

# 4 月 PMI 回落，关税扰动初现

## ——宏观景气度系列四

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

### 宏观事件

4 月中国制造业 PMI 为 49.0 (-1.5pct MoM)；非制造业 PMI 为 51.9 (-1.5pct MoM)。

### 核心观点

#### ■ 制造业 PMI

**供给：制造业生产回落。**4 月生产指数为 49.8，较上月变化-2.8。供应商配送时间指数为 50.2，较上月变化-0.1。

**需求：制造业需求回落。**4 月新订单指数为 49.2，较上月变化-2.6。新出口订单指数为 44.7，较上月变化-4.3。在手订单指数为 43.2，较上月变化-2.4。

**供求平衡：供需关系小幅改善但未扭转。**4 月供需指数（需求-供给）为-0.6，较上月变化 0.2，较去年同期变化 1.2，较过去三年均值变化 1.1。

**价格：制造业盈利收缩。**4 月原材料价格指数为 47，较上月变化-2.8。出厂价格指数为 44.8，较上月变化-3.1。出厂价格-原材料价格差值为-2.2，较上月变化-0.3。

**库存：去库延续。**4 月产成品库存指数为 47.3，较上月变化-0.7。原材料库存指数为 47，较上月变化-0.2。新订单-产成品库存差值为 1.9，较上月变化-1.9。

#### ■ 非制造业 PMI

**供给：非制造业就业放缓。**4 月从业人员指数为 45.5，较上月变化-0.3；其中建筑业为 37.8，较上月变化-3.6，服务业为 46.8，较上月变化 0.3。供应商配送时间指数为 50.8，较上月变化-0.3。

**需求：非制造业内需持续回落。**4 月新订单指数为 44.9，较上月变化-1.7；其中建筑业为 39.6，较上月变化-3.9，服务业为 45.9，较上月变化-1.2。新出口订单指数为 42.2，较上月变化-7.6。在手订单指数为 42.3，较上月变化-1.4。

**价格：非制造业以价换量。**4 月投入品价格指数为 47.8，较上月变化-6.3；其中建筑业为 47.5，较上月变化-2.0，服务业为 47.9，较上月变化-0.5。销售价格指数为 46.6，较上月变化-0.1；其中建筑业为 47.2，较上月变化-0.3，服务业为 46.5，较上月变化-0.1。

**库存：去库放缓。**4 月存货指数为 45.1，较上月变化-0.6，较去年同期变化-0.9。

#### ■ 风险



经济数据短期波动风险，上游价格快速上涨风险

## 目录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 宏观事件 .....                | 1 |
| 核心观点 .....                | 1 |
| 综述 .....                  | 4 |
| 需求：制造业和非制造业需求双回落 .....    | 5 |
| 供给：制造业生产暂缓，非制造业景气回落 ..... | 6 |
| 价格：制造盈利收缩，非制造业以价换量 .....  | 7 |
| 库存：去库延续，景气改善暂缓 .....      | 8 |

## 图表

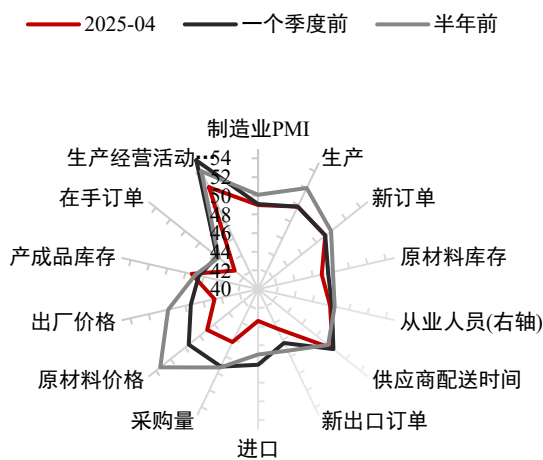
|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 图 1：4 月制造业 PMI   单位：% .....       | 4 |
| 表 1：4 月制造业 PMI 及变化   单位：% .....   | 4 |
| 图 2：4 月非制造业 PMI   单位：% .....      | 4 |
| 表 2：4 月非制造业 PMI 及变化   单位：% .....  | 4 |
| 图 3：制造业需求侧 PMI   单位：% .....       | 5 |
| 图 4：非制造业需求侧 PMI   单位：% .....      | 5 |
| 图 5：制造业供给侧 PMI   单位：% .....       | 6 |
| 图 6：非制造业供给侧 PMI   单位：% .....      | 6 |
| 图 7：建筑业 PMI 指数对比   单位：% .....     | 6 |
| 图 8：服务业 PMI 指数对比   单位：% .....     | 6 |
| 图 9：制造业价格指数   单位：% .....          | 7 |
| 图 10：非制造业价格指数   单位：% .....        | 7 |
| 图 11：制造业销售-投入价格指数差值   单位：% .....  | 7 |
| 图 12：非制造业销售-投入价格指数差值   单位：% ..... | 7 |
| 图 13：制造业新订单-库存指数   单位：% .....     | 8 |
| 图 14：制造业订单-库存/生产曲线   单位：% .....   | 8 |
| 图 15：非制造业存货指数   单位：% .....        | 8 |
| 图 16：综合 PMI 指数   单位：% .....       | 8 |
| 表 1：4 月制造业 PMI 及变化   单位：% .....   | 4 |
| 表 2：4 月非制造业 PMI 及变化   单位：% .....  | 4 |

综述

**制造业 PMI：**受前期制造业较快增长形成较高基数叠加4月中美对等关税影响，为 49.0，较上月回落 1.5 个百分点。

**非制造业 PMI：**非制造业商务活动指数为 50.4，较上月回落 0.4 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.2，较上月回落 1.2 个百分点。

图 1：4 月制造业 PMI | 单位：%



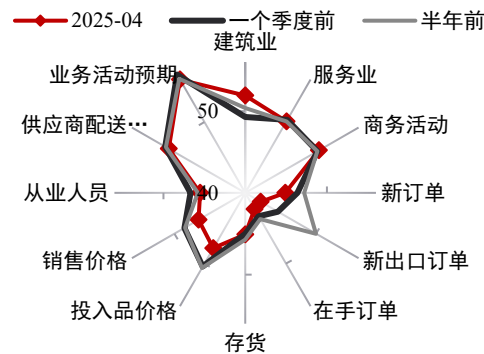
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表 1：4 月制造业 PMI 及变化 | 单位：%

|       | 数值   | 环比 | 同比 | 三年均值 |
|-------|------|----|----|------|
| PMI   | 49   |    |    |      |
| 新订单   | 49.2 |    |    |      |
| 新出口订单 | 44.7 |    |    |      |
| 在手订单  | 43.2 |    |    |      |
| 生产    | 49.8 |    |    |      |
| 从业人员  | 47.9 |    |    |      |
| 采购量   | 46.3 |    |    |      |
| 进口    | 43.4 |    |    |      |
| 供应商配送 | 50.2 |    |    |      |
| 购进价格  | 47   |    |    |      |
| 出厂价格  | 44.8 |    |    |      |
| 活动预期  | 52.1 |    |    |      |
| 产成品库存 | 47.3 |    |    |      |
| 原材料库存 | 47   |    |    |      |
| 供需    | -0.6 |    |    |      |
| 利润    | -2.2 |    |    |      |

数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：4 月非制造业 PMI | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

表 2：4 月非制造业 PMI 及变化 | 单位：%

|       | 数值   | 环比 | 同比 | 三年均值 |
|-------|------|----|----|------|
| PMI   | 50.4 |    |    |      |
| 新订单   | 44.9 |    |    |      |
| 新出口订单 | 42.2 |    |    |      |
| 在手订单  | 42.3 |    |    |      |
| 从业人员  | 45.5 |    |    |      |
| 供应商配送 | 50.8 |    |    |      |
| 投入品价格 | 47.8 |    |    |      |
| 销售价格  | 46.6 |    |    |      |
| 活动预期  | 56   |    |    |      |
| 存货    | 45.1 |    |    |      |

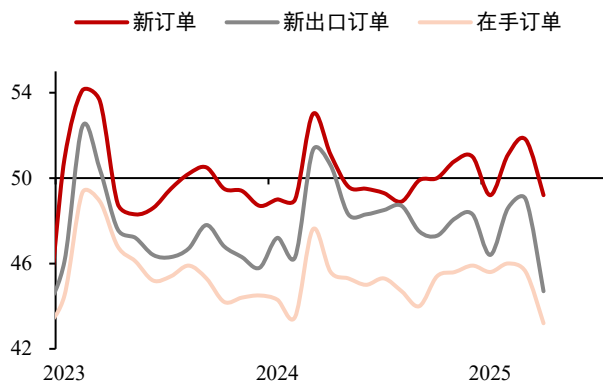
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 需求：制造业和非制造业需求双回落

**制造业：**4月主要受中美对等关税影响，1) 4月新订单指数为 49.2，较上月变化-2.6。2) 新出口订单指数为 44.7，较上月变化-4.3，3) 在手订单指数为 43.2，较上月变化-2.4。

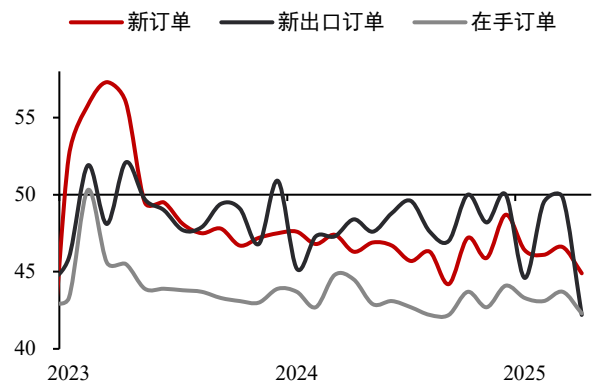
**非制造业：**1) 4月新订单指数为 44.9，较上月变化-1.7，表明非制造业订单需求环比保持收缩；其中建筑业为 39.6，较上月变化-3.9，表明建筑业的需求回落节奏暂未改善，服务业为 45.9，较上月变化-1.2，表明服务业的需求回落扩大。2) 新出口订单指数为 42.2，较上月变化-7.6，表明出口的需求进一步萎缩。3) 在手订单指数为 42.3，较上月变化-1.4，表明存量订单继续维持收缩状态。

图 3：制造业需求侧 PMI | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：非制造业需求侧 PMI | 单位：%



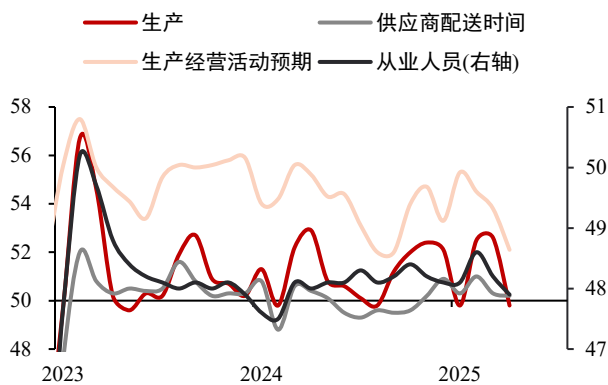
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 供给：制造业生产暂缓，非制造业景气回落

**制造业：**1) 4 月生产指数为 49.8，较上月变化-2.8，表明制造业活动暂缓恢复。2) 生产经营活动预期指数为 52.1，较上月变化-1.7，表明预期改善有所放缓。3) 供应商配送时间指数为 50.2，较上月变化-0.1，表明供应链响应改善有所放缓。4) 从业人员指数为 47.9，较上月变化-0.3，表明就业收缩仍在继续。

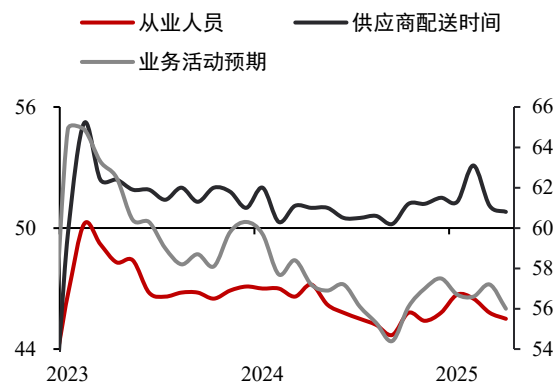
**非制造业：**1) 4 月从业人员指数为 45.5，较上月变化-0.3（前值-0.7），表明就业收缩有所改善；其中建筑业为 37.8，较上月变化-3.6（前值-4.2），表明就业收缩有所改善，服务业为 46.8，较上月变化 0.3，表明就业收缩有所改善。2) 供应商配送时间指数为 50.8，较上月变化-0.3（前值-2.0），表明供应链响应开始改善。3) 业务活动预期指数为 56，较上月变化-1.2，表明活动景气回落；其中建筑业为 53.8，较上月变化-1.5，表明建筑业扩张暂缓，服务业为 56.4，较上月变化-1.1，表明服务业扩张暂缓。

图 5：制造业供给侧 PMI | 单位：%



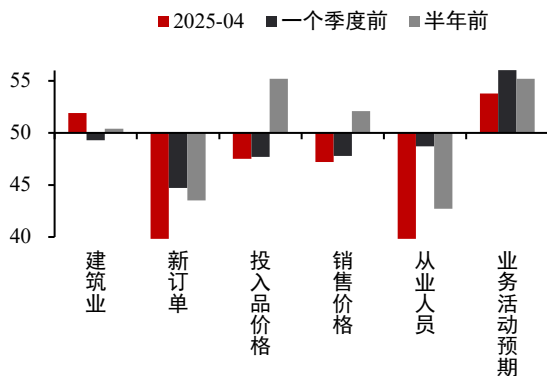
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：非制造业供给侧 PMI | 单位：%



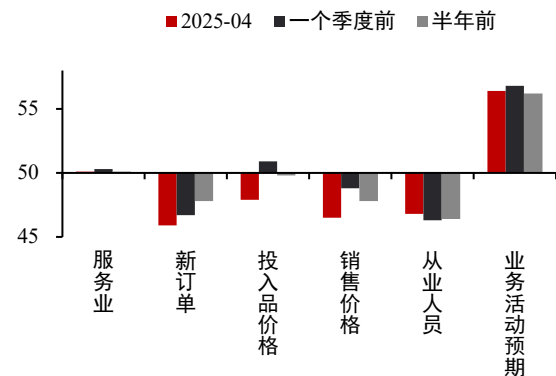
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 7：建筑业 PMI 指数对比 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 8：服务业 PMI 指数对比 | 单位：%



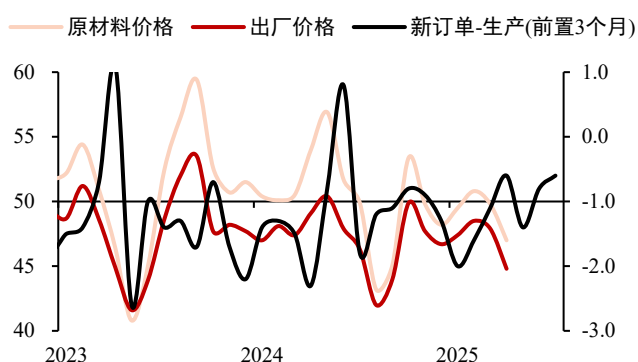
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 价格：制造盈利收缩，非制造业以价换量

**制造业：**1) 4 月原材料价格指数为 47，较上月变化-2.8，表明制造业上游成本面临下行压力。2) 出厂价格指数为 44.8，较上月变化-3.1，表明消费端继续降价销售。3) 出厂价格-原材料价格差值为-2.2，较上月变化-0.3，表明企业盈利预期的收缩有所放缓。

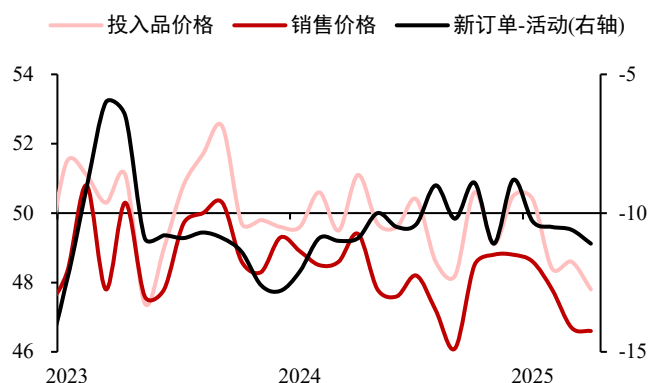
**非制造业：**1) 4月投入品价格指数为 47.8，较上月变化-6.3，表明非制造业成本较大减轻；其中建筑业为 47.5，较上月变化-2.0，表明建筑业成本回落趋缓，服务业为 47.9，较上月变化-0.5，表明服务业成本下降有所趋缓。2) 销售价格指数为 46.6，较上月变化-0.1，表明非制造业消费端降价趋缓；其中建筑业为 47.2，较上月变化-0.3，表明建筑业消费端降价趋缓，服务业为 46.5，较上月变化-0.1，表明服务业消费端降价趋缓。

图 9：制造业价格指数 | 单位：%



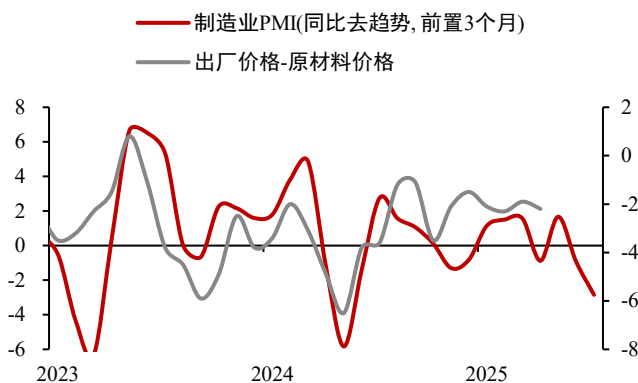
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 10：非制造业价格指数 | 单位：%



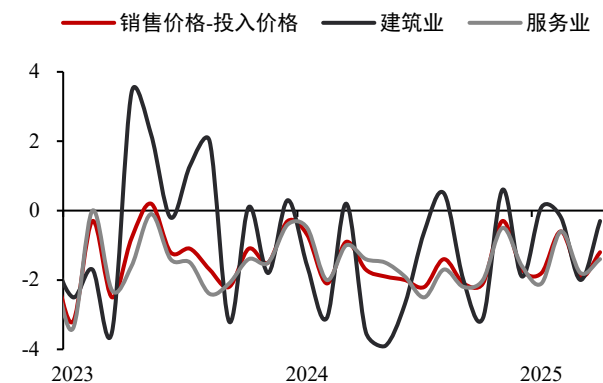
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 11：制造业销售-投入价格指数差值 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 12：非制造业销售-投入价格指数差值 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

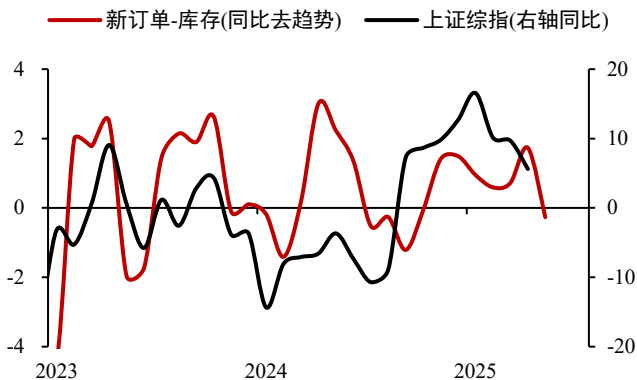
## 库存：去库延续，景气改善暂缓

**制造业：**1) 4月产成品库存指数为 47.3，较上月变化-0.7，表明制造业去库压力仍存。2) 原材料库存指数为 47，较上月变化-0.2，表明制造业继续降低对上游库存。3) 新订单-产成品库存差值为 1.9，较上月变化-1.9，表明去库过程中制造业动能改善暂缓。

**非制造业：**4月存货指数为 45.1，较上月变化-0.6，比去年同期变化-0.9，表明非制造业库存仍处于去化周期。

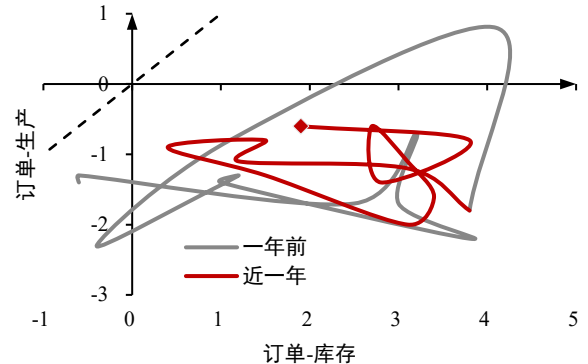
**综合：**4月综合 PMI 指数为 50.2，较上月变化-1.2，比去年同期变化-1.5，表明整体经济景气情况仍待改善。

图 13：制造业新订单-库存指数 | 单位：%



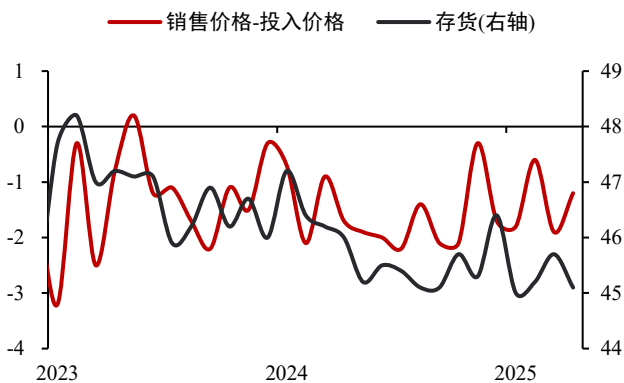
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 14：制造业订单-库存/生产曲线 | 单位：%



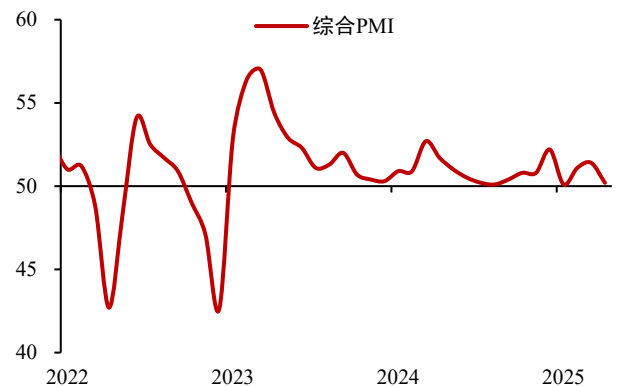
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 15：非制造业存货指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 16：综合 PMI 指数 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com