

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/4/30

4月PMI数据点评——

季节性因素叠加外部环境变化，制造业PMI降至收缩区间

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、季节性因素叠加外部环境变化，制造业PMI降至收缩区间
- 2、非制造业保持平稳扩张

- 中国4月官方制造业PMI49.0，预期49.8，前值50.5。
- 中国4月非制造业PMI50.4，预期50.6，前值50.8。

图表1：PMI数据主要分项

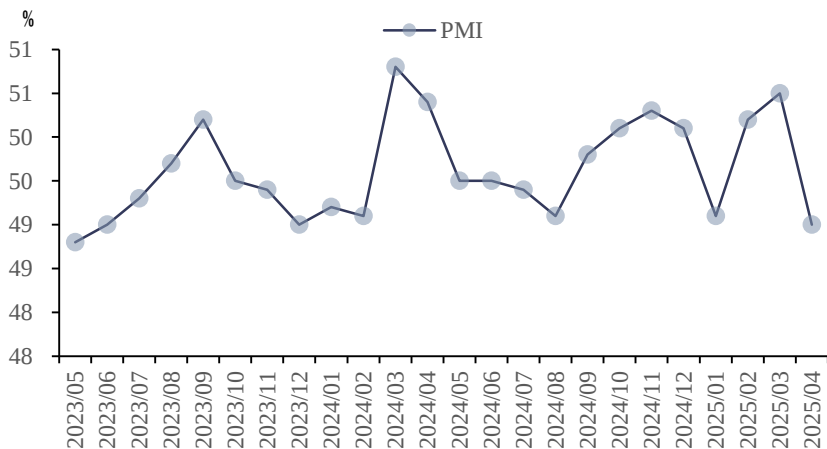
项目	较前值	2025/4	2025/3	2025/2	2025/1	2024/12	2024/11	2024/10	2024/9	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4
制造业PMI	-1.5	49.0	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4
生产	-2.8	49.8	52.6	52.5	49.8	52.1	52.4	52.0	51.2	49.8	50.1	50.6	50.8	52.9
新订单	-2.6	49.2	51.8	51.1	49.2	51.0	50.8	50.0	49.9	48.9	49.3	49.5	49.6	51.1
新出口订单	-4.3	44.7	49.0	48.6	46.4	48.3	48.1	47.3	47.5	48.7	48.5	48.3	48.3	50.6
进口	-4.1	43.4	47.5	49.5	48.1	49.3	47.3	47.0	46.1	46.8	47.0	46.9	46.8	48.1
原材料库存	-0.2	47.0	47.2	47.0	47.7	48.3	48.2	48.2	47.7	47.6	47.8	47.6	47.8	48.1
从业人员	-0.3	47.9	48.2	48.6	48.1	48.1	48.2	48.4	48.2	48.1	48.3	48.1	48.1	48.0
供应商配送时间	-0.1	50.2	50.3	51.0	50.3	50.9	50.2	49.6	49.5	49.6	49.3	49.5	50.1	50.4
采购量	-5.5	46.3	51.8	52.1	49.2	51.5	51.0	49.3	47.6	47.8	48.8	48.1	49.3	50.5
主要原材料购进价格	-2.8	47.0	49.8	50.8	49.5	48.2	49.8	53.4	45.1	43.2	49.9	51.7	56.9	54.0
出厂价格	-3.1	44.8	47.9	48.5	47.4	46.7	47.7	49.9	44.0	42.0	46.3	47.9	50.4	49.1
产成品库存	-0.7	47.3	48.0	48.3	46.5	47.9	47.4	46.9	48.4	48.5	47.8	48.3	46.5	47.3
在手订单	-2.4	43.2	45.6	46.0	45.6	45.9	45.6	45.4	44.0	44.7	45.3	45.0	45.3	45.6
生产经营活动预期	-1.7	52.1	53.8	54.5	55.3	53.3	54.7	54.0	52.0	52.0	53.1	54.4	54.3	55.2
非制造业PMI	-0.4	50.4	50.8	50.4	50.2	52.2	50.0	50.2	50.0	50.3	50.2	50.5	51.1	51.2
建筑业	53.4	0.0	53.4	52.7	49.3	53.2	49.7	50.4	50.7	50.6	51.2	52.3	54.4	56.3
服务业	50.3	0.0	50.3	50.0	50.3	52.0	50.1	50.1	49.9	50.2	50.0	50.2	50.5	50.3

资料来源：iFinD，太平洋证券

1、季节性因素叠加外部环境变化，制造业PMI降至收缩区间

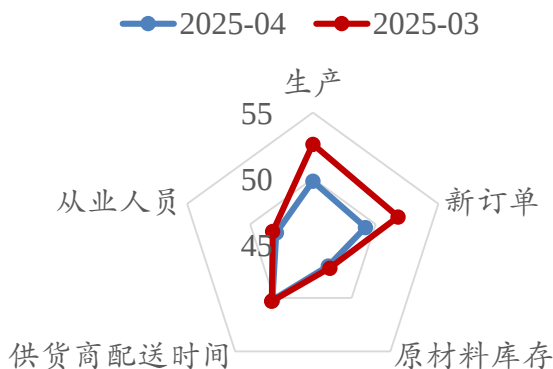
- **制造业PMI重回临界水平以下。**4月制造业PMI为49.0%，比上月下降1.5个百分点，降幅较为明显并且重回收缩区间。对此可以从季节性因素以及外部环境变化两个角度去理解。一方面，4月制造业PMI的边际下行符合季节性特征。PMI为环比性质指标，3月为制造业旺季，会形成较高基数，因此4月往往会出现不同程度的向下调整。2016年至今4月制造业PMI环比均为负增。另一方面，1.5个百分点的下行幅度超出季节性，外部环境趋于复杂或为主因。4月关税扰动国内出口，外需走弱拖累整体制造业景气度。
- **主要分项均边际下行。**结构上看，本月13个分项指数较前值均出现不同程度的下跌，降幅在0.1至5.5个百分点之间。考虑到供应商配送时间指数为逆指数，在合成制造业PMI指数时进行反向运算，其余十二项指数的边际下行均对整体制造业PMI构成拖累，尤其是占比较大的生产指数及新订单指数，两者较上月下降幅度相对明显。

图表2：制造业PMI



资料来源：Wind，太平洋证券

图表3：制造业PMI分项

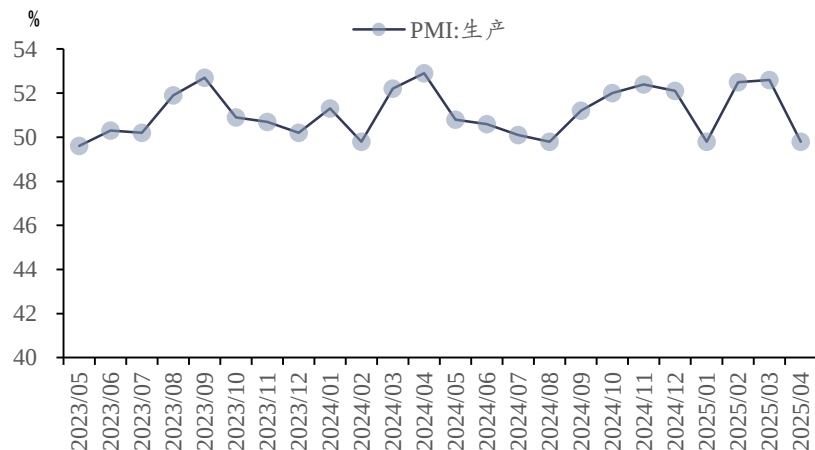


资料来源：Wind，太平洋证券

1、季节性因素叠加外部环境变化，制造业PMI降至收缩区间

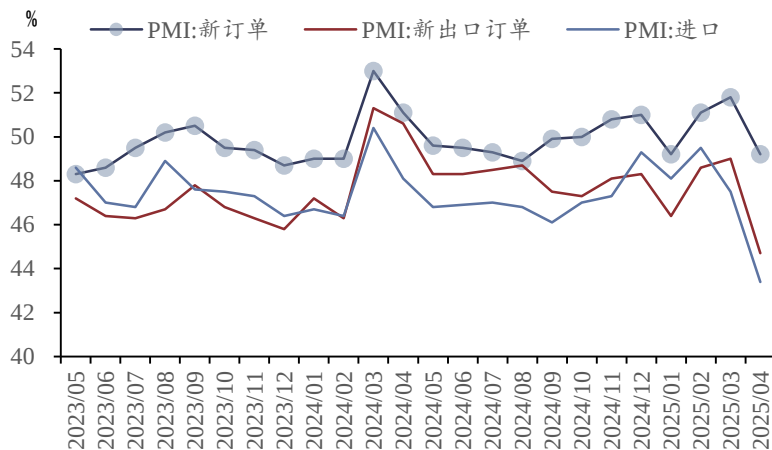
➤ **产需双双走弱**。4月受外部环境急剧变化的影响，国内产需均有放缓。生产指数为49.8%，比上月下降2.8个百分点。新订单指数为49.2%，比上月下降2.6个百分点。其中新出口订单指数为44.7%，比上月下降4.3个百分点；进口指数为43.4%，比上月下降4.1个百分点。需求方面，新出口订单指数较上月的降幅超出新订单指数，其绝对水平也低于新订单指数，这一方面表明外需走弱或是本月新订单指数下行压力的主要来源，另一方面也反映出国内需求发挥了一定对冲作用，部分缓释新出口订单缩减的冲击。整体需求走弱的背景下，本月制造业生产活跃度也有所下降，叠加上月基数较高，指数降至荣枯线以下。

图表4：生产指数



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：新订单指数

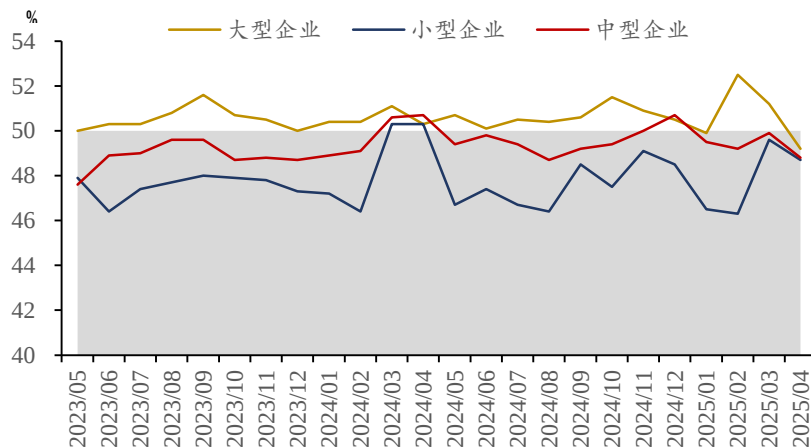


资料来源：Wind，太平洋证券

1、季节性因素叠加外部环境变化，制造业PMI降至收缩区间

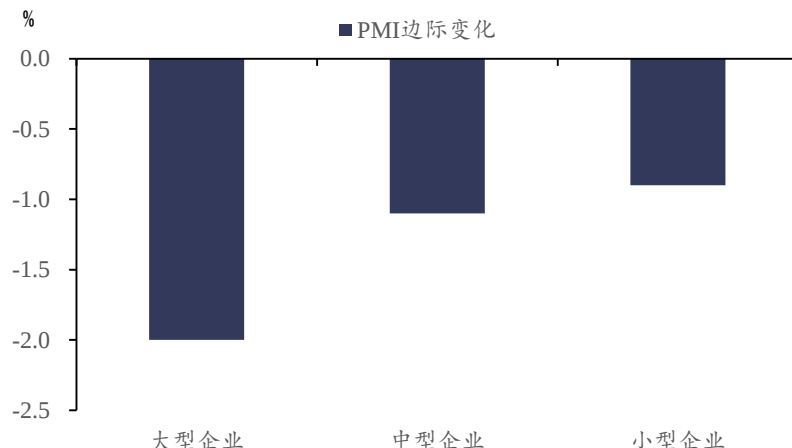
➤ **不同规模企业景气度普遍下行。**本月不同规模制造业企业指数均有走弱，其中大型企业边际调整更为明显，可能受其前期基数较高影响。从绝对水平看，大型企业景气度仍领先于中小型企业，表现出一定韧性。大型企业PMI为49.2%，比上月下降2个百分点；中型企业PMI为48.8%，比上月下降1.1个百分点；小型企业PMI为48.7%，比上月下降0.9个百分点。结构上看，上述企业生产经营的拖累主要来自需求侧。大、中、小企业的新出口订单指数均较上月下降4个百分点左右，生产指数虽然较上月都有一定的下降，整体幅度相对可控。大型企业和中型企业的生产指数都接近50%，小型企业生产指数保持在50%以上。

图表6：大中小型企业PMI



资料来源：Wind，太平洋证券

图表7：大中小型企业PMI边际变化

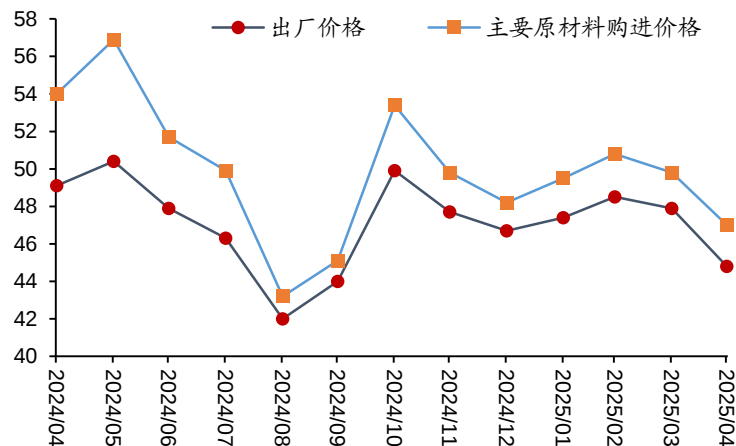


资料来源：Wind，太平洋证券

1、季节性因素叠加外部环境变化，制造业PMI降至收缩区间

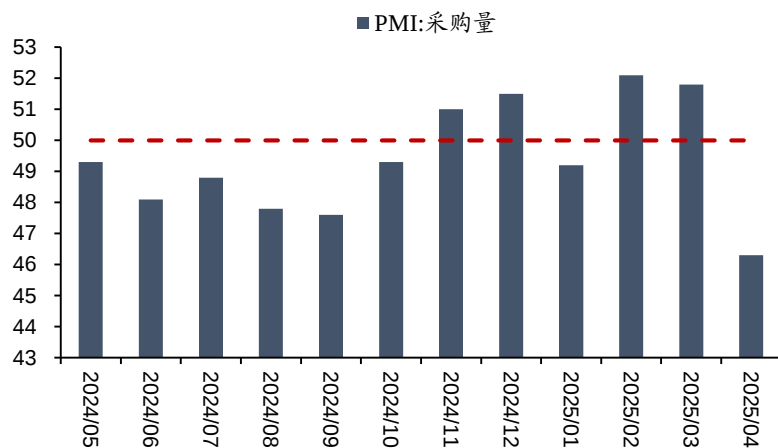
► **价格持续承压。**4月价格相关的两类指数延续了边际下行走势且回落速度加快。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为47.0%和44.8%，均处于荣枯线以下，各自比上月下降2.8和3.1个百分点。价格是供需关系的映射，偏弱运行的价格指数表明目前市场供给大于需求的矛盾仍待缓和，具体而言，一是国内需求修复基础有待进一步巩固，二是海外需求收缩，三是需求走弱影响国内生产活跃度继而带动原材料采购需求下降（采购量指数为46.3%，较上月下降5.5个百分点）。此外本月部分大宗商品价格持续下行，或对国内制造业市场价格形成传导效应。物价是影响市场预期、实体消费投资以及企业盈利的重要指标，中央经济工作会议要求“价格总水平预期目标相匹配”，关注后续供给优化及需求提振相关举措。

图表8：价格指数



资料来源：Wind，太平洋证券

图表9：采购指数



资料来源：Wind，太平洋证券

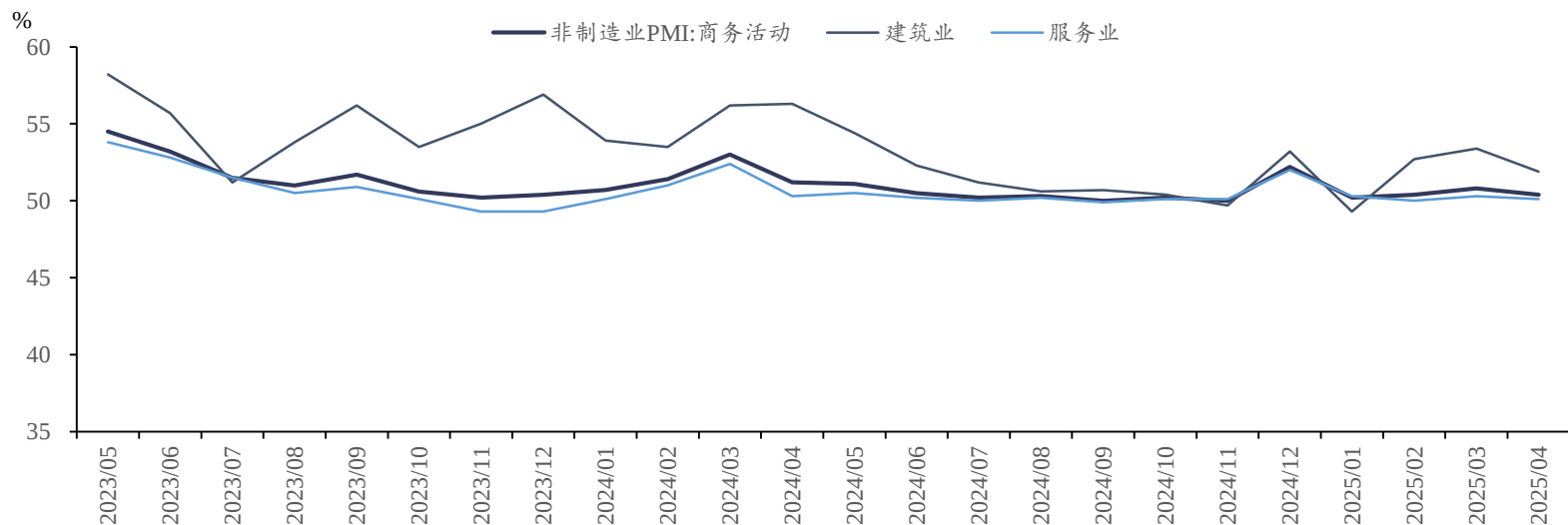
1、季节性因素叠加外部环境变化，制造业PMI降至收缩区间

- ▶ **高技术行业韧性较强。**整体而言，本月制造业景气度边际走弱且低于临界水平，但在政策、技术创新以及新兴需求扩张的支撑下，高技术行业还是展现出了较强韧性。本月高技术制造业PMI为51.5%，其生产指数和新订单指数均位于52.0%及以上。而装备制造业、消费品行业和高耗能行业景气水平均出现不同程度的回落，PMI分别为49.6%、49.4%和47.7%，比上月下降2.4、0.6和1.6个百分点。
- ▶ **内需对冲外需主线进一步明确。**外部环境的急剧变化在本月制造业PMI中有所体现。向后看数据面临一定下行压力，一是内需经济向好但持续回升基础还需要进一步稳固，二是关税不确定性下外部冲击存在加大风险。这也强化了扩内需以对冲外部不确定性的必要性。4月底政治局会议要求“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”，并强调“要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，同时将“稳就业”置于相对优先的位置。表明政策对于外部环境变化以及相关就业压力的重视。短期既定政策或加速落地，后续视形势变化增量政策的出台也值得期待。

2、非制造业保持平稳扩张

► **非制造业扩张态势延续。**4月非制造业商务活动指数为50.4%，比上月下降0.4个百分点，仍保持扩张，运行相对平稳。其中服务业与建筑业商务活动指数均运行在荣枯水平以上。主要驱动来自以下三方面：一是清明假期对服务消费的带动；二是新质生产力快速发展背景下，新动能相关服务业景气度上行；三是基建实物工作量加快形成。

图表10：非制造业PMI

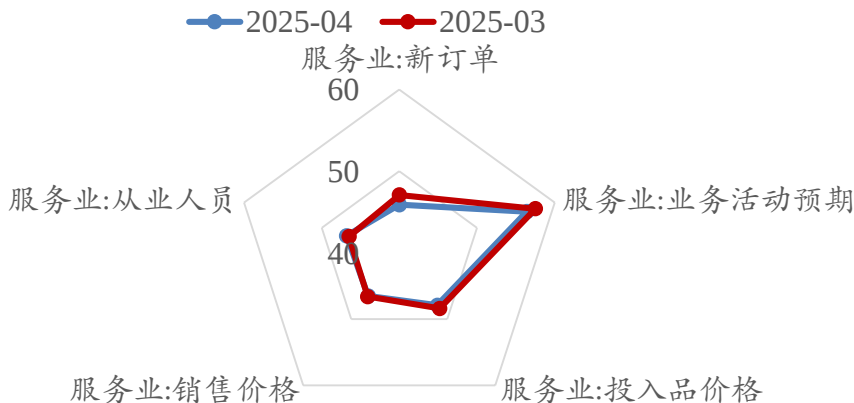


资料来源：Wind，太平洋证券

2、非制造业保持平稳扩张

► **消费及新动能相关行业仍是服务业主要支撑。**本月服务业商务活动指数为50.1%，虽然边际而言比上月下降0.2个百分点，仍高于临界点。结构上看，表现相对亮眼的集中于旅游出行、新动能相关行业。一方面4月清明小长假带动休闲娱乐相关服务业景气度上行。本月航空运输业、文体娱乐业、与旅行社业务相关的租赁及商务服务业和景区服务相关行业商务活动指数和新订单指数较上月均有明显上升。另一方面，信息服务行业保持扩张势头。本月电信运营服务业和互联网及软件技术服务业商务活动指数均高于55%，高质量发展背景下新动能相关行业依旧是整体服务业的重要贡献。

图表11：服务业分项

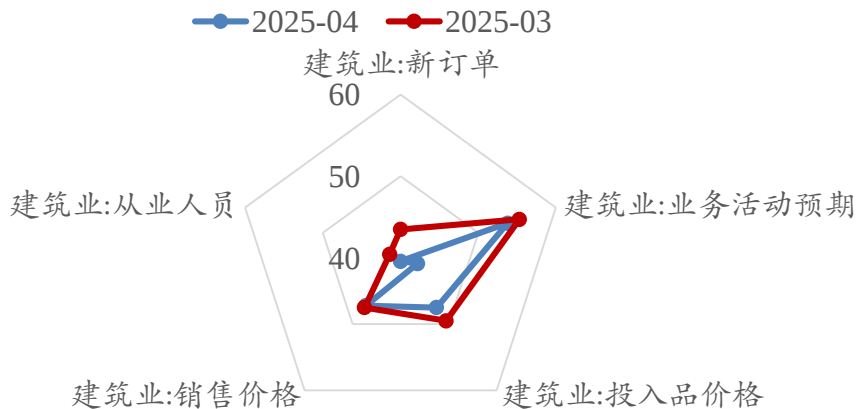


资料来源：iFinD，太平洋证券

2、非制造业保持平稳扩张

➤ **建筑业持续扩张。**本月建筑业商务活动指数为51.9%，比上月下降1.5个百分点，依旧高于临界水平。其中基建为主要贡献。本月土木工程建筑业商务活动指数为60.9%，比上月上升6.4个百分点。可能与二季度进入建筑施工活动旺季，实物工作量加快形成有关。向后看，4月政治局会议指出要“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，基建投资有望提速，更多实物工作量有望加速形成。

图表12：建筑业分项



资料来源：iFinD，太平洋证券

风险提示

- 国内政策落地不及预期；
- 外贸环境变化超预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券
构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。