



PMI仍在荣枯线上 外需带动力不减

——4月中国PMI简评

方正中期期货研究院 宏观与大类资产研究中心 李彦森

2024年5月

www.founderfu.com

 **方正中期期货**
FOUNDER CIFCO FUTURES

4月中国官方制造业、非制造业、综合PMI均有小幅回落，但三者仍处于荣枯线上方，经济继续改善。制造业PMI分项继续多数改善，产出修复除内需正向影响外，更多仍为外需带动。产品净需求和原料净需求边际回落但趋势向上；产成品库存下降、原材料库存维持不变；原材料价格和出厂价格均明显上升。短期经济再现被动去库存，但趋势仍是主动加库存。进口和采购量明显下降也反映3月春节后加速补库节奏开始季节性放慢。

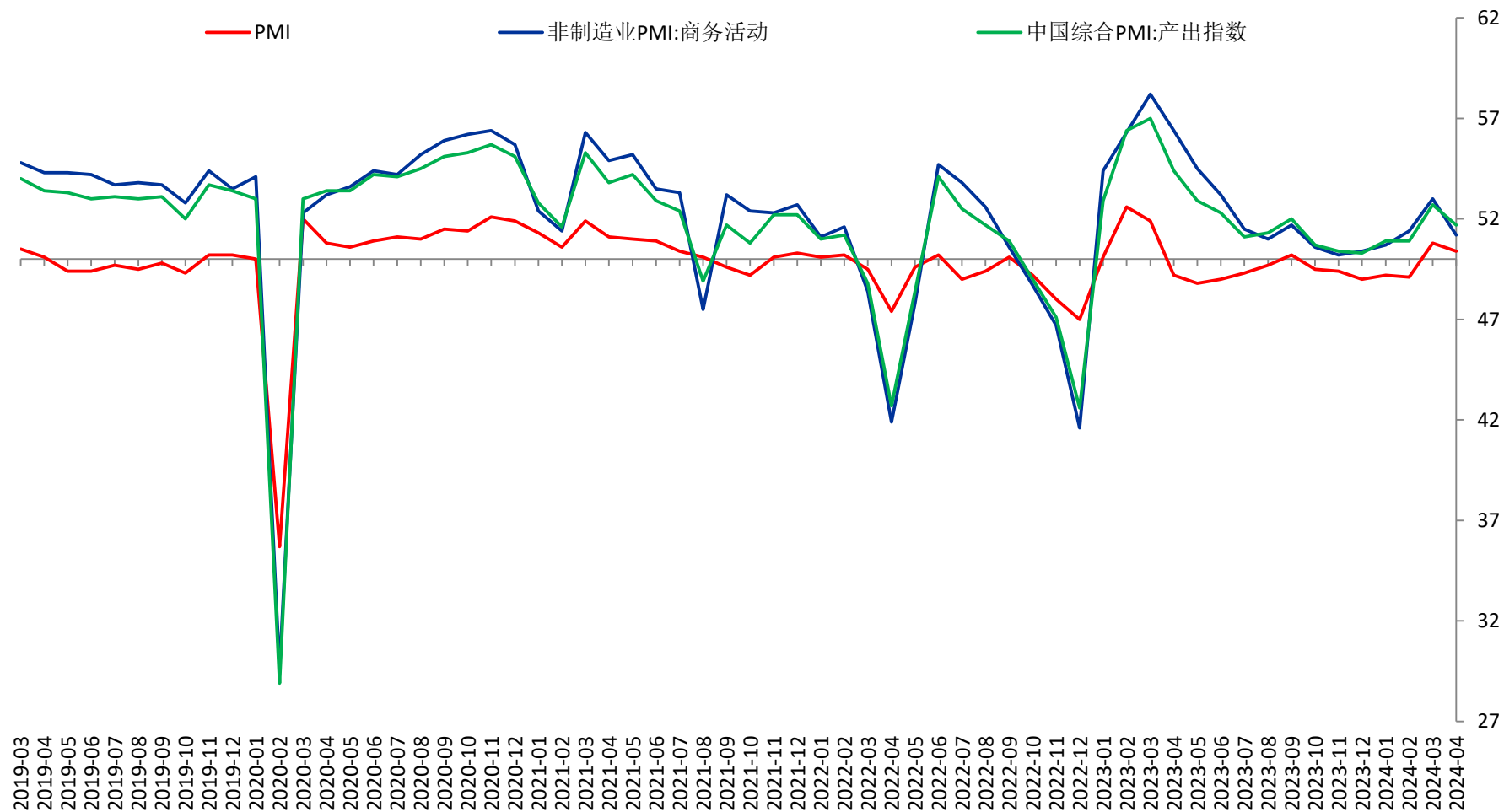
价格指数大幅回升，上游商品涨价带来原料价格上涨开始跟随补库向国内传导。但出厂价格受制于下游工业品如汽车等降价促销影响，绝对增速仍为下行。4月PPI和PPIRM环比或出现明显上行（尤其是后者），再通胀节奏正在加速。

不同企业类型方面，此前多位于上游的大企业短期被动去库结束并回加库。中小企业补库存慢于大型企业，但出口相对强势与其他数据相互印证。

非制造业指标多有走弱，春节后建筑业复工产出加速，但新订单回落显示基建、地产需求仍待改善。服务业主要受季节性影响，整体仍为改善态势。

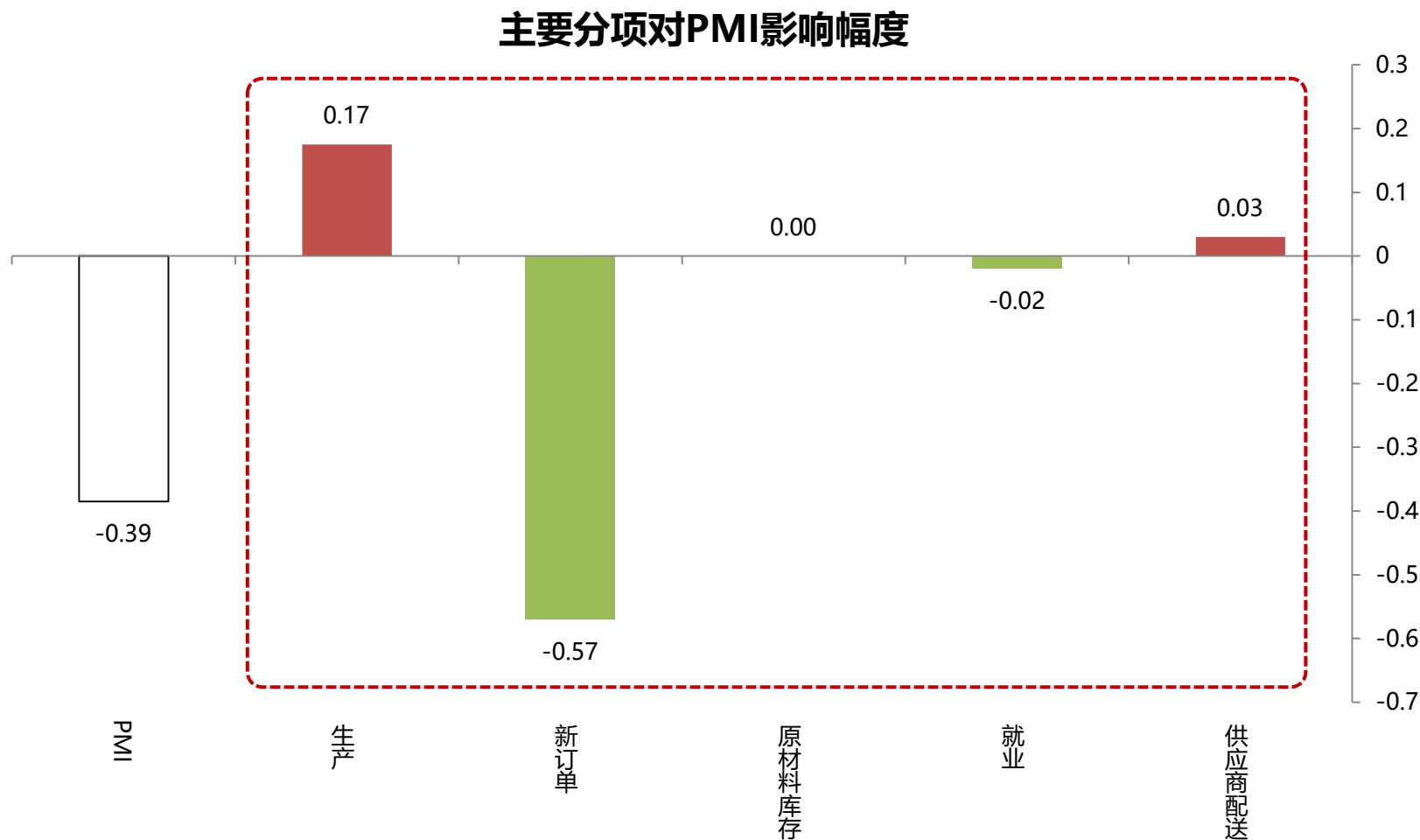
总体上看，4月PMI回落幅度回落幅度有限，供需指标均在荣枯线以上表明供需两旺、经济环比维持增长，中期需求有望继续增强。外需带动制造业上行（全球经济、需求共振上行），财政政策落地对基建带动强化（预计5月开始），央行配套货币宽松政策概率较高。未来地产修复幅度仍是决定传统内需加速斜率的焦点。

- 数据显示，4月中国官方制造业PMI报50.4，表现符合预期，较前值50.8稍有回落，仍维持荣枯线以上。非制造业PMI报51.2，表现弱于预期的52.3，较前值53有所下降，但仍高于荣枯线水平。
- 综合PMI产出指数相应回落至51.7。

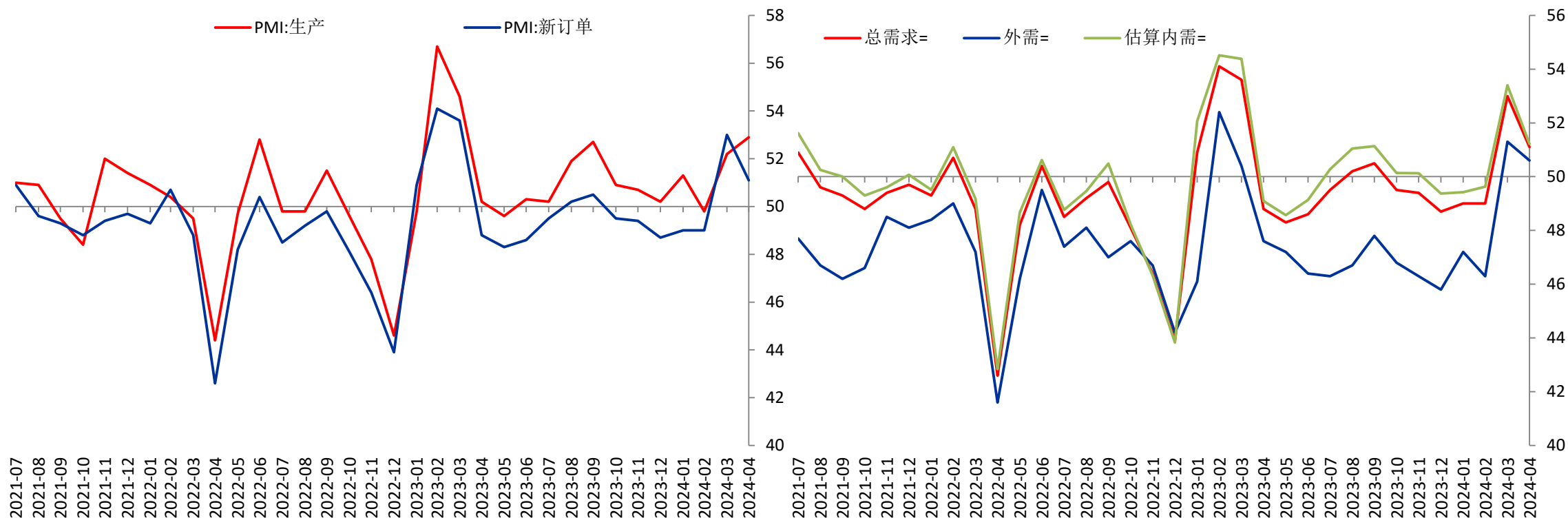


| 制造业 | PMI | 生产 | 新订单 | 新出口订单 | 产成品库存 | 原材料价格 | 原材料库存 | 就业 | 供应商配送 | 在手订单 | 进口 | 采购量 | 出厂价格 | 经营预期 |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 2024年4月 | 50.4 | 52.9 | 51.1 | 50.6 | 47.3 | 54.0 | 48.1 | 48.0 | 50.4 | 45.6 | 48.1 | 50.5 | 49.1 | 55.2 |
| 最近10年分位数水平 | 57% | 63% | 56% | 83% | 56% | 58% | 54% | 28% | 68% | 56% | 43% | 39% | 43% | 42% |
| 5年均值 | 49.7 | 50.5 | 49.0 | 44.5 | 48.5 | 54.6 | 47.6 | 48.6 | 47.2 | 45.4 | 47.2 | 49.5 | 50.2 | 55.4 |
| 5年历史波动率 | 1.5 | 3.6 | 3.8 | 7.0 | 1.7 | 10.7 | 0.8 | 1.4 | 5.6 | 1.5 | 3.5 | 3.5 | 6.4 | 2.0 |
| 上月数值 | 50.8 | 52.2 | 53.0 | 51.3 | 48.9 | 50.5 | 48.1 | 48.1 | 50.6 | 47.6 | 50.4 | 52.7 | 47.4 | 55.6 |
| 本月与上月差值 | -0.4 | 0.7 | -1.9 | -0.7 | -1.6 | 3.5 | 0.0 | -0.1 | -0.2 | -2.0 | -2.3 | -2.2 | 1.7 | -0.4 |
| 5年差值平均 | -1.4 | -2.4 | -2.9 | -4.0 | 0.2 | -2.5 | -0.7 | -0.8 | -1.9 | -1.5 | -2.0 | -1.9 | -1.5 | -2.0 |
| 5年差值历史波动率 | 0.9 | 2.2 | 2.5 | 5.7 | 0.7 | 1.5 | 0.4 | 0.4 | 4.3 | 1.3 | 0.4 | 4.3 | 1.3 | 0.4 |
| 制造业 | PMI | 生产 | 新订单 | 新出口订单 | 产成品库存 | 原材料价格 | 原材料库存 | 就业 | 供应商配送 | 在手订单 | 进口 | 采购量 | 出厂价格 | 经营预期 |
| 2024年3月 | 50.8 | 52.2 | 53 | 51.3 | 48.9 | 50.5 | 48.1 | 48.1 | 50.6 | 47.6 | 50.4 | 52.7 | 47.4 | 55.6 |
| 最近10年分位数水平 | 63% | 44% | 85% | 94% | 91% | 35% | 54% | 33% | 84% | 98% | 81% | 83% | 23% | 46% |
| 5年均值 | 51.2 | 53.0 | 51.9 | 48.5 | 48.2 | 57.1 | 48.3 | 49.4 | 49.1 | 46.9 | 49.2 | 51.8 | 52.1 | 56.2 |
| 5年历史波动率 | 1.1 | 2.1 | 2.0 | 2.2 | 1.3 | 10.2 | 0.6 | 1.3 | 1.8 | 1.2 | 1.8 | 2.0 | 6.4 | 1.6 |
| 上月数值 | 49.1 | 49.8 | 49.0 | 46.3 | 47.9 | 50.1 | 47.4 | 47.5 | 48.8 | 43.5 | 46.4 | 48.0 | 48.1 | 54.2 |
| 本月与上月差值 | 1.7 | 2.4 | 4.0 | 5.0 | 1.0 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 1.8 | 4.1 | 4.0 | 4.7 | -0.7 | 1.4 |
| 5年差值平均 | 3.5 | 5.7 | 4.7 | 3.6 | 0.6 | 0.2 | 3.1 | 4.0 | 3.1 | 2.9 | 4.0 | 3.1 | 2.9 | 4.0 |
| 5年差值历史波动率 | 7.2 | 11.7 | 10.2 | 8.1 | 1.8 | 4.8 | 6.8 | 8.5 | 7.4 | 4.5 | 6.8 | 7.4 | 4.5 | 6.8 |
| 制造业 | PMI | 生产 | 新订单 | 新出口订单 | 产成品库存 | 原材料价格 | 原材料库存 | 就业 | 供应商配送 | 在手订单 | 进口 | 采购量 | 出厂价格 | 经营预期 |
| 2024年2月 | 49.1 | 49.8 | 49 | 46.3 | 47.9 | 50.1 | 47.4 | 47.5 | 48.8 | 43.5 | 46.4 | 48.0 | 48.1 | 54.2 |
| 最近10年分位数水平 | 8% | 10% | 13% | 10% | 73% | 30% | 18% | 13% | 20% | 7% | 8% | 5% | 29% | 29% |
| 5年均值 | 47.7 | 47.3 | 47.2 | 44.8 | 47.7 | 56.9 | 45.2 | 45.4 | 46.0 | 44.0 | 45.2 | 46.7 | 51.3 | 54.7 |
| 5年历史波动率 | 6.8 | 11.2 | 10.1 | 9.4 | 1.8 | 6.5 | 6.4 | 7.7 | 7.9 | 5.1 | 7.8 | 9.9 | 5.4 | 7.3 |
| 上月数值 | 49.2 | 51.3 | 49.0 | 47.2 | 49.4 | 50.4 | 47.6 | 47.6 | 50.8 | 44.3 | 46.7 | 49.2 | 47.0 | 54.0 |
| 本月与上月差值 | -0.1 | -1.5 | 0.0 | -0.9 | -1.5 | -0.3 | -0.2 | -0.1 | -2.0 | -0.8 | -0.3 | -1.2 | 1.1 | 0.2 |
| 5年差值平均 | -2.5 | -4.0 | -3.5 | -3.2 | 0.2 | 1.7 | -3.4 | -2.7 | -2.8 | -1.6 | -2.7 | -2.8 | -1.6 | -2.7 |
| 5年差值历史波动率 | 6.7 | 11.4 | 10.5 | 9.9 | 1.8 | 3.2 | 5.5 | 7.4 | 8.6 | 5.6 | 5.5 | 8.6 | 5.6 | 5.5 |

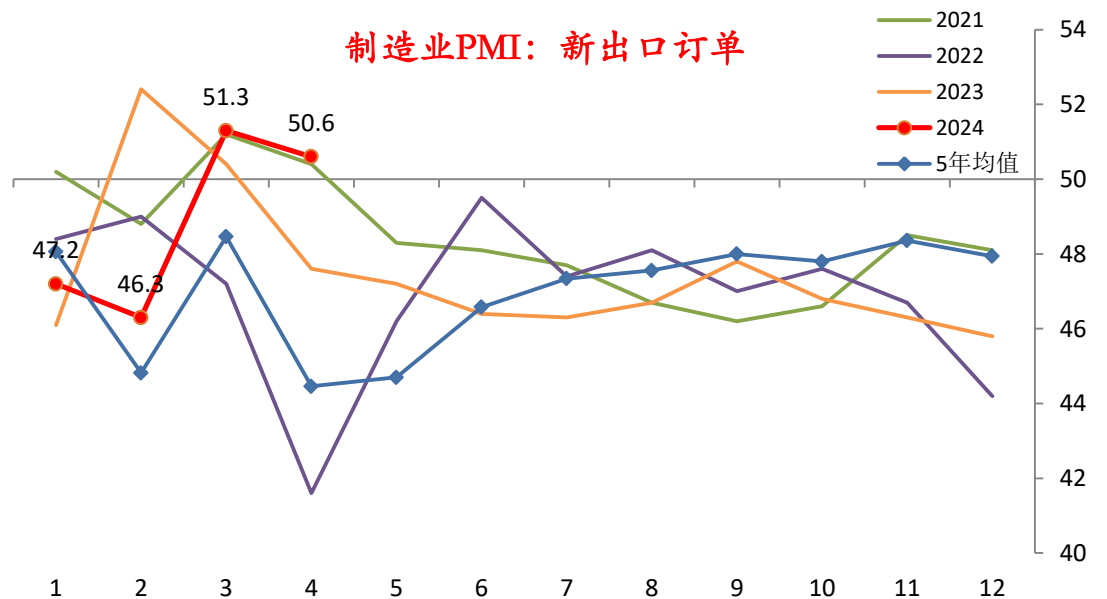
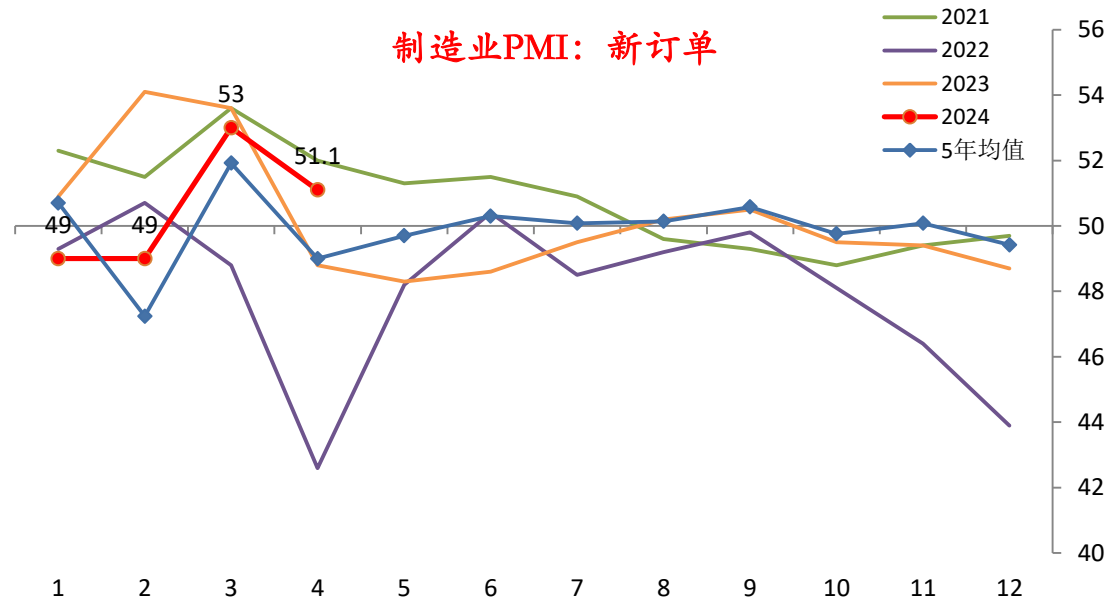
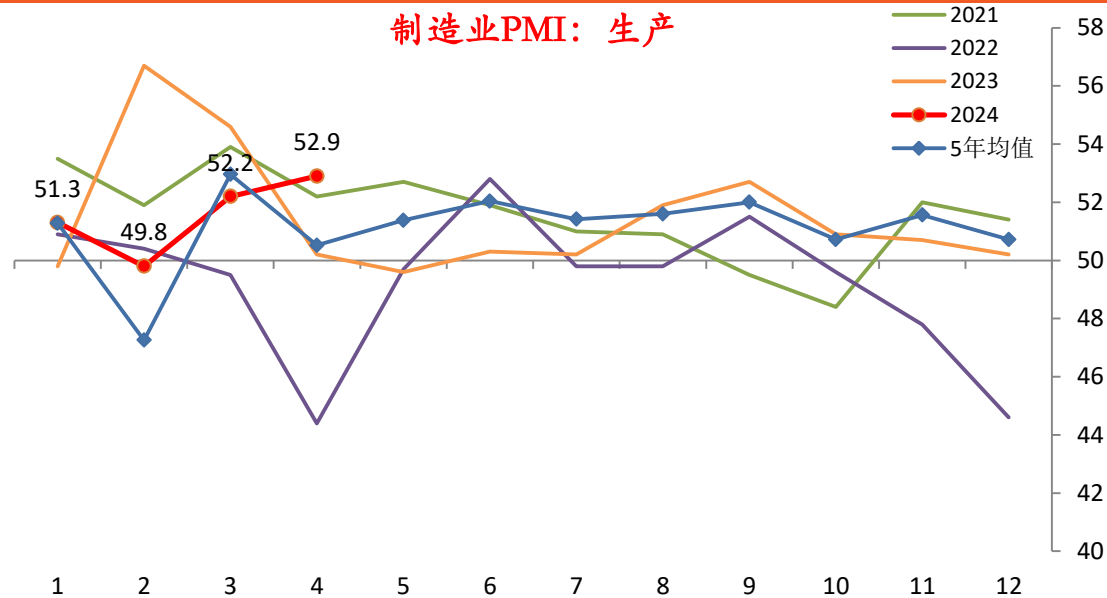
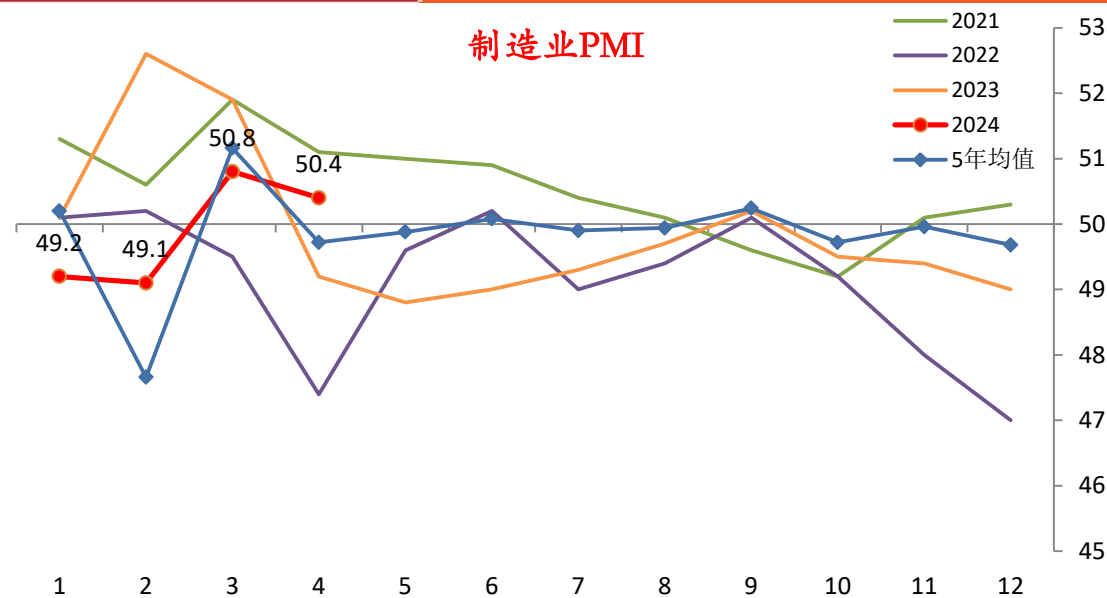
- 制造业PMI下降0.39，主要分项影响差异较大。其中生产、供应商配送分别带动0.17、0.03，新订单明显拖累0.57，就业小幅拖累0.02，原材料库存影响程度为0。



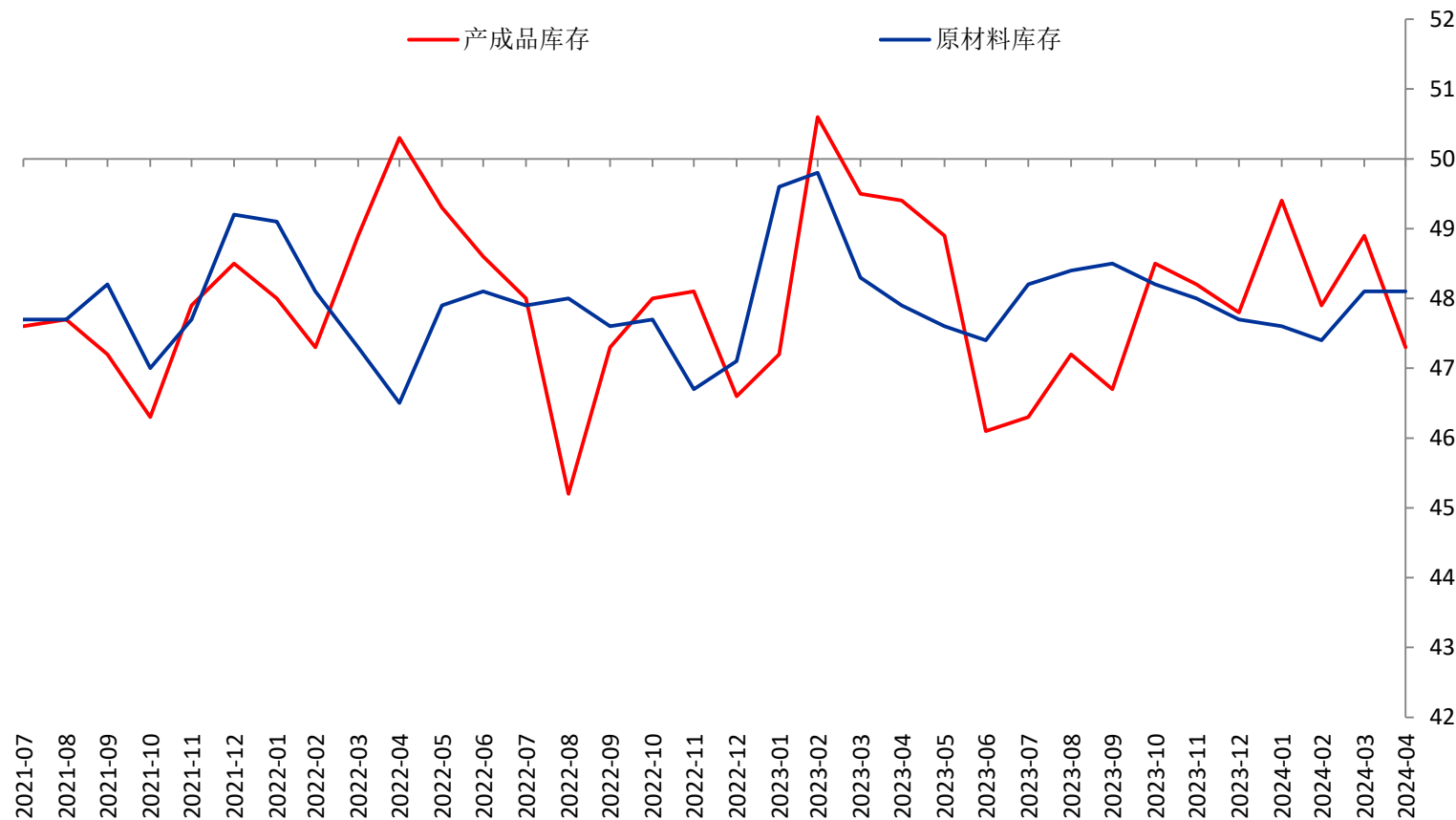
- 制造业PMI主要分项中，生产继续上升0.7至52.9，10年分位数水平升至63%；但新订单下降1.9至51.1，10年分位数水平降至56%。4月供给改善超过需求，但二者暂时均维持扩张态势。
- 新出口订单下降0.7至50.6，绝对增量处于荣枯线以上且接近历史同期最高值。结合出口领先指标和高频数据来看，4月出口或实现超季节性增长，预计年内改善趋势不变。



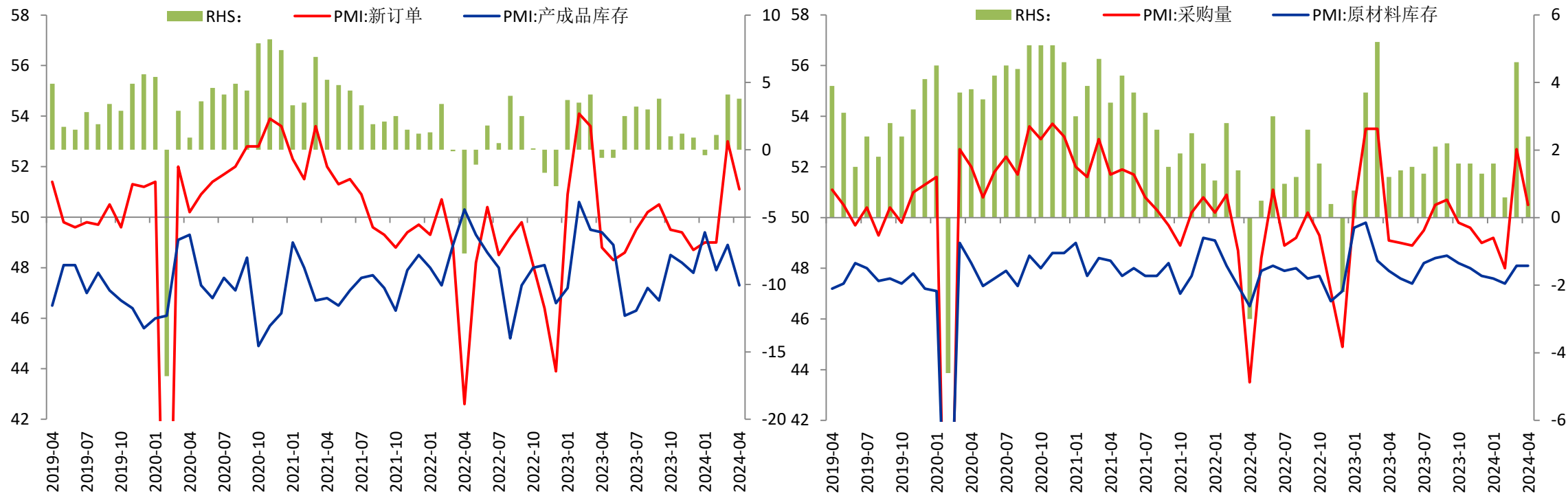
制造业PMI主要分项情况——生产、新订单、新出口订单季节性

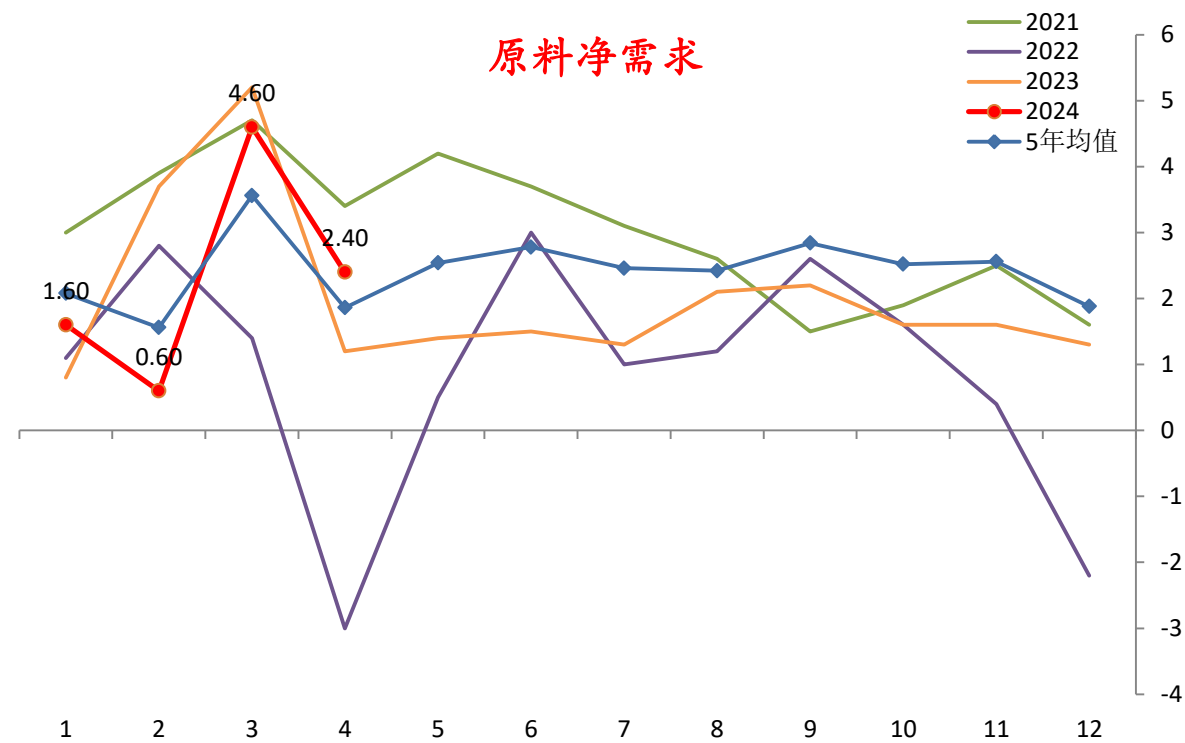
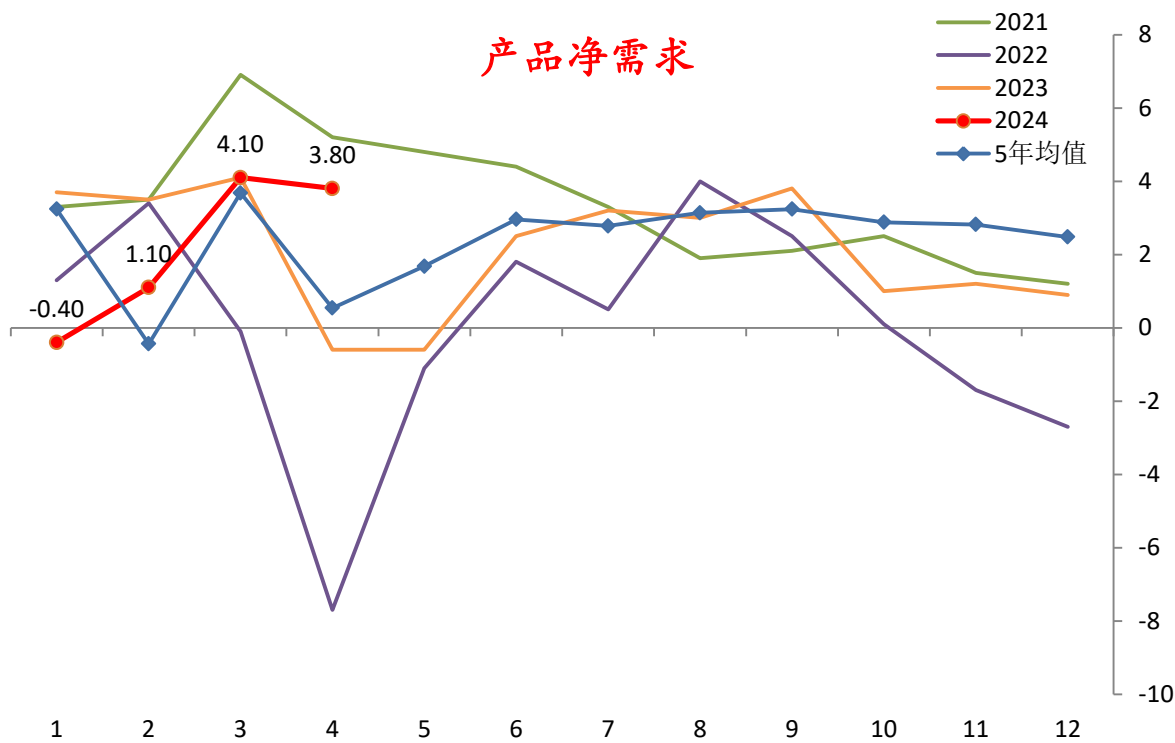


- 库存指标方面，产成品库存下降1.6至47.3，原材料库存维持48.1不变。但二者均继续位于荣枯线下方。

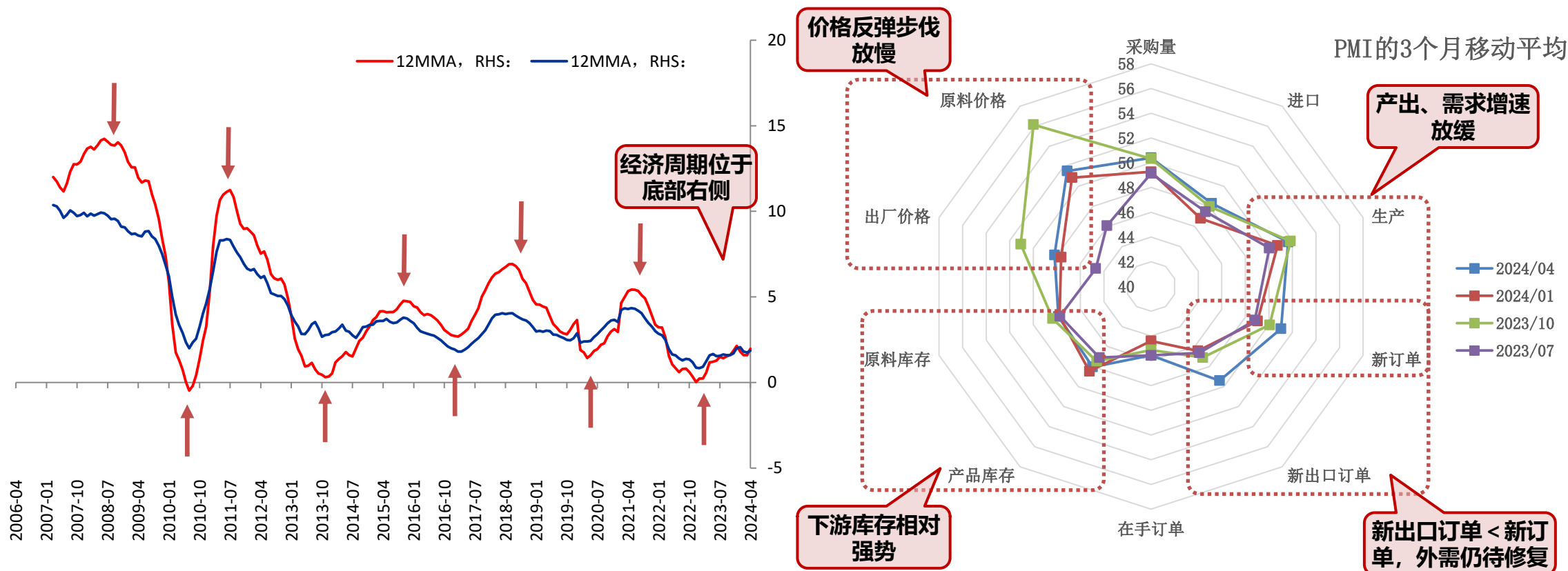


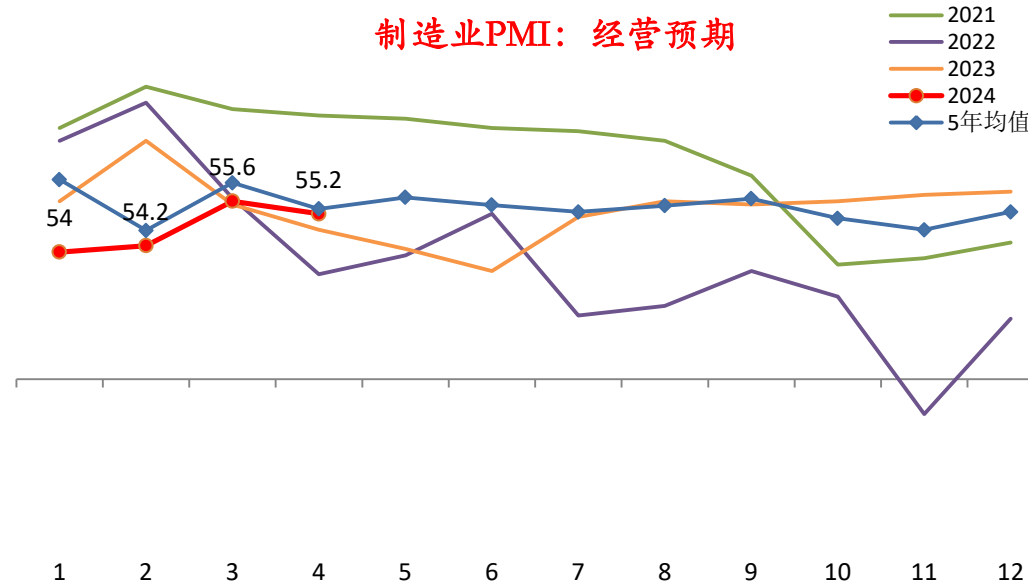
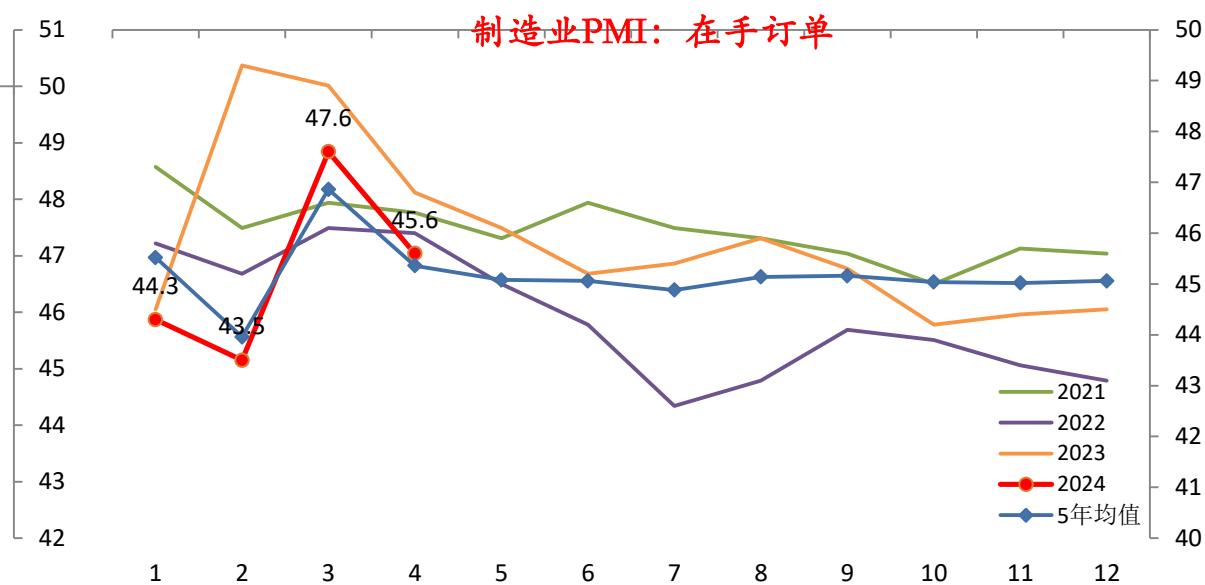
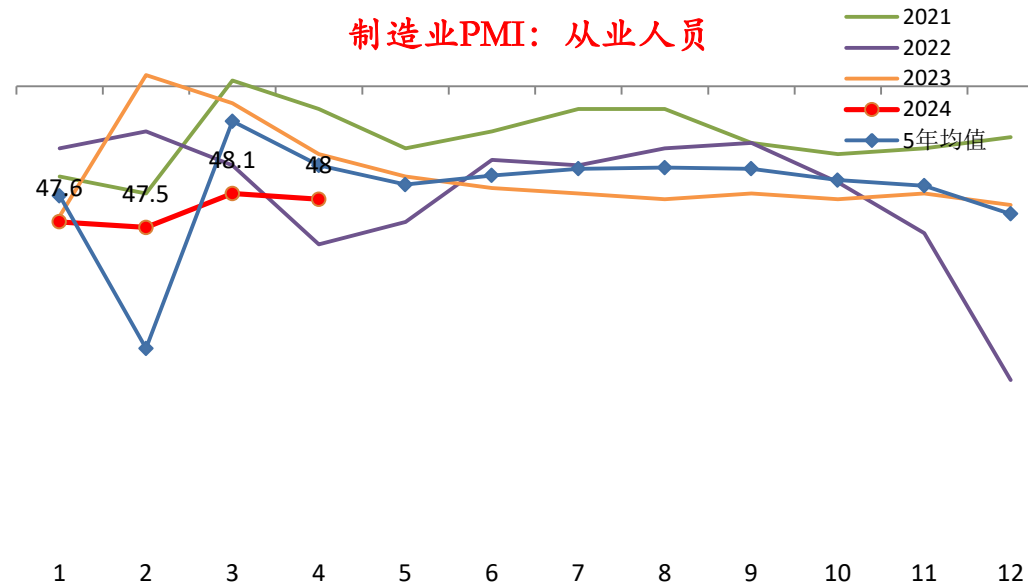
- 根据我们计算，产品净需求下降至3.8，原料净需求下降至2.4。
- 此前净需求指标大幅回升，更多是基于春节影响造成的基数低。当前净需求指标所处位置仍明显高于去年四季度。





- 情况表明，产出仍在进一步修复中，主要仍受到外需带动，同时内需也存在正向影响。供需指标均位于荣枯线以上，表明供需两旺、经济环比改善态势基本延续。
- 库存周期方面，产品净需求和原材料边际回落但趋势向上；产成品库存下降、原材料库存维持不变；原材料价格和出厂价格均明显上升。短期经济有被动去库存迹象，但总体趋势仍是主动加库存方向。
- 长周期来看，经济运行的40个月周期不变，内生性复苏上行趋势延续，中长期维持对经济趋势的乐观看待。

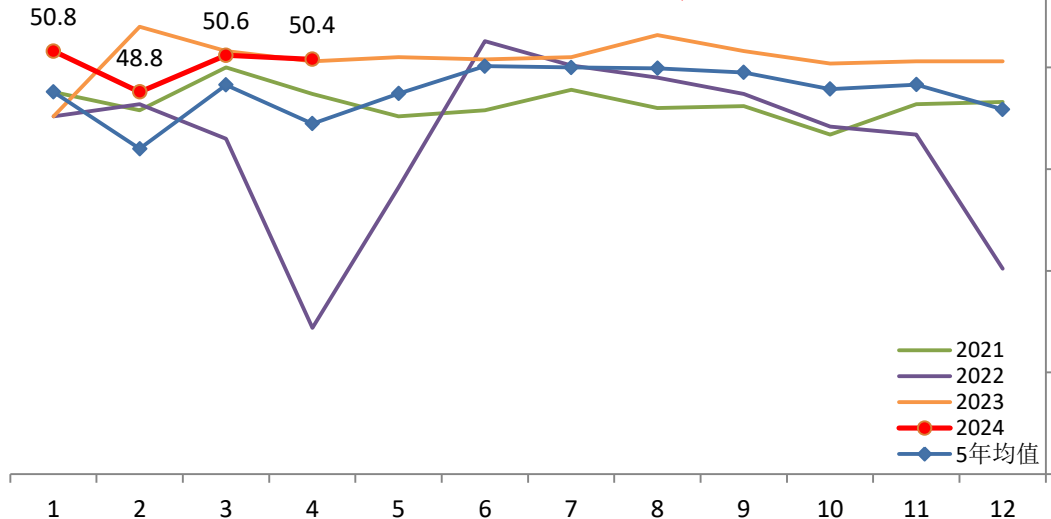




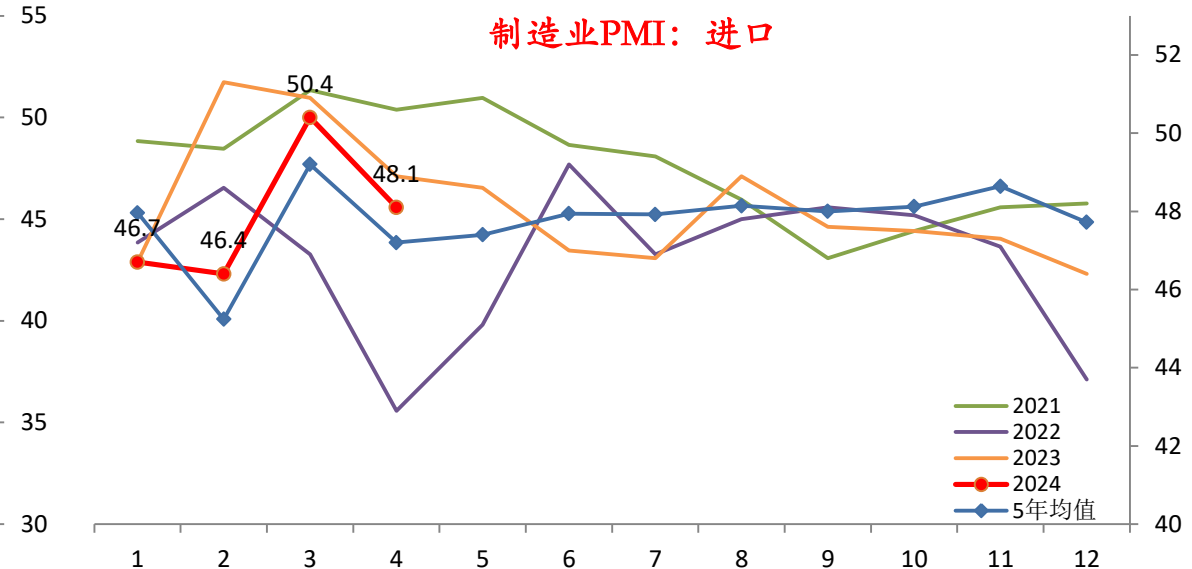
制造业PMI其他扩散指数方面：

- 就业指标继续小幅下降0.1至48，预计后期随着产出增长将会回升。
- 在手订单下降2.0至45.6，更多与生产节奏加快有关。
- 企业经营预期小幅回落0.4至55.2，绝对水平维持高位。

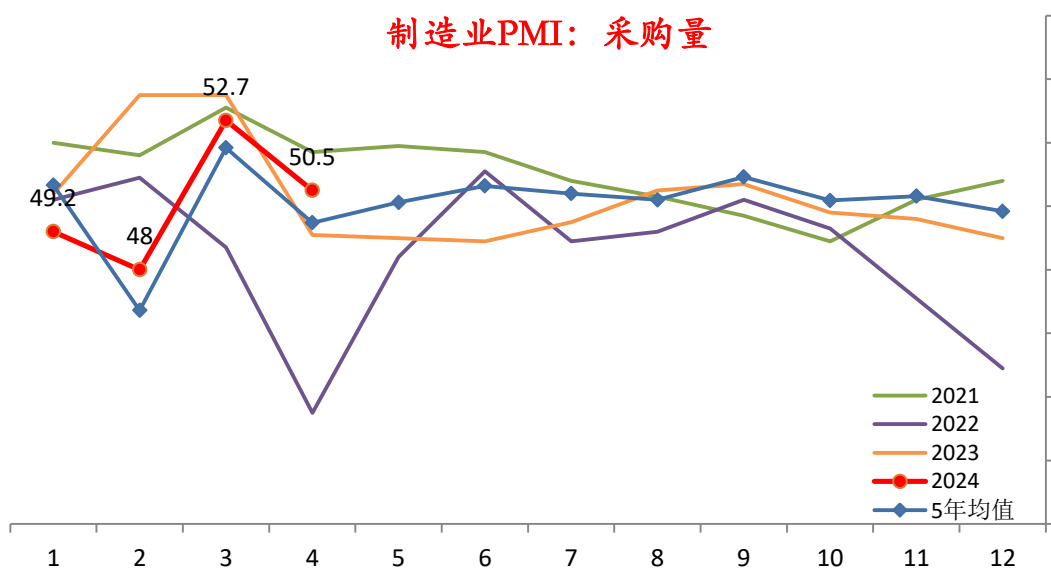
制造业PMI：配送时间



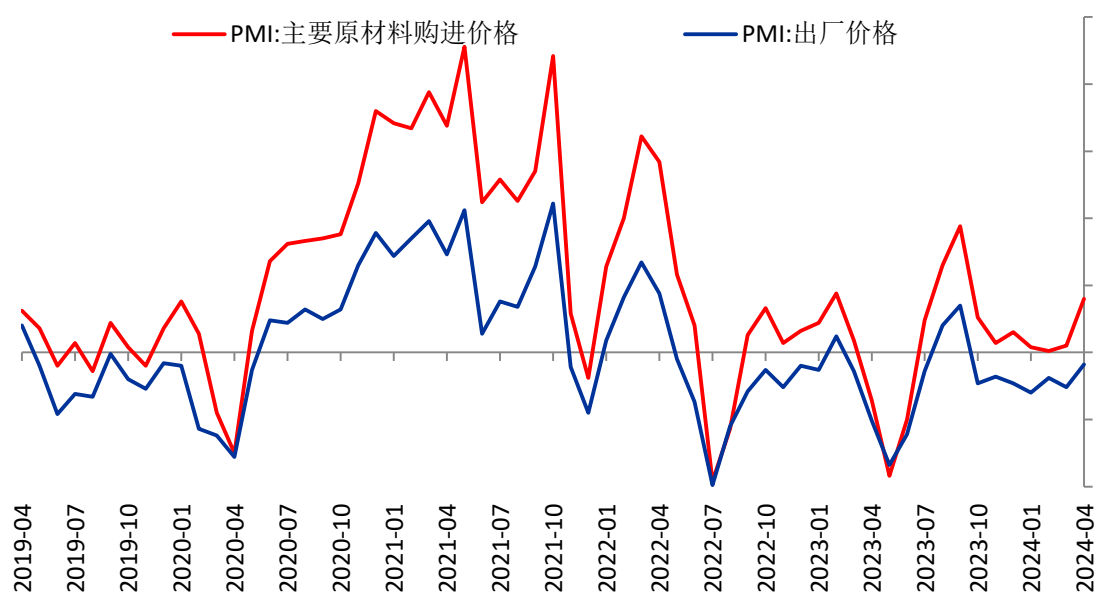
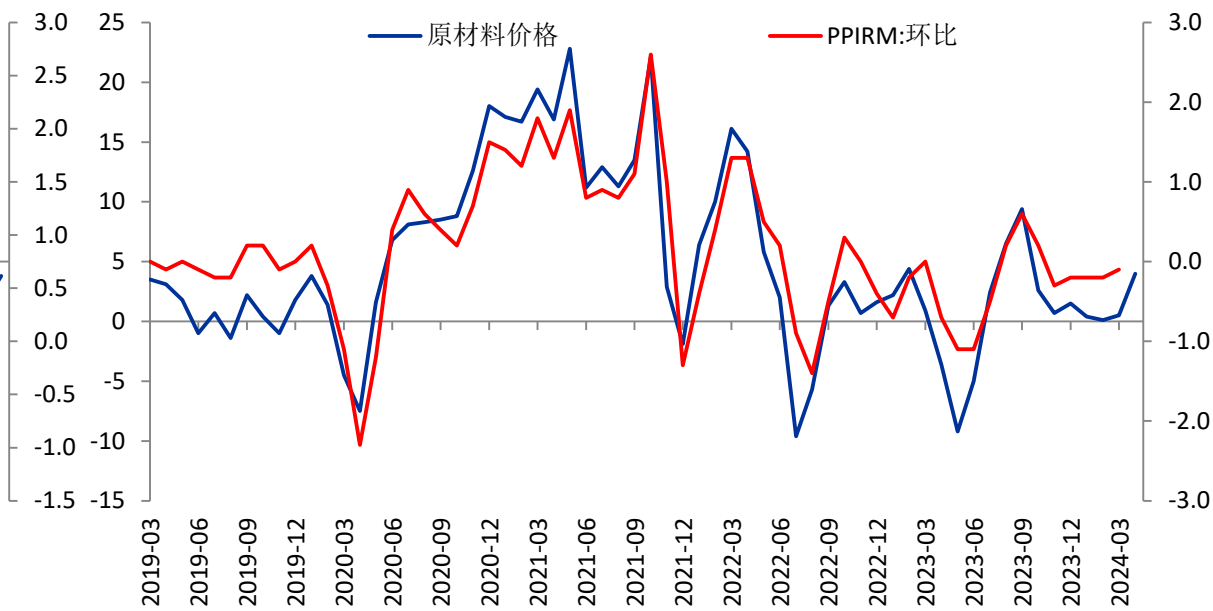
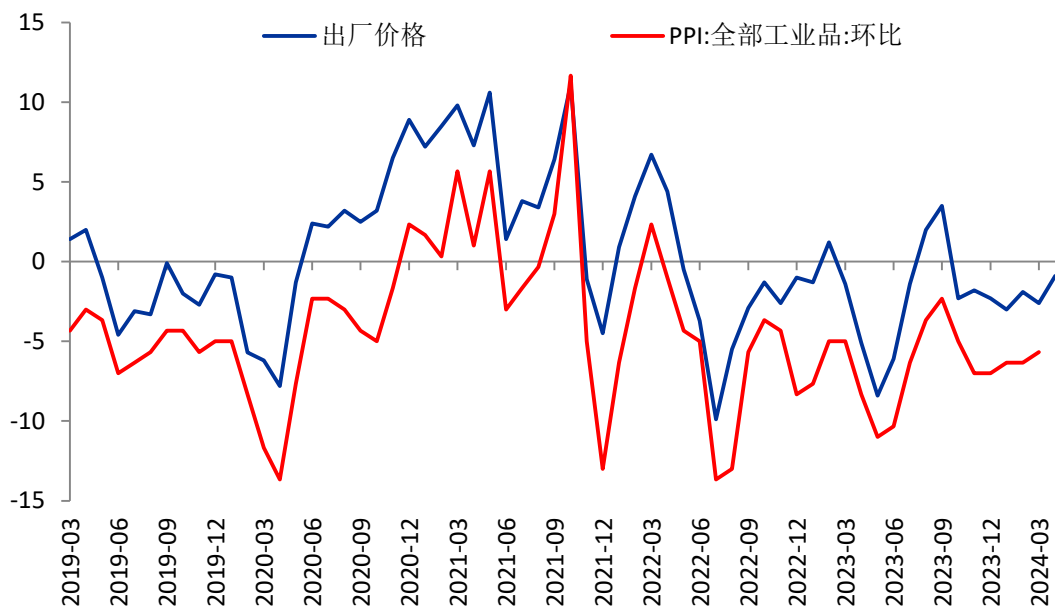
制造业PMI：进口



制造业PMI：采购量

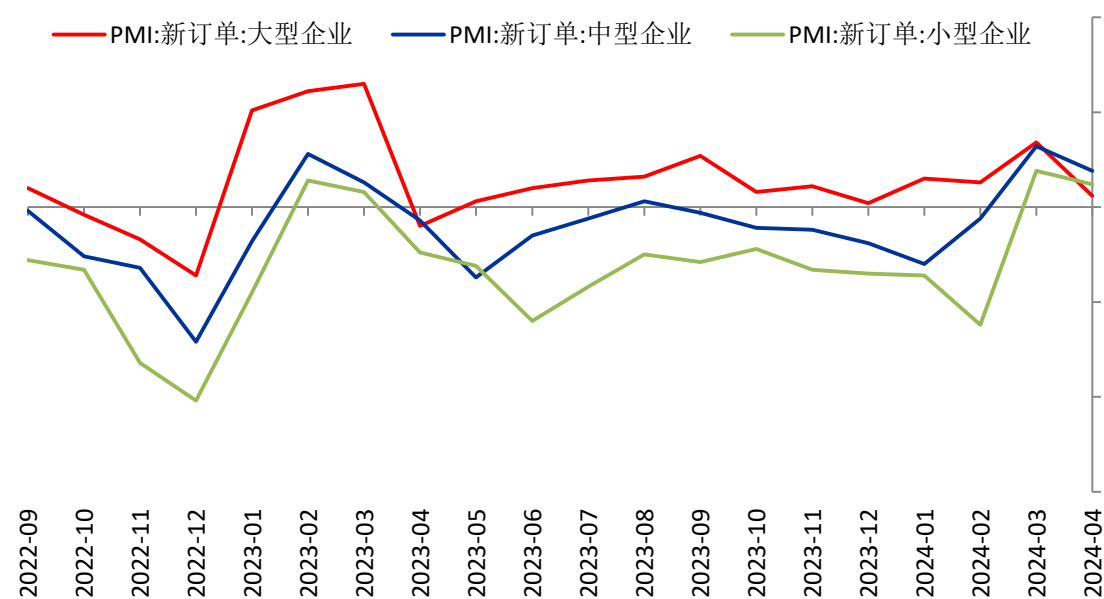
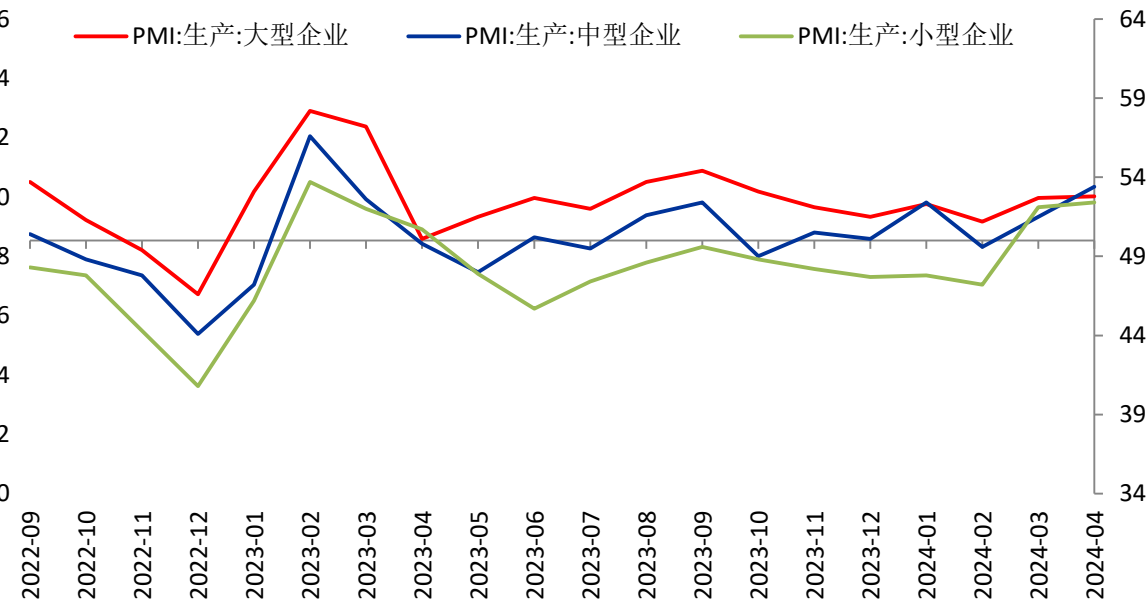
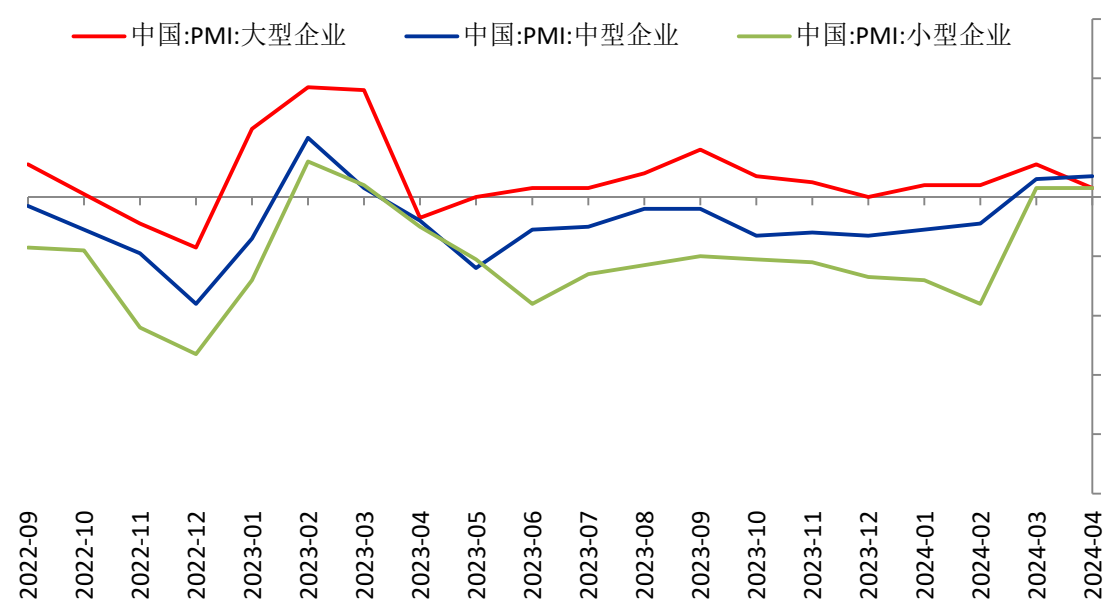


- 供应商配送分项下降0.2至50.4，维持荣枯线以上，暗示产品仍有供不应求情况。
- 进口和采购量明显下降，春节后加速补库存的节奏放慢。



- 4月价格水平全面大幅加速回升，其中原材料价格增速上涨3.5至54，出厂价格上升1.7至49.1。
- 上游大宗商品涨价带来的原料价格上涨开始跟随补库向国内传导。但出厂价格受制于下游工业品如汽车等降价促销影响，绝对增速仍为下行。
- 4月PPI和PPIRM环比或出现明显上行（尤其是后者）。

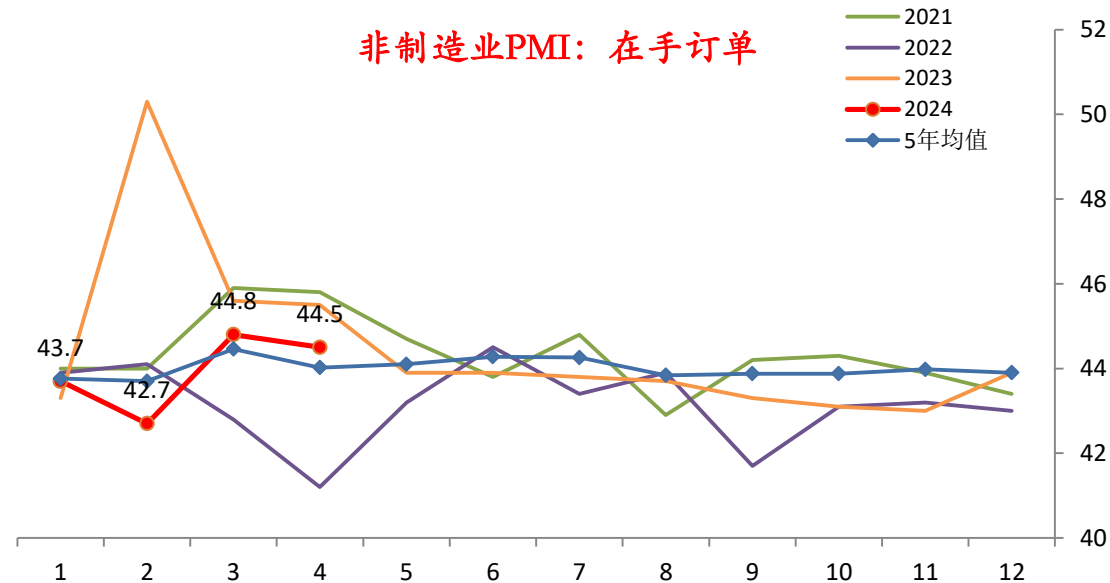
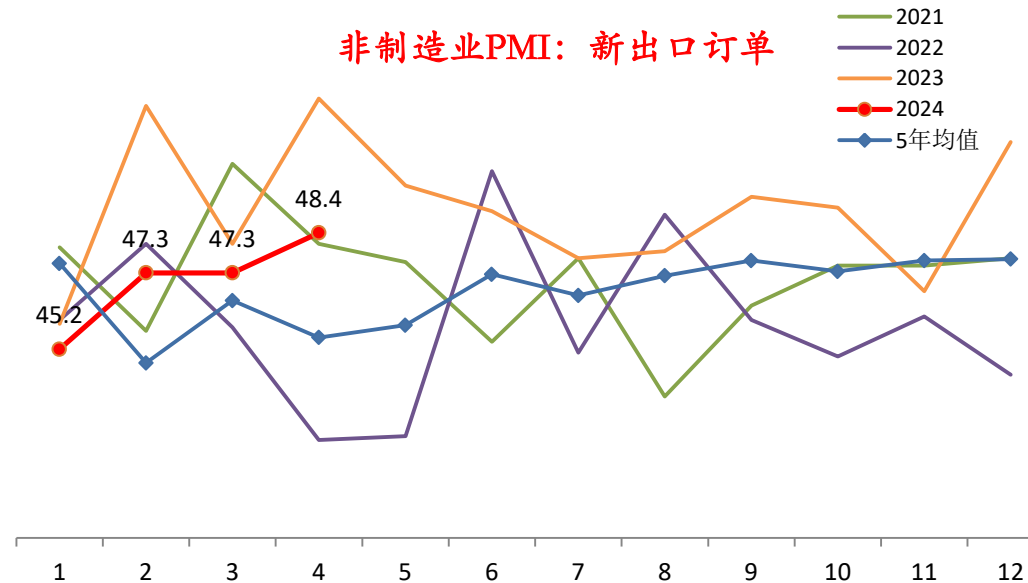
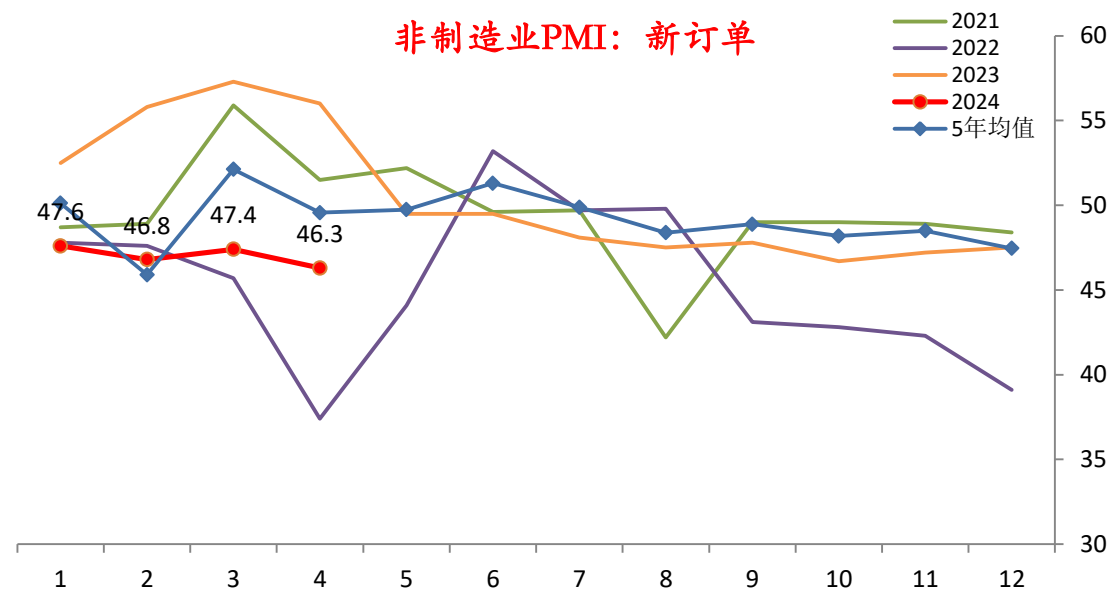
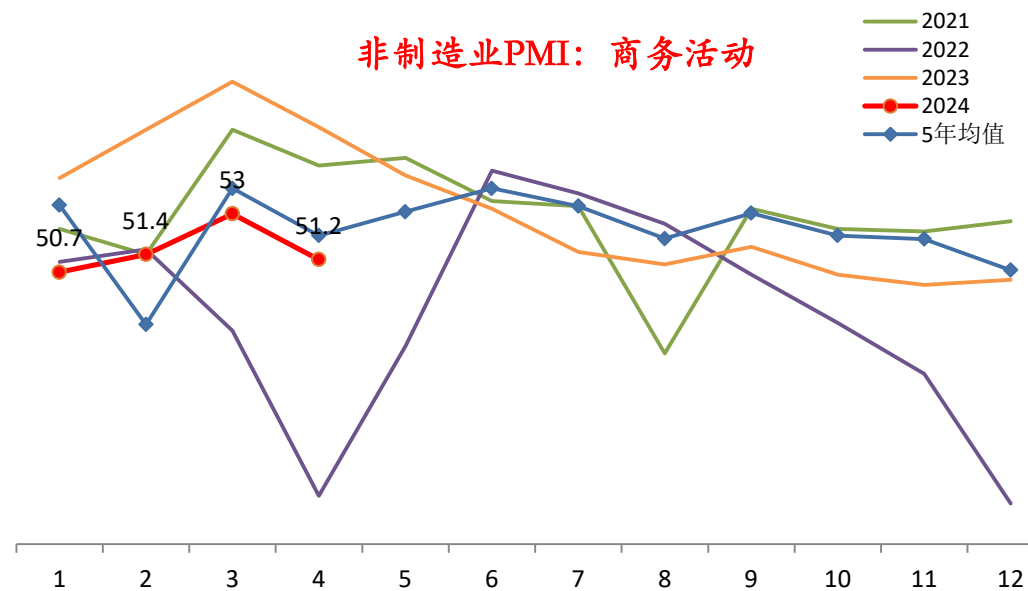
不同规模制造业企业PMI以及主要分项情况



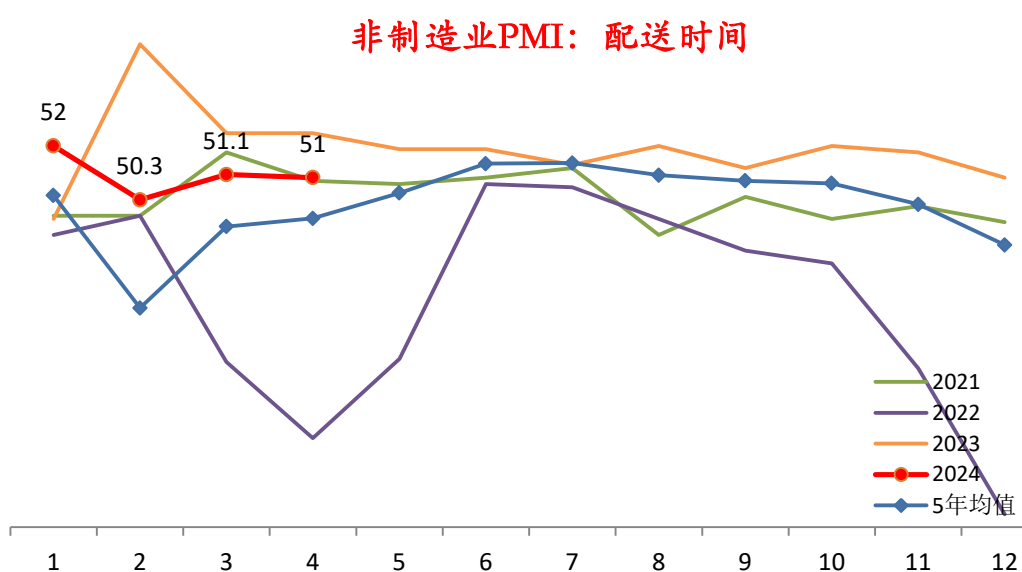
- 不同规模企业方面。大、中、小型企业PMI均维持50荣枯线以上，与总体PMI趋势一致。
- 主要分项变动不一。在手订单、产品库存全面下降，中小企业进口、原材料库存相对更弱，大型企业出口、从业人员走弱。
- 此前多位于上游的大型企业短期被动去库存消除并回到加库存符合预期。中小型企业补库存速度弱于大型企业。中小型企业出口订单相对强势与其他方面数据逻辑一致。

- 非制造业PMI方面。商务活动指数下降1.8至51.2，10年分位数水平也下降至13%。新订单下降1.1至46.3，新出口订单则上升1.1至48.4，二者10年分位数水平分别位于8%和48%。
- 其他分项方面，业务预期下降1.2至57.2；投入品价格上升1.6至51.1，销售价格上升0.8至49.4；从业人员指标上升0.6至47.2；在手订单小幅下降0.3至44.5；存货小幅下降0.2至46；供应商配送小幅下降0.1至51。

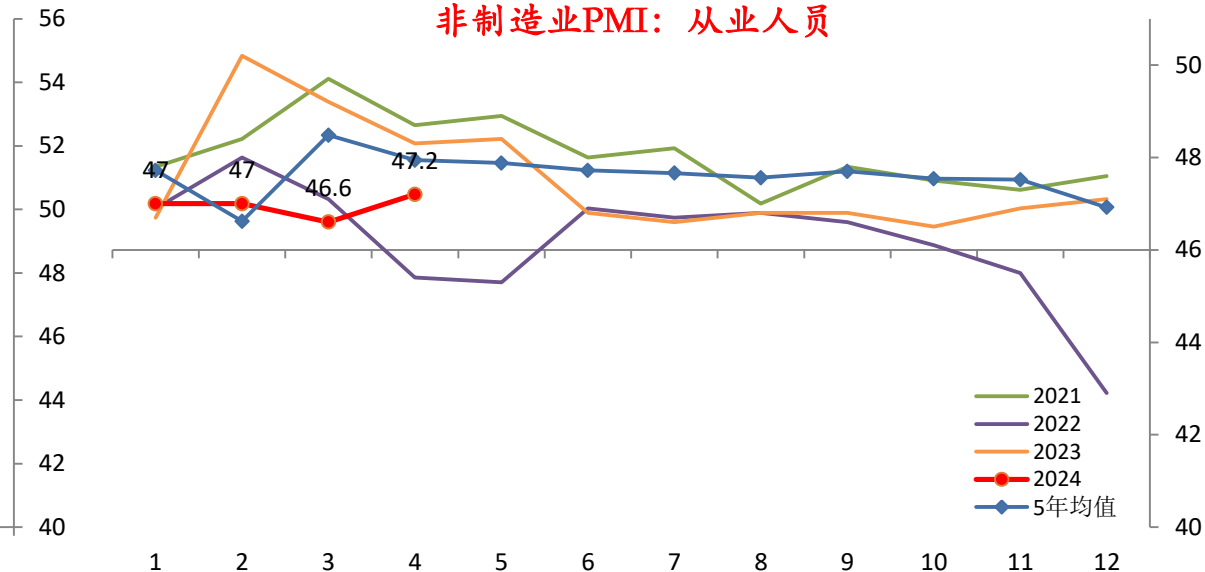
| 非制造业 | 商务活动 | 新订单 | 新出口订单 | 业务预期 | 投入品价格 | 销售价格 | 从业人员 | 在手订单 | 存货 | 供应商配送 |
|------------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|-------|
| 2024年4月 | 51.2 | 46.3 | 48.4 | 57.2 | 51.1 | 49.4 | 47.2 | 44.5 | 46 | 51.0 |
| 最近10年分位数水平 | 13% | 8% | 48% | 8% | 35% | 42% | 21% | 72% | 29% | 23% |
| 5年均值 | 52.1 | 49.6 | 45.5 | 59.9 | 52.3 | 49.3 | 47.9 | 44.0 | 46.3 | 49.7 |
| 5年历史波动率 | 5.8 | 7.1 | 6.6 | 3.8 | 2.3 | 2.3 | 1.4 | 1.9 | 1.4 | 3.9 |
| 上月数值 | 53.0 | 47.4 | 47.3 | 58.4 | 49.5 | 48.6 | 46.6 | 44.8 | 46.2 | 51.1 |
| 本月与上月差值 | -1.8 | -1.1 | 1.1 | -1.2 | 1.6 | 0.8 | 0.6 | -0.3 | -0.2 | -0.1 |
| 5年差值平均 | -1.9 | -2.6 | -1.0 | -0.1 | -0.5 | -0.4 | -0.5 | -0.4 | -0.5 | 0.3 |
| 5年差值历史波动率 | 2.8 | 4.1 | 3.0 | 1.6 | 1.2 | 1.7 | 1.0 | 0.8 | 1.1 | 2.6 |



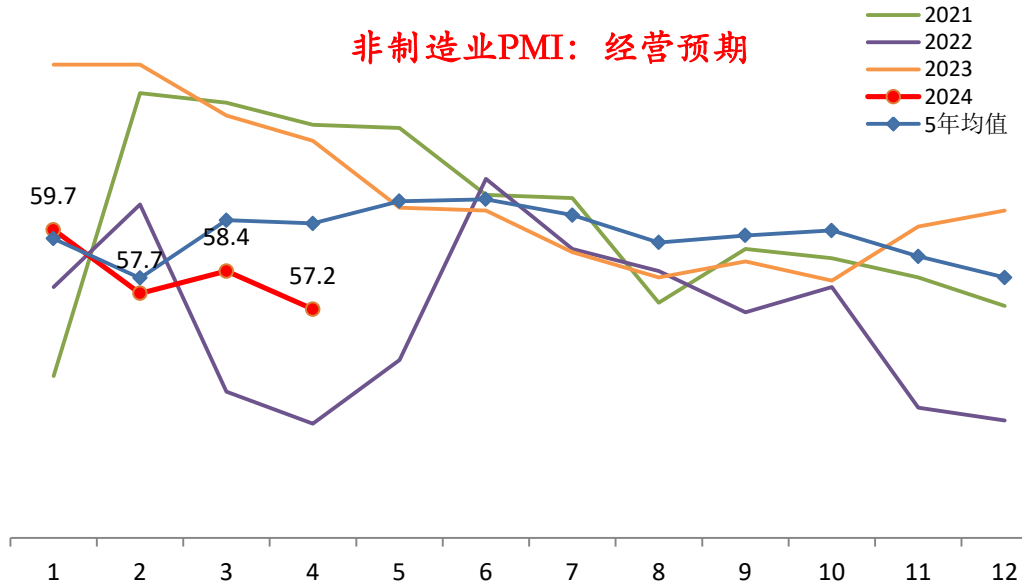
非制造业PMI：配送时间



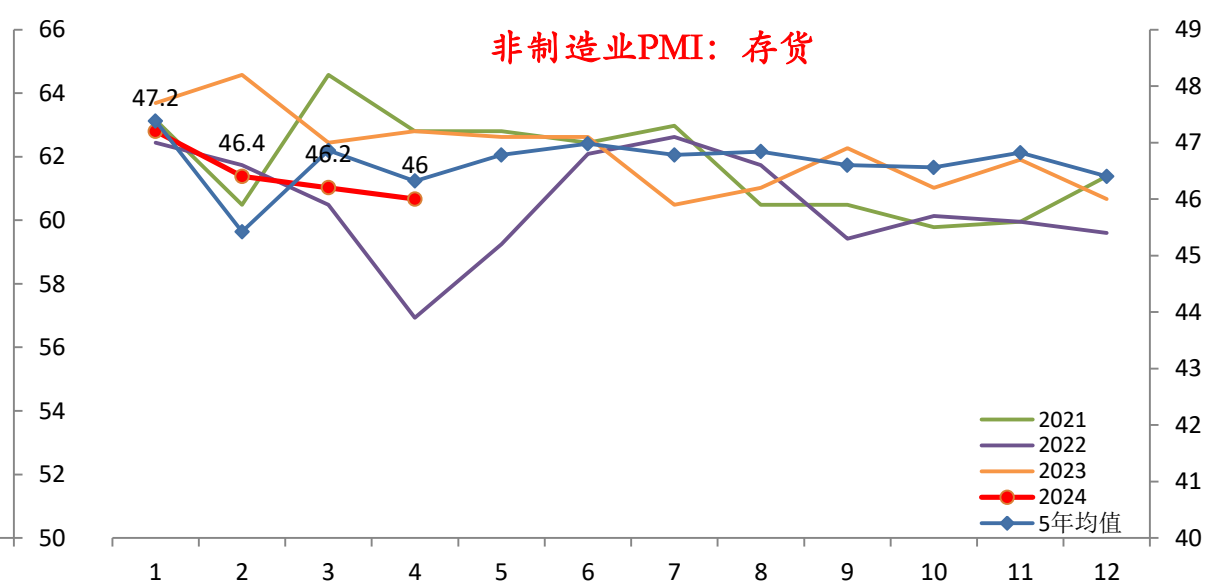
非制造业PMI：从业人员



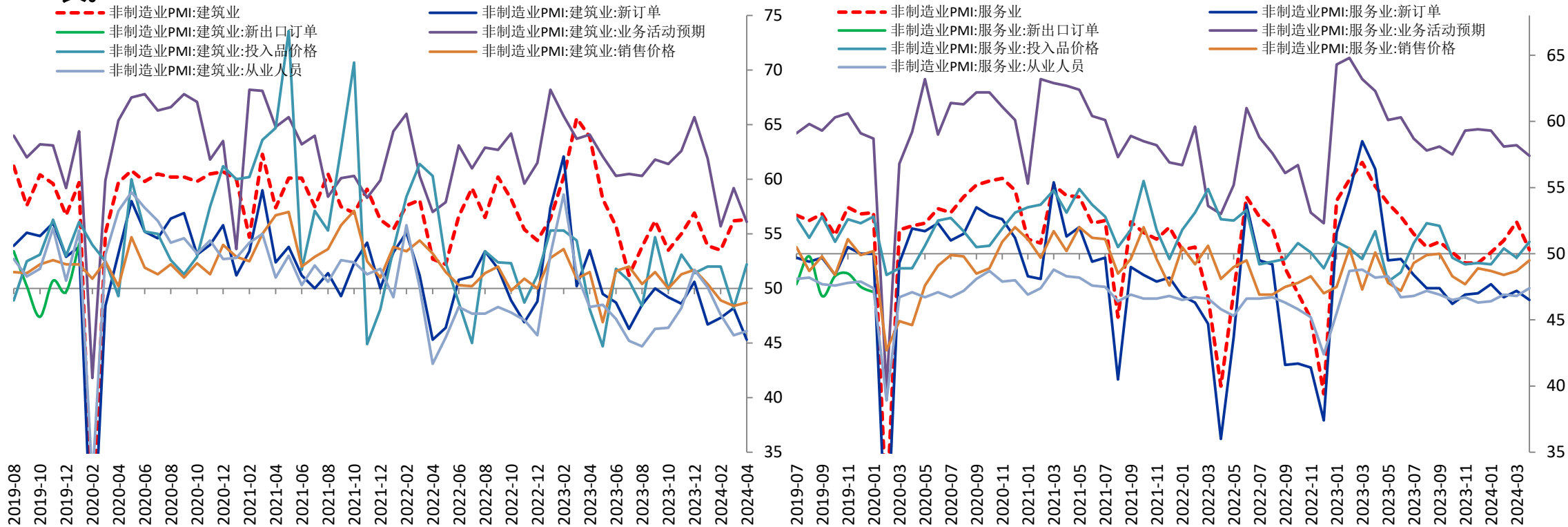
非制造业PMI：经营预期



非制造业PMI：存货



- 建筑业PMI继续上升0.1至56.3，10年分位数水平回升至30%。服务业PMI则进一步回落2.1至50.3，10年分位数水平降至11%。建筑业和服务业新订单均呈现回落态势，且均位于荣枯线以下。建筑业和服务业从业人员表现相对较好，分别上升0.4和0.6。
- 春节后建筑业持续复工带来产出增速加快，但新订单增速回落，显示基建、地产需求仍有待加速。服务业回落主要受到季节性因素影响，但绝对水平仍有增长，整体改善态势不变。此外，非制造业就业改善，有助于后期消费增长。



谢谢!



方正中期期货有限公司

北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层 100026

22/F Taikang Financial Tower, Building 1, 38# East 3rd Ring North Road, Chaoyang District, Beijing, P.R. China 100026