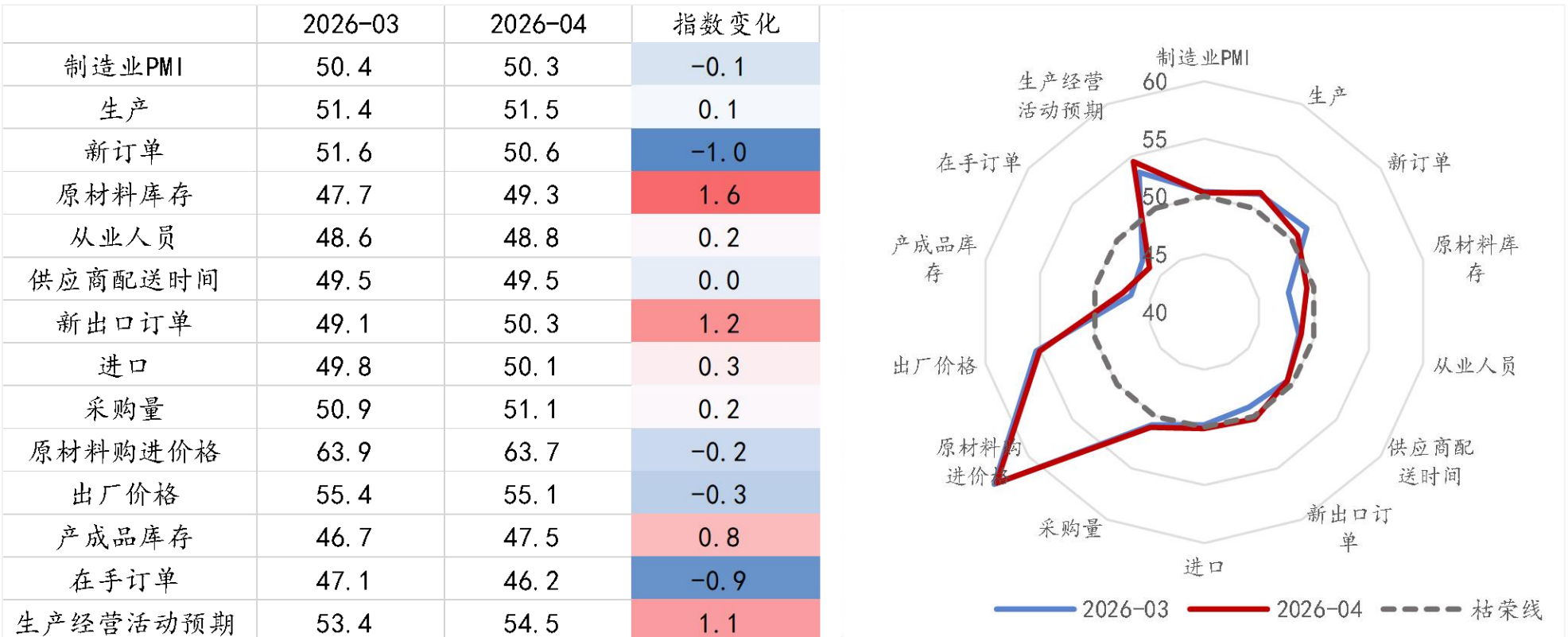
与此同时，进口指数50.1%（上期49.8%，环比+0.3pp），采购量指数51.1%（上期50.9%，环比+0.2pp），反映企业对原材料、中间品、资本品的采购加速。原材料库存指数49.3%（上期47.7%，环比+1.6pp），产成品库存指数47.5%（上期46.7%，环比+0.8pp）。面对整体需求边际放缓的局面，企业加速采购、逆势补库，一方面，前期库存水平过低，本身就需要修复；另一方面，出于对未来成本继续上涨的预期，企业加速购进有色金属、能源和化工等原材料。

价格端口，原材料价格指数63.7%（上期63.9%，环比回落0.2pp），维持极高水平，上游涨价压力并未缓解。出厂价格指数55.1%（上期55.4%，环比回落0.3pp），说明上游涨价还是不能完全向下游传导，利润压力依然存在。

企业在外需回暖（新出口订单重返扩张区间）、经营风险明显下降（被动去库存至低位），叠加对PPI回升及政策稳增长的较强预期，信心继续改善，生产经营活动预期指数54.5%（上期53.4%，环比+1.1pp）。

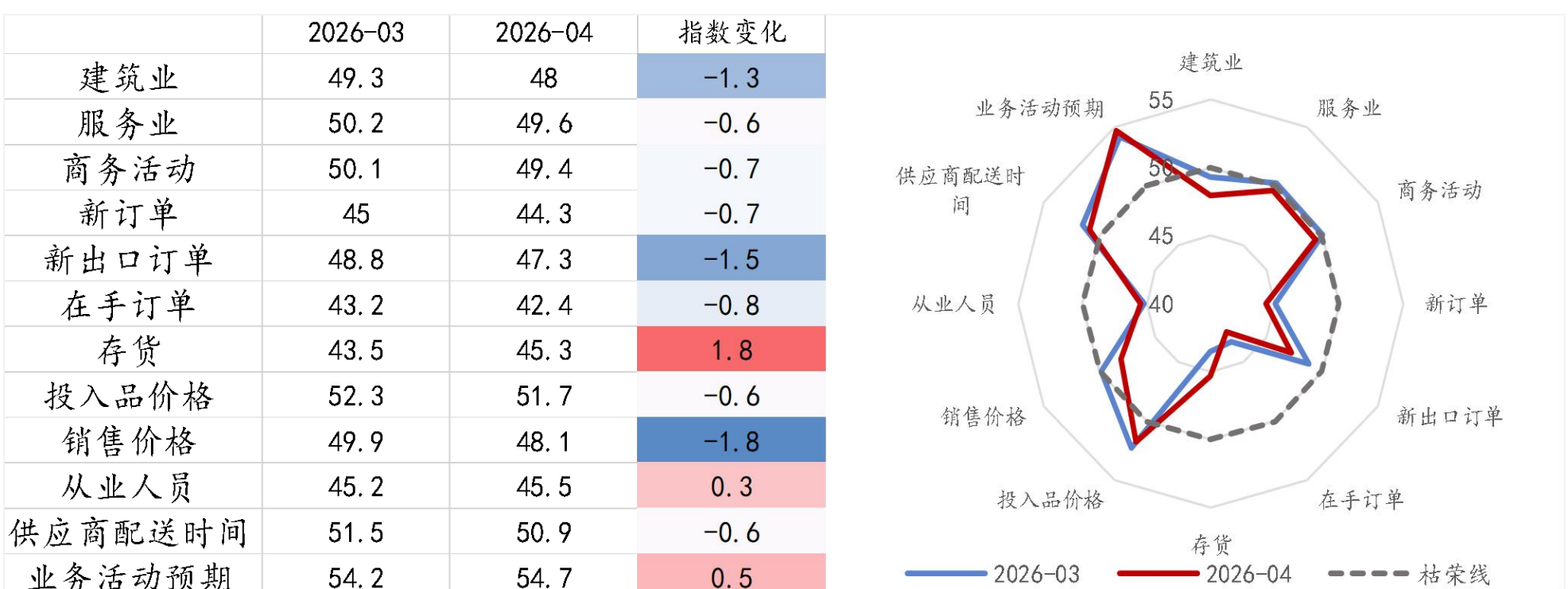
非制造业PMI方面，4月商务活动指数49.4%（上期50.1%，环比-0.7pp），回落至荣枯线以下。其中，建筑业指数48.0%（上期49.3%，环比-1.3pp），服务业指数49.6%（上期50.2%，环比-0.6pp),无论是基建地产链，还是居民服务消费，整体都偏弱。需求端，新订单指数44.3%（上期45.0%，环比-0.7pp），连续处于较低水平，内生需求恢复偏弱。存货指数45.3%（上期43.5%，环比+1.8pp），与制造业的主动补库不同，非制造业在需求不足下被动累库。销售价格指数48.1%（上期49.9%，环比-1.8pp），企业重新进入降价竞争状态。

图表1：制造业PMI结构变化（%）



数据来源：ifind，金融街证券研究所

图表2：非制造业PMI结构变化（%）



数据来源：ifind，金融街证券研究所

风险提示： 外需超预期回落，内需修复不及预期，成本压力反复

免责声明  
分析师声明  
恒泰证券股份有限公司经中国证监会核准，已具备证券投资咨询业务资格。  
本报告仅限中国大陆地区发行，仅供恒泰证券股份有限公司（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。本报告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，也不保证所包含信息和建议  
不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者  
的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

信息披露  
本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录www.jrjzq.com.cn查询静默期安排。

使用本研究报告的风险提示及法律声明  
恒泰证券股份有限公司经中国证监会核准，已具备证券投资咨询业务资格。  
本报告仅限中国大陆地区发行，仅供恒泰证券股份有限公司（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。本报告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，也不保证所包含信息和建议  
不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者  
的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。  
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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；  
本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。  
本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。  
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将研报内容和相关信息对外公布、转发、转载、传播、复制、编辑、修改、引用等。如有上述违法行为，本公司保留追究相关法律责任的权利。  
市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。