

宏观点评 20250430

外需对经济的冲击开始显现——4 月 PMI 数据点评

2025 年 04 月 30 日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

相关研究

《结汇和买债：牵引人民币汇率的“双主线”》

2025-04-30

《25Q1 固收+基金转债持仓十大亮点》

2025-04-28

■ 4 月制造业 PMI 为 49%，比上月下降 1.5 个百分点；服务业 PMI 为 50.1%，比上月下降 0.2 个百分点；建筑业 PMI 为 51.9%，比上月下降 1.5 个百分点。三大行业景气度环比都在下降，其中制造业降幅最大并且再次降至 50%荣枯线下，表明外需对经济的冲击已经开始显现。

■ **靴子落地，外需冲击开始显现。**从去年底开始，市场就开始担心关税带来的经济冲击，从 4 月制造业 PMI 数据来看，这一冲击正在兑现。4 月制造业 PMI 环比下降 1.5 个点，降幅远超历史均值-0.7 个点，跟过去十年历史同期相比仅次于 2022、2023 年。2022 年 4 月由于疫情冲击，制造业 PMI 环比-2.1pct；2023 年由于“小阳春”退潮，4 月制造业 PMI 环比-2.7pct；今年 4 月环比-1.5pct，降幅略低于 22 和 23 年，但未来几个月压力可能会加大。

■ **从制造业 PMI 数据来看这次外需冲击的七个特点。**一是节奏上，5-6 月可能制造业压力边际加大。美国与其他国家 90 天暂停关税带来的转口贸易、5 月 2 日开始生效的小包直邮关税，都意味着 5-6 月出口压力可能会逐步加大。并且其他国家和地区 4 月制造业 PMI 尚未开始下降，如欧元区 4 月制造业 PMI 从 3 月的 48.6% 微升至 48.7%，日本从 48.4% 升至 48.5%，未来如果出现全球制造业衰退，我国出口压力也会更大。

■ **二是 4 月制造业产需均放缓，生产降幅略大于需求，需求下降主要来自外需，制造业的内需动能指标在走强。**4 月制造业 PMI 生产指数环比下降 2.8 个点至 49.8%、新订单指数下降 2.6 个点至 49.2%，但新订单的减少主要来自出口订单。“新订单-新出口订单”可以在一定程度上反映经济的内生动能，这个指标在 4 月从 2.8% 回升至 4.5%。

■ **三是出口冲击反映在制造企业生产行为上，企业主动调整生产节奏，减少采购，产成品库存下降。**4 月制造业 PMI 的进口指数、采购量指数分别环比下降 4.1 和 5.5 个点，产成品库存指数小幅下降 0.7 个点，出口订单指数下降 4.3 个点。

■ **四是从就业来看，出口的就业冲击尚未完全显现，反而是建筑业就业指数降至历史最低区间，加大了稳就业的压力。**4 月制造业 PMI 从业人员指数小幅下行 0.3 个点至 47.9%，服务业从业人员指数环比上行 0.3 个点至 46.8%，建筑业从业人员指数环比下行 3.6 个点至 37.8%，降至历史最低区间。我们在此前报告中指出，出口增速每下降 1 个点，大致对应 104 万左右的就业岗位，需要靠建筑业和服务业来消化出口带来的就业冲击（《增量政策的 6 条线索——学习 4 月政治局会议精神》）。从 4 月 PMI 调查数据来看，制造业就业冲击还没有完全显现，但建筑业就业降幅较大，加大了稳就业的压力。

■ **五是从价格来看，出厂价格比进价压力更大。**4 月制造业 PMI 的原材料购进价格指数下降 2.8 个点至 47%，出厂价格指数下降 3.1 个点至 44.8%。一方面，出口转内销加剧国内供过于求的问题，因此出厂价格比进价降幅更大；另一方面，原油等大宗商品价格下行也拖累工业价格。

■ **六是从行业来看，对外需依赖更大的纺织业、装备制造业 4 月景气度下行更多，高技术制造业和消费品行业的韧性较强。**一方面，国家统计局指出“纺织、纺织服装服饰、金属制品等行业两（产需）个指数明显回落”；另一方面，大类行业中，高技术制造业、装备制造业、消费品行业、原材料行业的 PMI 指数环比分别下降 0.8、2.4、0.6 和 1.6 个点，高技术制造业和消费品行业的韧性较强，装备制造业降幅最大。综合来看，4 月制造业中，更依赖于外需的纺织业、装备制造业受影响最大。

■ **七是从大中小企业来看，大型企业景气度降幅更大。**4 月，大中小企业

制造业 PMI 指数分别下行 2.0、1.1、0.9 个点，大型企业景气度下降更多。这是由于大型企业基数更高，3 月大中小企业 PMI 分别为 51.2%、49.9%、49.6%。

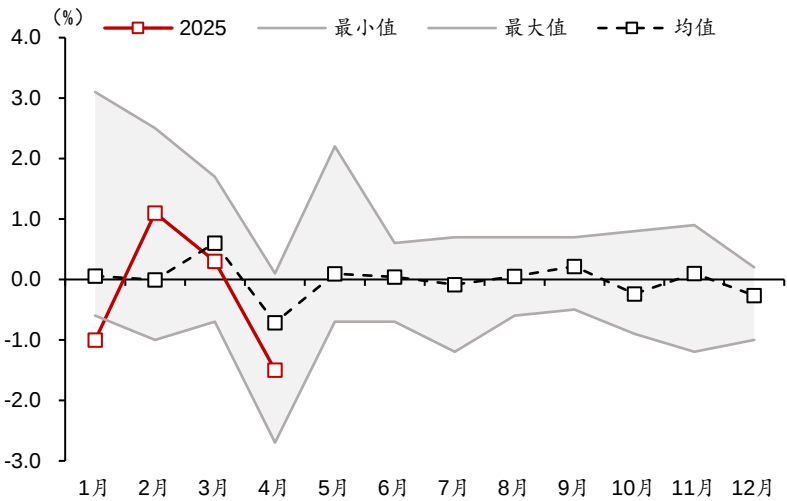
- **提振服务需求是对冲出口影响的重要环节。**4 月服务业景气度尽管仍在 50%荣枯线上，但自 2023 年下半年服务业 PMI 以来长期在 50%上下波动，整体中枢趋于下移。如果要以强大内需对冲出口压力，服务业还需要更多政策支持，以带动整体景气度更上一层楼。4 月政治局会议指出“大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用”，并设立“服务消费与养老再贷款”，提振服务消费成为下一阶段促消费扩内需、对冲出口影响的重要环节。
- **建筑业方面，基建开工回升，房地产施工仍然是主要拖累。**4 月建筑业 PMI 指数为 51.9%，比上月下降 1.5 个百分点，仍位于扩张区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 60.9%，比上月上升 6.4 个百分点，表明基建施工进度有所加快，房地产仍然是建筑施工的主要拖累。未来仅靠基建施工可能难以支撑需求，需要加快推进城中村和危旧房改造，促进房地产投资止跌回稳。
- **往后看，一批稳增长政策将在二季度落地，增量政策储备也在加快推进，将通过内需特别是消费的扩张来对冲出口带来的影响。**4 月政治局会议指出“要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。”4 月 28 日，国家发改委副主任赵辰昕指出，“政策大部分将在二季度落地”。未来几个月，外需的演变不确定性较大，要靠内需特别是消费的扩张来对冲出口影响。为应对正在到来的关税冲击，一方面需要抓好 3 月两会部署的政策落实，另一方面择机出台新的增量政策，加大逆周期调节力度。
- **风险提示：全球关税出现较大变化；房地产市场走弱；稳增长政策落地进度不及预期。**

表1: 4月 PMI 数据概览

	制造业 PMI	制造业 PMI:生产	制造业 PMI:新订单	制造业 PMI:新出口订单	制造业 PMI:产成品库存	制造业 PMI:出厂价格	制造业 PMI:主要原材料购进价格	制造业 PMI:从业人员	制造业 PMI:供货商配送时间	制造业 PMI:生产经营活动预期	非制造业 PMI:服务业	非制造业 PMI:建筑业
PMI 指数												
2025-04	49.0	49.8	49.2	44.7	47.3	44.8	47.0	47.9	50.2	52.1	50.1	51.9
2025-03	50.5	52.6	51.8	49.0	48.0	47.9	49.8	48.2	50.3	53.8	50.3	53.4
2025-02	50.2	52.5	51.1	48.6	48.3	48.5	50.8	48.6	51.0	54.5	50.0	52.7
2025-01	49.1	49.8	49.2	46.4	46.5	47.4	49.5	48.1	50.3	55.3	50.3	49.3
2024-12	50.1	52.1	51.0	48.3	47.9	46.7	48.2	48.1	50.9	53.3	52.0	53.2
2024-11	50.3	52.4	50.8	48.1	47.4	47.7	49.8	48.2	50.2	54.7	50.1	49.7
环比												
2025-04	-1.5	-2.8	-2.6	-4.3	-0.7	-3.1	-2.8	-0.3	-0.1	-1.7	-0.2	-1.5
2025-03	0.3	0.1	0.7	0.4	-0.3	-0.6	-1.0	-0.4	-0.7	-0.7	0.3	0.7
2025-02	1.1	2.7	1.9	2.2	1.8	1.1	1.3	0.5	0.7	-0.8	-0.3	3.4
2025-01	-1.0	-2.3	-1.8	-1.9	-1.4	0.7	1.3	0.0	-0.6	2.0	-1.7	-3.9
2024-12	-0.2	-0.3	0.2	0.2	0.5	-1.0	-1.6	-0.1	0.7	-1.4	1.9	3.5
2024-11	0.2	0.4	0.8	0.8	0.5	-2.2	-3.6	-0.2	0.6	0.7	0.0	-0.7

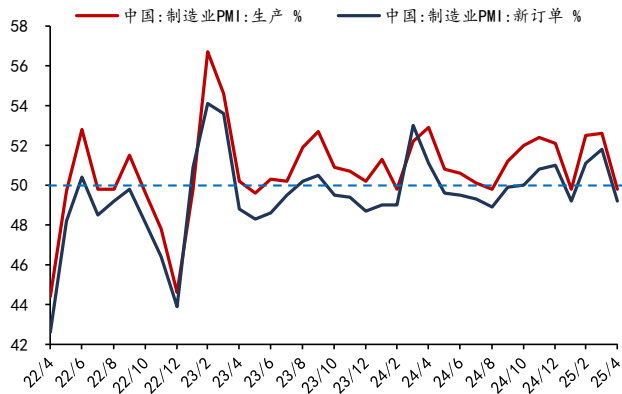
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图1: 2013-2025 年中国制造业 PMI 环比增速



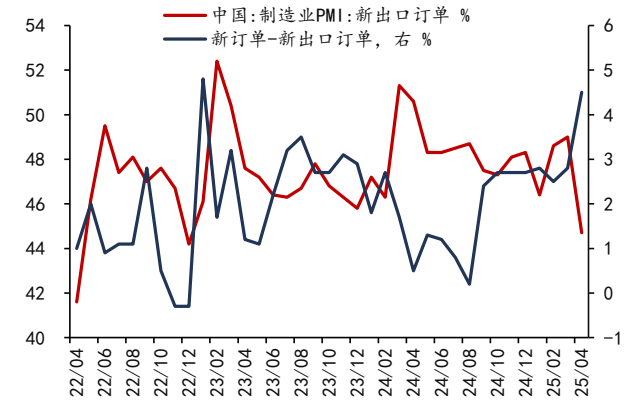
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 制造业 PMI 生产和需求指数



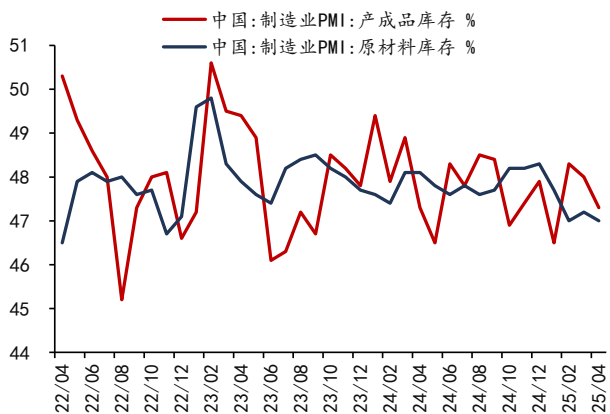
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 制造业 PMI 出口订单情况



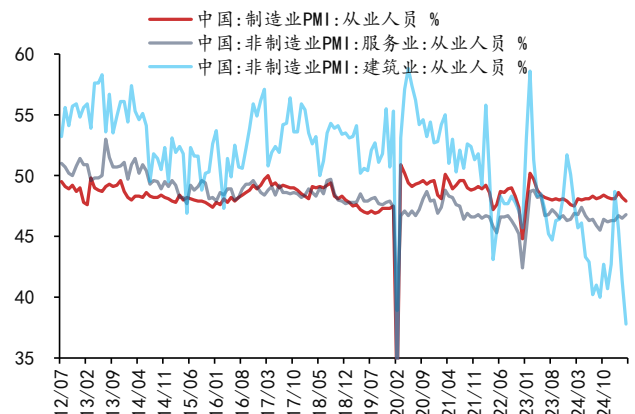
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 制造业 PMI 库存变化



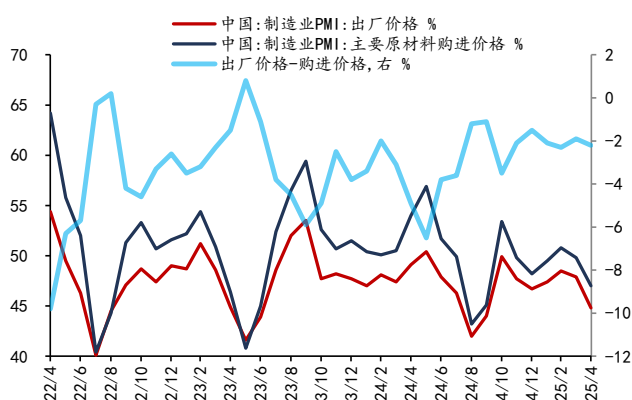
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: PMI 就业指数



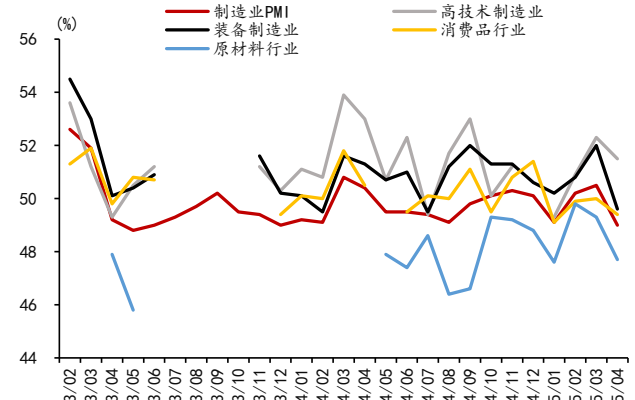
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 制造业 PMI 价格指数的变化



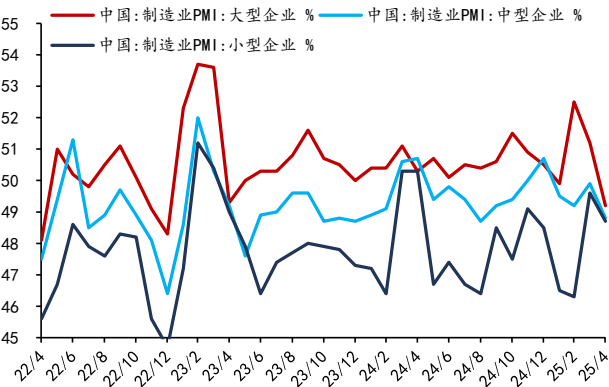
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 分行业看制造业 PMI 变化



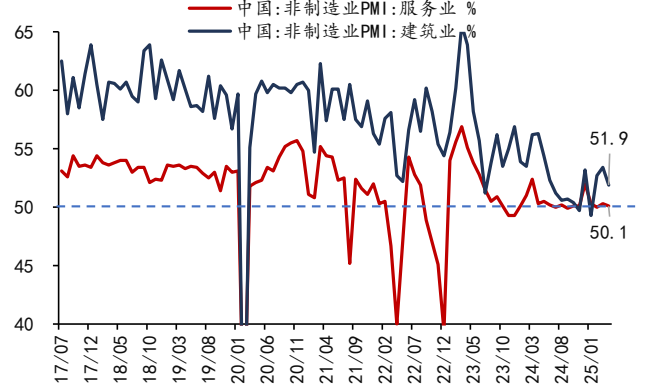
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：大中小企业景气度变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：建筑业和服务业 PMI 变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>