

4月PMI数据解读

消费性服务业展现韧性

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
 证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
 联系人： 王奕群 wangyiqun1@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49.0（环比-1.5pct）；非制造业为50.4（环比-0.4pct）。

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	2025-04	49.00	49.20	48.80	48.70	49.80	49.20	44.70	47.00	47.30	47.00	44.80	50.20	47.90	52.10
	2025-03	50.50	51.20	49.90	49.60	52.60	51.80	49.00	47.20	48.00	49.80	47.90	50.30	48.20	53.80
	2025-02	50.20	52.50	49.20	46.30	52.50	51.10	48.60	47.00	48.30	50.80	48.50	51.00	48.60	54.50
	2025-01	49.10	49.90	49.50	46.50	49.80	49.20	46.40	47.70	46.50	49.50	47.40	50.30	48.10	55.30
	2024-12	50.10	50.50	50.70	48.50	52.10	51.00	48.30	48.30	47.90	48.20	46.70	50.90	48.10	53.30
	2024-11	50.30	50.90	50.00	49.10	52.40	50.80	48.10	48.20	47.40	49.80	47.70	50.20	48.20	54.70
	较上月	-1.50	-2.00	-1.10	-0.90	-2.80	-2.60	-4.30	-0.20	-0.70	-2.80	-3.10	-0.10	-0.30	-1.70
非制造	2025-04	50.40	52.20	49.10	50.90	-	44.90	42.20	-	45.10	47.80	46.60	50.80	45.50	56.00
	2025-03	50.80	54.30	48.50	51.10	-	46.60	49.80	-	45.70	48.60	46.70	51.10	45.80	57.20
	2025-02	50.40	45.80	48.50	60.40	-	46.10	49.50	-	45.20	48.40	47.80	53.10	46.50	56.60
	2025-01	50.20	52.80	45.50	55.00	-	46.40	44.60	-	45.00	50.40	48.60	51.30	46.70	56.70
	2024-12	52.20	52.50	50.10	55.40	-	48.70	50.00	-	46.40	50.50	48.80	51.50	45.80	57.50
	2024-11	50.00	53.10	46.10	52.10	-	45.90	48.20	-	45.30	49.10	48.80	51.20	45.40	57.00
	较上月	-0.40	-2.10	0.60	-0.20	-	-1.70	-7.60	-	-0.60	-0.80	-0.10	-0.30	-0.30	-1.20

资料来源：Wind，中采咨询，国信证券经济研究所整理

结论：总体而言，本月PMI数据显示我国二季度经济或有一定压力。春旺结束后4月为相对淡季，季节性带动制造业PMI景气度显著回落。此外关税政策压力下新出口订单降至2023年来新低。服务业相对较有韧性，主要是非建筑服务业对冲建筑业下行，其中消费性服务业逆势上行，展现出较强韧性，一定程度上扮演了宏观经济“稳定器”的角色。

具体看，4月PMI有以下几点特征：

生产与需求同时回落至荣枯线以下，但需求回落幅度略低于生产。从相对变化看，“供需差”有所收窄：一方面新订单有所下行（-2.6pct），另一方面生产下降更多（-2.8pct），“供需差”相应收窄0.2pct至0.6pct。从绝对水平看，季节性带动生产回落至49.8的荣枯线下；而“三大需求”均下滑：新订单（-2.6pct至49.2）、新出口订单（-4.3pct至44.7）和现有订单（-2.4至43.2）同时下滑。

产成品库存减少，价格指数下行。库存方面，随着企业加快生产，一方面原材料库存小幅回落（-0.2pct至47），另一方面产成品库存继续回落（-0.7pct至47.3）。与此同时，价格指数连续第二个月下行，且投入品价格跌幅小于产成品，企业利润压力未改善。购进价格指数下行较多（-2.8pct至47），位于荣枯线下，化纤、黑色、通用设备等行业下降较多；出厂价格下行幅度更大（-3.1pct至44.8），化纤、黑色、有色等行业下行较多。

4月非制造业PMI小幅回落，韧性主要来自非建筑服务业。非制造业景气度环比回落0.4pct至50.4，总体表现强于近年同期的季节性（2022-2024年4月平均回落3.4pct）。从结构看，建筑业和服务业均走弱，服务业降幅更小。具体来看，4月建筑业的支撑主要来自政府端，土木工程显著上行（+6.4pct至60.9），但低于近年同期水平，房屋建筑业（-7pct至47.6）仍在下行中。

中观行业表现分化，制造业景气行业数量下降，非制造业景气行业数持平。分行业看，15个制造业行业中5个（33%）位于景气区间，较前月（53%）减少，有色、专用设备、纺织、黑色、化纤等表现相对较好。19个非制造业行业中9个（47%）位于景气区间，与上月持平。互联网、土木工程、电信传输和航空运输业表现相对较好。

◆ 制造业

4月制造业景气度显著下行，一是春旺后的季节性下行，二是关税政策影响下，新订单特别是新出口订单回落较多。PMI下降1.5pct至49.0，来到2024年1月以来的新低。本次制造业的下降幅度总体符合季节性，略低于过去几年4月环比下行均值，主要分项均有不同程度的回落。从季节性角度观察，一般而言4月属于制造业淡季，今年4月环比略强于近年平均水平（2022-2024年4月平均环比-1.73）。分贡献度看，除配送时间外，主要科目均有不同程度拖累。按拖累大小分别是新订单（贡献-0.78pct）、生产量（贡献-0.7pct）、雇员（贡献-0.06pct）、原料库存（贡献-0.02pct）、配送（贡献+0.015pct）。

生产与需求同时回落至荣枯线以下，但需求回落幅度略低于生产。从相对变化看，“产需差”有所收窄：一方面新订单有所下行（-2.6pct），另一方面生产下降更多（-2.8pct），“产需差”被动收窄0.2pct至0.6pct。从绝对水平看，季节性带动生产回落至49.8的荣枯线下；而“三大需求”均下滑：新订单（-2.6pct至49.2）、新出口订单（-4.3pct至44.7）和现有订单（-2.4至43.2）同时下滑。

产成品库存减少，价格指数下行。库存方面，随着企业加快生产，一方面原材料库存小幅回落（-0.2pct至47），另一方面产成品库存继续回落（-0.7pct至47.3）。与此同时，价格指数连续第二个月下行，且投入品价格跌幅小于产成品，企业利润压力未改善。购进价格指数下行较多（-2.8pct至47），位于荣枯线下，化纤、黑色、通用设备等行业下降较多；出厂价格下行幅度更大（-3.1pct至44.8），化纤、黑色、有色等行业下行较多。

产需两端回落的同时，企业预期也出现波动。制造业预期回落1.7pct至52.1，总体仍维持在可控水平。分规模看，大小企业景气度均有所回落，规模越大回落越多：大型企业大幅回落（-2.1pct至49.2）；中型企业、小型企业小幅回落（中型-1.1pct至48.8，小型-0.9pct至48.7）。“大小企业差”收窄0.1pct至0.5pct。分行业看，15个制造业行业中5个（33%）位于景气区间，较前月（53%）减少，有色、专用设备、纺织、黑色、化纤等表现相对较好。

◆ 非制造业

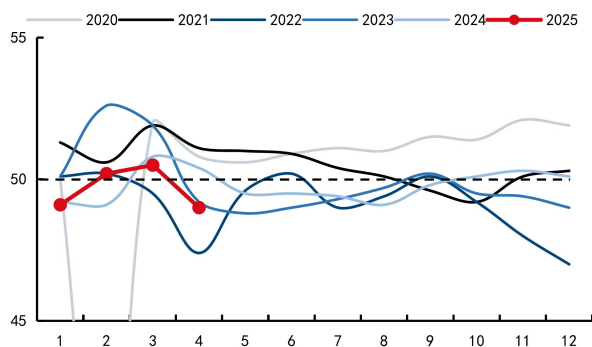
4月非制造业PMI小幅回落，韧性主要来自非建筑服务业。非制造业景气度环比回落0.4pct至50.4，总体表现强于近年同期的季节性（2022-2024年4月平均回落3.4pct）。从结构看，建筑业和服务业均走弱，服务业降幅更小。

服务业PMI小幅走弱（-0.2pct至50.1），内部结构分化明显，受生产性服务业拖累和消费性服务业拉动。一方面，消费性服务业逆势回升（+1.4pct至49.3）。另一方面，生产性服务业受制造业下行拖累，景气度显著回落（-3pct至52.2），但仍位于荣枯线上方。建筑业PMI下行1.5pct至51.9，明显低于过去3年同期平均水平（57.6），新订单同步下降（-3.9pct至39.6），就业人员继续下行（-3.6pct至37.8）。具体来看，4月建筑业的支撑主要来自政府端，土木工程显著上行（+6.4pct至60.9），但低于近年同期

水平，房屋建筑业（-7pct 至 47.6）仍在下行中。

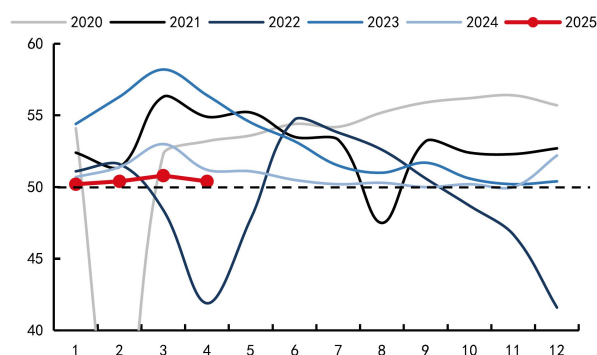
从分项指标看，有三方面值得关注：一是与制造业情况相反，非制造业利润压力有所缓和。当月尽管价格指标双双回落，但产出价格回落幅度（-0.1pct 至 46.6）明显小于投入价格（-0.8pct 至 47.8），指向企业利润率指标有所改善（+0.7pct 至 -1.2pct）。二是不同规模企业景气度表现与制造业有所区别，中型企业表现较好，大型企业显著走弱。当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别-2.1pct、+0.6pct 和-0.2pct。三是分行业看，景气行业占比基本稳定。19 个非制造业行业中 9 个（47%）位于景气区间，与上月持平。互联网、土木工程、电信传输和航空运输业表现相对较好。

图2：制造业 PMI 的季节性



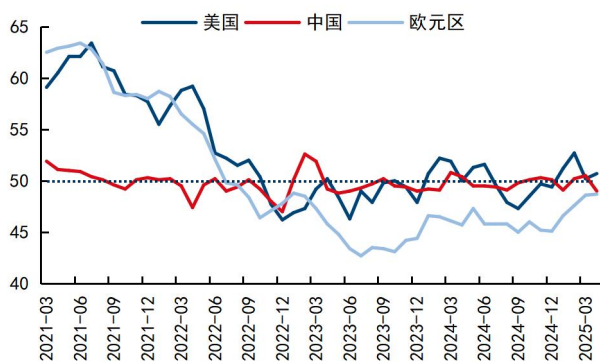
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：非制造业 PMI 的季节性



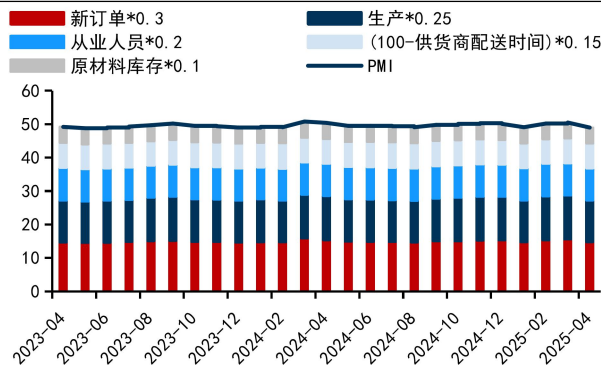
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：欧美制造业 PMI 有所回升



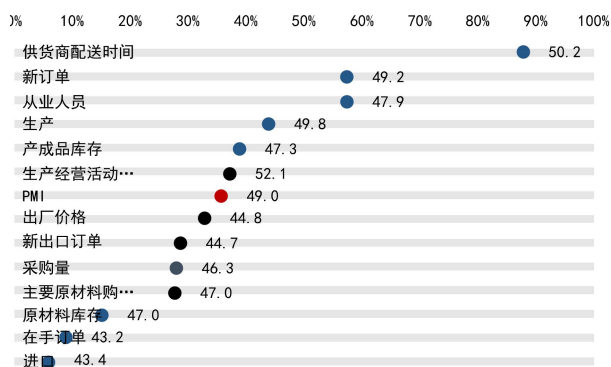
资料来源：Macrobond，国信证券经济研究所整理

图5：制造业 PMI 贡献分解



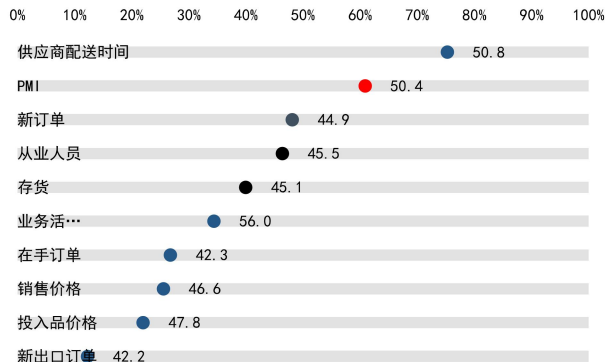
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：制造业主要指标历史分位数



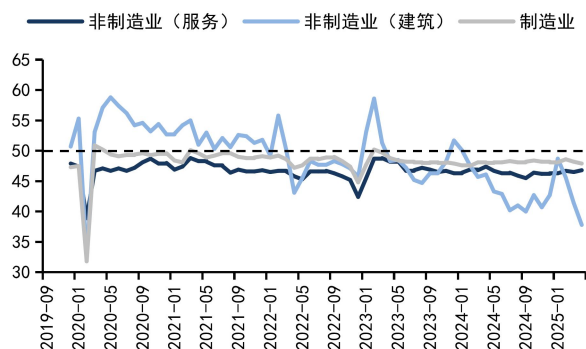
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：非制造业主要指标历史分位数



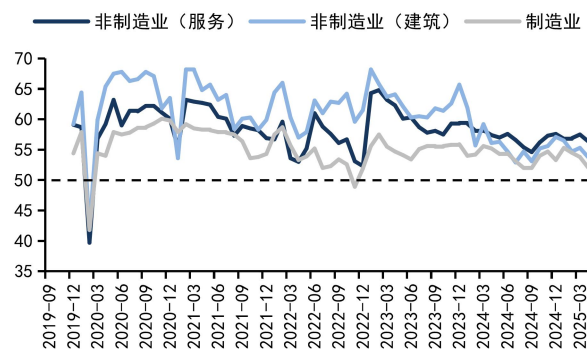
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：建筑业就业指数出现波动



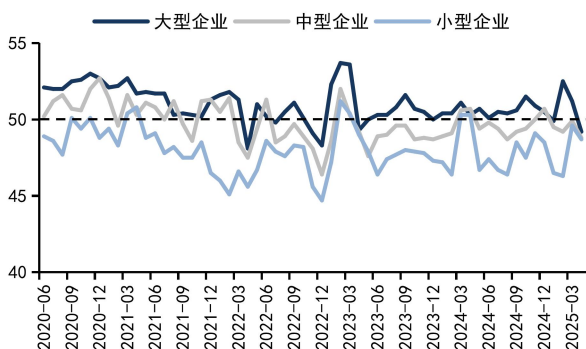
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：服务业预期边际下行



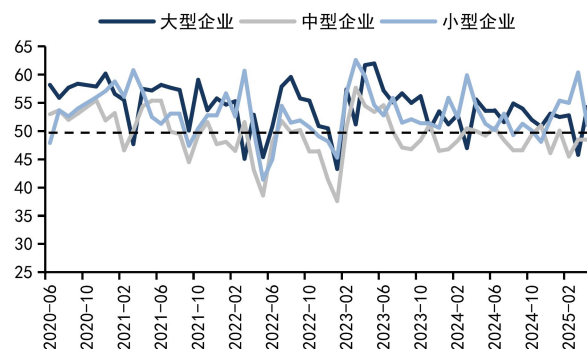
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：大型与中小制造业企业景气度下行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图11：中小非制造业企业景气度分化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外市场动荡，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《宏观解读报告-经济发开局平稳——深圳市 2025 年一季度经济数据跟踪与解读》 ——2025-04-29
《4 月政治局会议学习体会-储备充足，蓄势待发》 ——2025-04-25
《2025 年 3 月财政数据快评-收入回正，支出提速》 ——2025-04-19
《进出口数据快评-出口增速大幅度回升》 ——2025-04-14
《3 月金融数据解读-抢抓“窗口期”初显成效》 ——2025-04-14

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.CSI）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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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
		弱于大市	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中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