

核心观点**分析师** 张伟

SAC 证书编号: S0160525060002

zhangwei04@ctsec.com

联系人 连桐杉

liants@ctsec.com

相关报告

- 1.《调结构的优先级提升》2026-04-28
- 2.《2026 年 4 月政治局会议学习体会》
2026-04-28
- 3.《PPI 转正后, 利润流向哪里? 》2026-04-
27

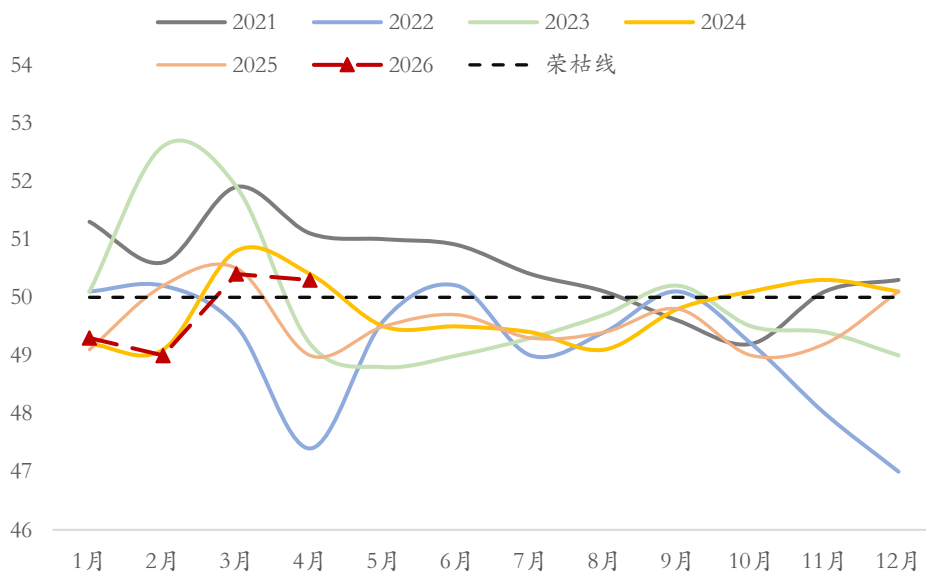
- ❖ **事件:** 2026 年 4 月 30 日, 4 月制造业采购经理指数 (PMI) 披露, 录得 50.3%, 较上月微降 0.1 个百分点, 虽有季节性波动, 但仍连续两个月位于扩张区间。
- ❖ **在内需进入脉冲式修复后的观望期时, 外需强力修复与企业前瞻备料共同勾勒出经济运行的新韧性。** 4 月 PMI 数据最显著的特征在于需求结构的“内外换位”: 新出口订单指数回升至 50.3%, 时隔多月重回荣枯线上方。这种外部动能的显著增强, 有效对冲了国内“复工逻辑”退潮后的脉冲式波动, 验证了中国制造业在全球供应链中的核心竞争力。
- ❖ **这种外需信心的回暖, 正进一步转化为企业库存行为从“被动防御”向“前瞻蓄力”的边际变化。** 在原材料购进价格 (63.7%) 持续高位的背景下, 企业并未停止补库, 反而因担心原材料价格进一步上行而开启了前瞻性备料。这带动原材料库存指数超季节性回升至 49.3%, 较上月显著上升 1.6 个百分点。这种行为体现为“锁定成本”下的防御性补库, 旨在通过提前储备原材料以对冲未来潜在的涨价风险。
- ❖ **然而, 备料端的积极博弈也伴随着产需错位下的结构性压力, 导致利润空间面临极限挤压。** 4 月生产指数在订单下行的情况下逆势升至 51.5%。由于需求端放缓斜率更大, 产成品库存回升至 47.5%, 呈现出一定的“被动累库”特征。这种“产强需弱”的格局使得价格剪刀差进一步走阔至 8.6% 的年内极点。企业陷入了“高成本—维持生产—低利润”的阶段性循环, 通过消耗自有库存和压缩利润来对冲价格风险。
- ❖ **在利润维艰的生存环境下, 中小企业却展现出极强的修复弹性, 复苏的均衡性在增强。** 分企业规模看, 中型企业 PMI 大幅上升 1.5 个百分点至 50.5%, 小型企业也重回扩张区间录得 50.1%。这显示出政策红利正加速向制造业中下游渗透。
- ❖ **展望后续, 生产逻辑正从“预期支撑”向“实物量落地”的关键窗口期过渡。** 2025 年底中央经济工作会议提出“推动投资止跌回稳”, 2026 年开年以来, 固定资产投资增速由负转正, 因而 2026 年 4 月政治局会议将固定资产投资的重点从总量扩张转向结构优化和项目落地, 以地产建筑为代表的“旧”固投相关细分行业增速正在政策定调下略有下滑情有可原。
- ❖ **风险提示:** 国内政策力度或落地效果不及预期; 国际地缘政治局势变化超预期; 反内卷行业相关 PMI 指标测算误差。

图表目录

图 1:	4 月制造业采购经理指数为 50.3%	3
图 2:	2026 年 4 月, 生产经营预期指数处于季节性较高水平	4
图 3:	2026 年 4 月, 新订单指数处于季节性较高水平	5
图 4:	2026 年 4 月, 新出口订单指数位于荣枯线上方	5
图 5:	2026 年 4 月 PMI 产成品库存指数较上月回升, 但仍低于季节性水平	6
图 6:	2026 年 4 月 PMI 原材料库存指数较上月回升, 超季节性水平	7
图 7:	2026 年 4 月 PMI 生产指数较上月回升, 位于荣枯线上方	8
图 8:	2026 年 4 月“生产动能”指数为 3.1%, 较上月回落 1.8 个百分点	9
图 9:	2026 年 4 月“原材料购进价格-出厂价格”剪刀差进一步走阔	10
图 10:	2026 年 4 月 PMI 原材料购进价格指数回落, 但仍处于季节性高位	10
图 11:	2026 年 4 月 PMI 出厂价格指数回落, 但仍处于季节性高位	11
图 12:	4 月大、中、小型企业采购经理指数均位于荣枯线上方	11
图 13:	2026 年 4 月中型企业 PMI 回升幅度相对较高	12
图 14:	2026 年 4 月服务业商务活动指数为 49.4%, 低于季节性水平	12

事件：2026 年 4 月 30 日，4 月制造业采购经理指数 (PMI) 披露，录得 50.3%，较上月微降 0.1 个百分点，虽有季节性波动，但仍连续两个月位于扩张区间。

图1：4 月制造业采购经理指数为 50.3%

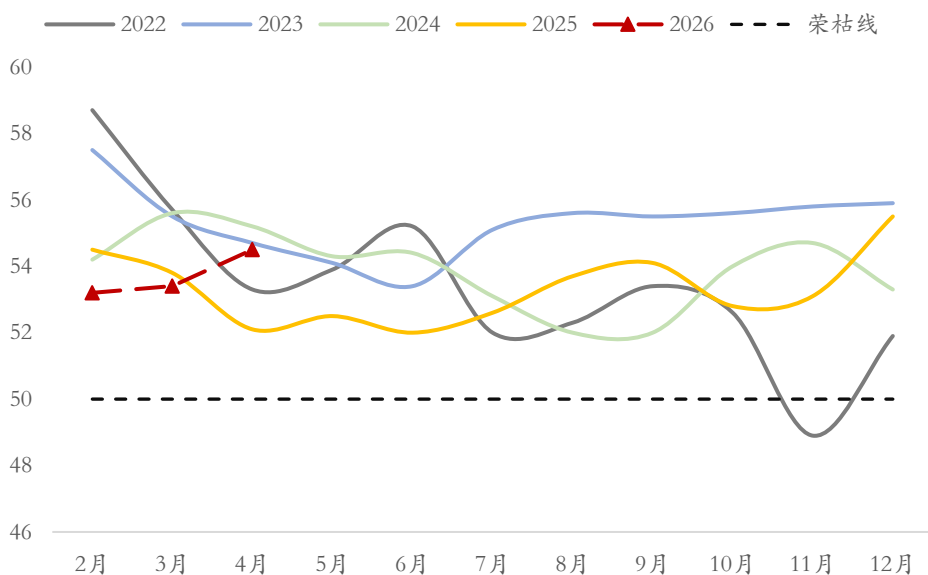


数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

2026 年 4 月 PMI 数据勾勒出的图景是：尽管美伊冲突推高了能源成本、扰乱了全球供应链体系，但中国的能源和供应链优势反而增强了出口竞争力，PMI 新出口订单指数出现了逆季节性的显著回升，使得企业的生产经营预期不降反升，与去年“对等关税”以后形成了强烈的反差。

图2： 2026 年 4 月，生产经营预期指数处于季节性较高水平



数据来源：Wind，财通证券研究所

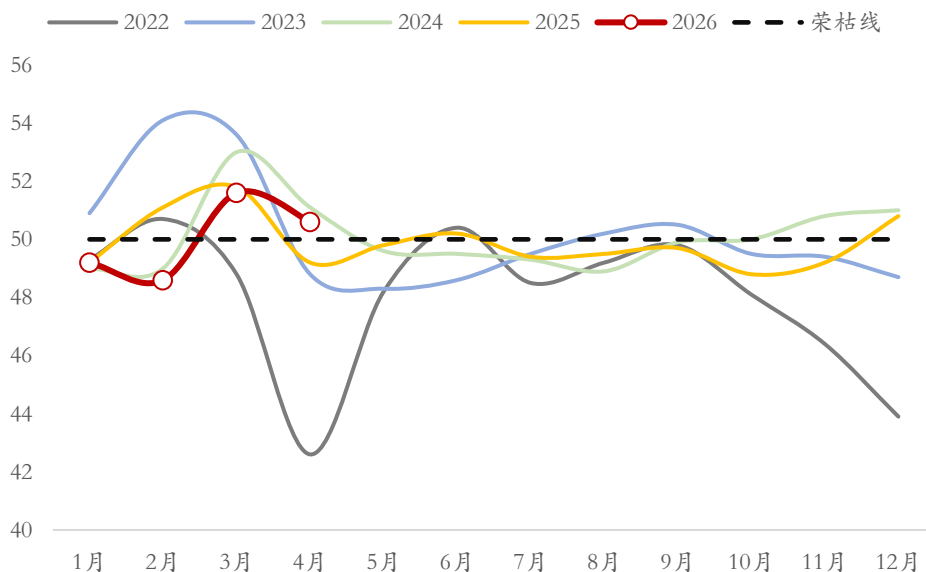
单位：%

在“出口改善预期+涨价预期”的双重驱动下，企业一方面开始进行预防性备采，以提前锁定原材料成本、应对潜在的涨价风险和供应链冲击，推动原材料库存指数逆季节性回升；另一方面，在订单和预期的支撑下，企业仍然保持了较高的生产强度。

因此，4月制造业呈现出的并非简单的“产强需弱”，而是一个由乐观预期驱动的传导链条：出口订单超预期→企业预期上修→原材料前置备库→生产维持高位→从业与活动同步改善。在此过程中，受全球大宗商品价格高位运行影响，价格剪刀差进一步走阔至年内顶峰，利润空间持续承压。整体呈现出“外需支撑预期、备采前移、生产韧性、利润受压”的运行特征。

需求端的核心驱动是外需。2026 年 4 月制造业新出口订单指数回升至 50.3% (前值为 49.1%)，时隔多月重回荣枯线上方，外需动能显著增强，这与中国凭借新三样及中间品贸易在国际市场展现的竞争力互相验证。尽管美、欧、日综合 PMI 受高油价冲击有所波动，但中国出口的替代效应有效对冲了外部风险。

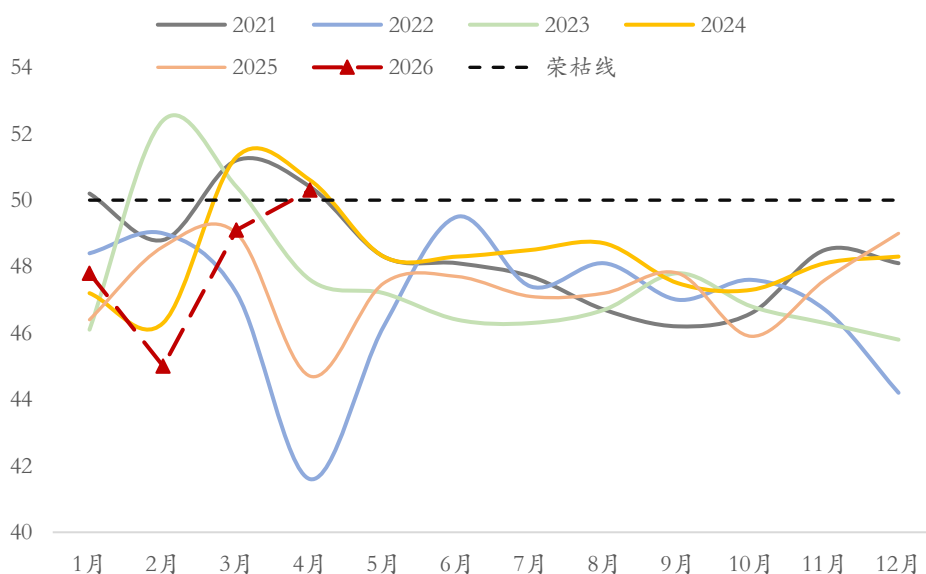
图3： 2026 年 4 月，新订单指数处于季节性较高水平



数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

图4： 2026 年 4 月，新出口订单指数位于荣枯线上方



数据来源：Wind，财通证券研究所

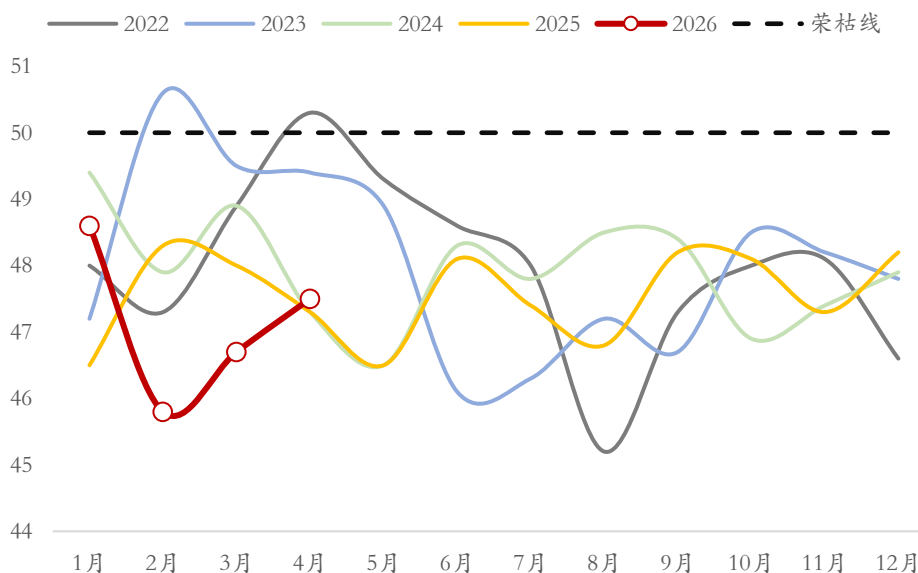
单位：%

需求结构的这种分化，进一步传导至企业行为层面。在出口改善预期的支撑下，企业行为开始前移。一方面，在“涨价预期+订单预期”的共同作用下，为锁定成本并应对潜在需求，企业进行预防性备采，推动原材料库存指数逆季节性回升；另一方面，即便当前新订单总量有所回落，企业仍倾向于维持生产，以提前承接未来订单并摊薄固定成本。

这一行为变化首先体现在库存结构上。原材料库存指数回升至 49.3%，较上月显著上升 1.6 个百分点，呈现出明显的超季节性上行特征。在原材料购进价格(63.7%)持续高位的背景下，企业并未因高价而停止补库，反而因担心原材料价格进一步上行而开启了前瞻性备料。这种行为体现为“锁定成本”下的防御性补库，旨在通过提前储备原材料以对冲未来潜在的成本波动风险。与此同时，产成品库存指数回升至 46.5%。结合当前“生产强、订单不弱”的背景，这反映出部分产品因终端需求放缓而出现积压，呈现出一定的“被动累库”特征。

在全球高油价与地缘风险导致成本端压力巨大的背景下，企业在“锁定采购成本”与“规避高价接盘”之间反复权衡。目前这种“原材料先行（前瞻备料）、产成品滞后（被动积压）”的修复路径，结合新出口订单（50.3%）重回荣枯线带来的外需支撑，构成了本月最重要且最具韧性的边际变化。

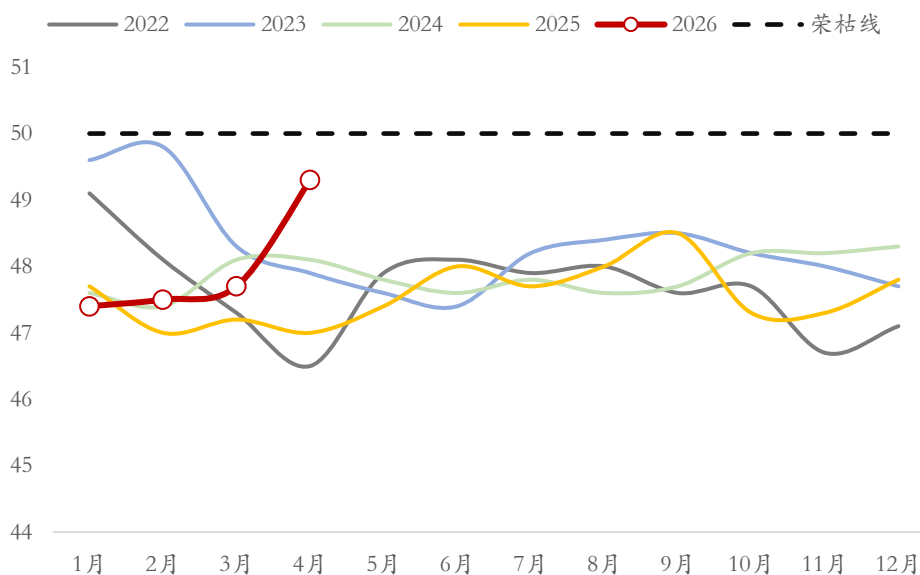
图5： 2026 年 4 月 PMI 产成品库存指数较上月回升，但仍低于季节性水平



数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

图6： 2026 年 4 月 PMI 原材料库存指数较上月回升，超季节性水平

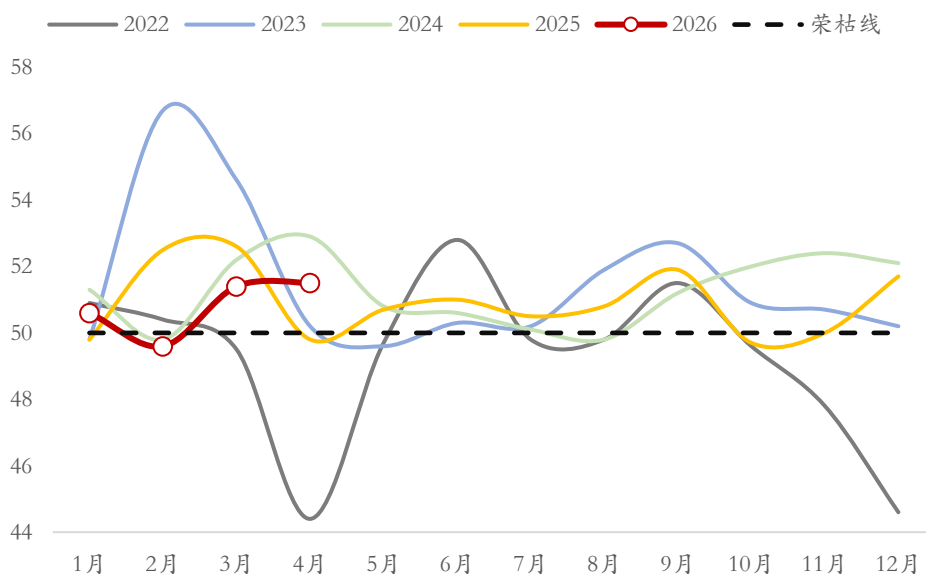


数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

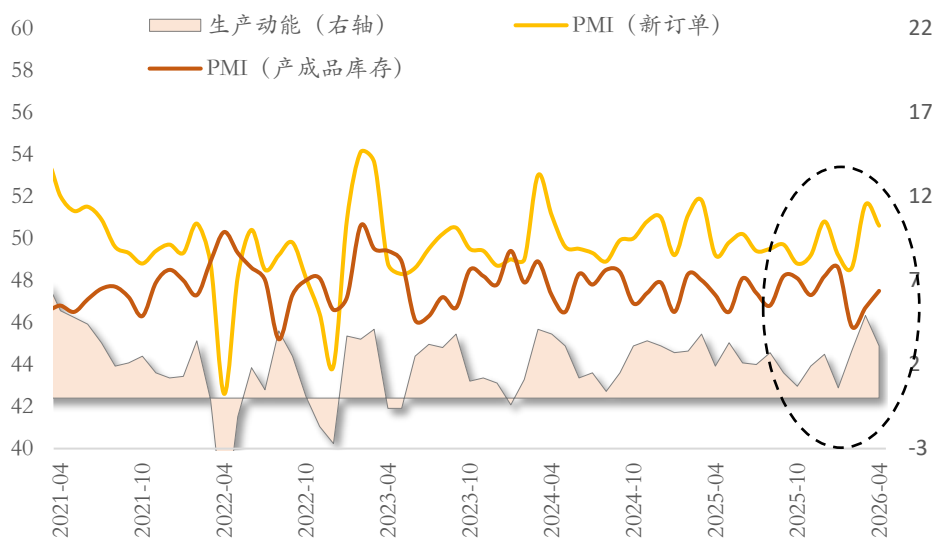
然而，生产与需求的节奏错位，也形成了一定程度的隐患，产需动能及需求缺口较上月均有下滑。4月新订单指数回落1.0个百分点，而生产维持高位，使得“生产动能”（新订单-产成品库存）指数降至4.1%，较上月明显回落。同时，新订单与生产指数的差值（产需缺口）由3月的0.2%扩大至-0.9%，反映出生产扩张已阶段性领先于需求，形成“产强需弱”的结构性错位。

图7：2026年4月PMI生产指数较上月回升，位于荣枯线上方



数据来源：Wind，财通证券研究所
单位：%

图8： 2026 年 4 月 “生产动能” 指数为 3.1%，较上月回落 1.8 个百分点



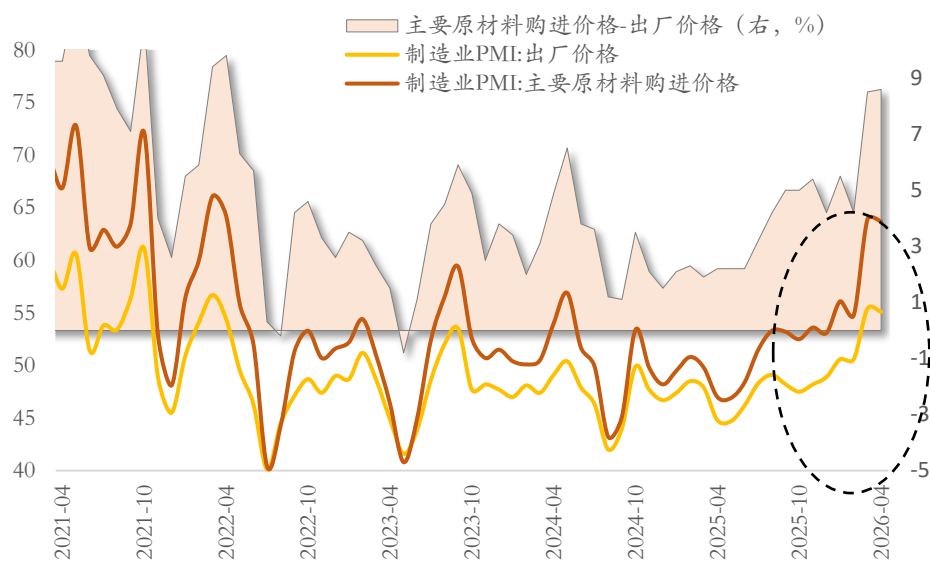
数据来源：Wind，财通证券研究所，左右轴单位：%；注：生产动能=PMI 新订单-PMI 产成品库存

在“生产维持+备采前移”的共同作用下，成本压力进一步向利润端传导。价格指数与利润剪刀差达到年内极点。4 月价格指数呈现出显著的高位震荡态势，原材料端压力依然巨大。主要原材料购进价格指数维持在 63.7% 的高位，而出厂价格指数（55.1%）修复明显滞后。利润空间方面，“原材料购进价格-出厂价格”剪刀差扩大至 8.6%，较上月再度走阔。在企业维持生产与前置备采的同时，利润被持续压缩，成为这一轮扩张的主要代价。

由此，企业运行逻辑也逐步收敛为一种以预期为核心的运行模式。在出口预期改善与成本高位并存的环境下，企业即便面临利润压力，仍选择维持生产并进行结构性备库，以稳定现金流与市场份额。这种“出口预期—备采前移—生产维持—利润承压”的传导链条，构成了当前制造业运行的核心逻辑。



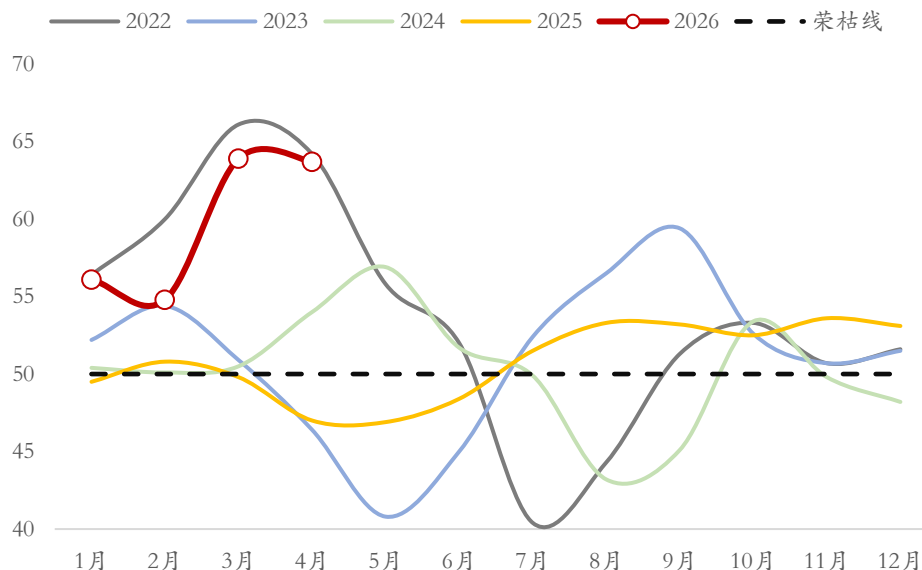
图9： 2026 年 4 月 “原材料购进价格-出厂价格” 剪刀差进一步走阔



数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

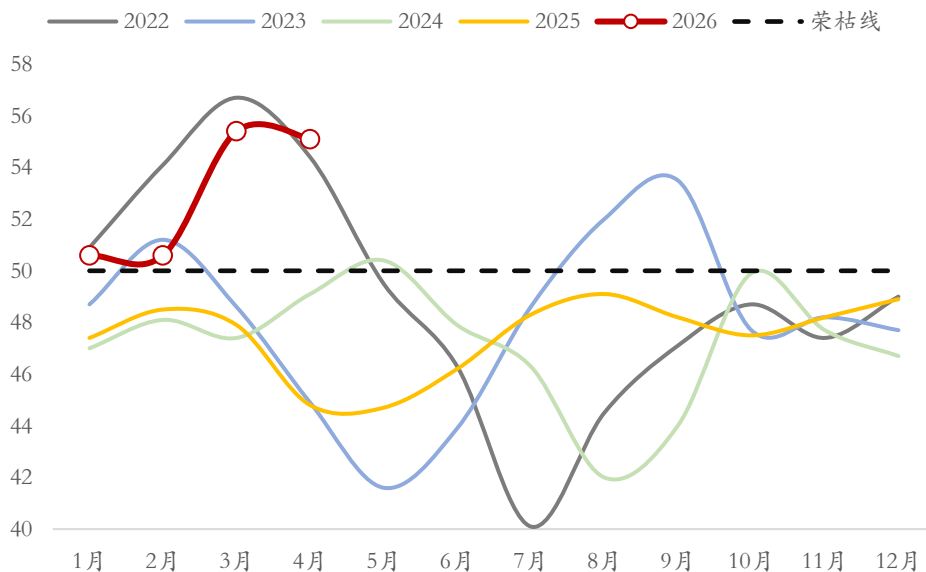
图10： 2026 年 4 月 PMI 原材料购进价格指数回落，但仍处于季节性高位



数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

图11： 2026 年 4 月 PMI 出厂价格指数回落，但仍处于季节性高位

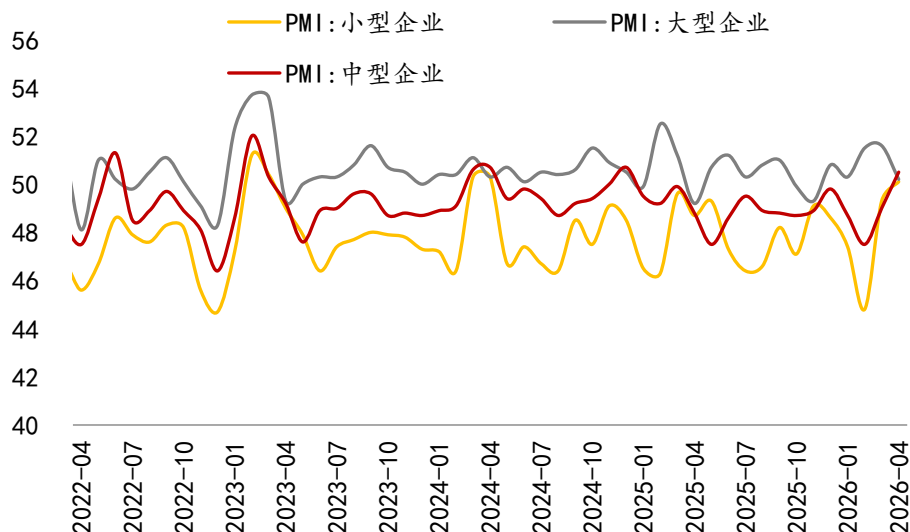


数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

分企业类型来看，中小型企业景气度全面修复。4月大型企业 PMI 为 50.2%，比上月回落 1.4 个百分点，但持续高于临界点。中型企业 PMI 为 50.5%，比上月大幅上升 1.5 个百分点，成功跨越荣枯线。小型企业 PMI 为 50.1%，较上月回升 0.8 个百分点。这显示出复苏的均衡性在增强，中小企业在政策红利驱动下表现出极强的修复弹性。

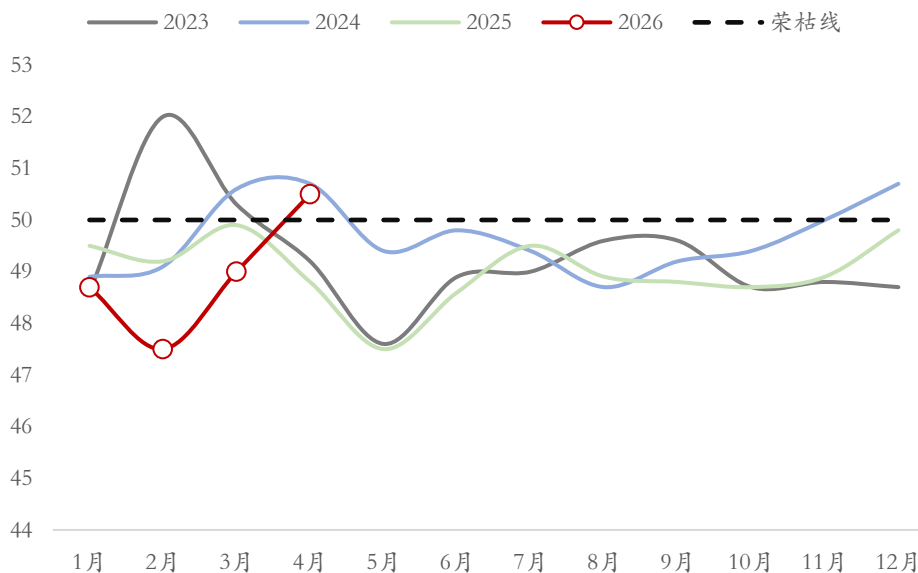
图12： 4 月大、中、小型企业采购经理指数均位于荣枯线上方



数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

图13： 2026 年 4 月中型企业 PMI 回升幅度相对较高

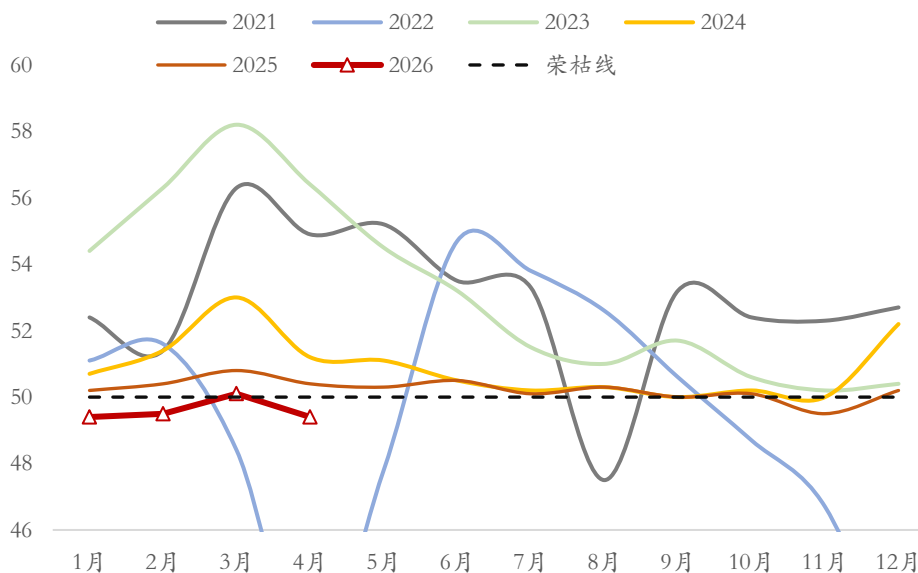


数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

4 月，非制造业商务活动指数为 49.4%，比上月下降 0.7 个百分点，非制造业景气水平有所下降。

图14： 2026 年 4 月服务业商务活动指数为 49.4%，低于季节性水平



数据来源：Wind，财通证券研究所

单位：%

分行业看，服务业商务活动指数为 49.6%，比上月下降 0.6 个百分点。从服务业行业看，铁路运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间；批发、零售、居民服务等行业商务活动指数均低于临界点。

建筑业商务活动指数为 48.0%，比上月下降 1.3 个百分点。水泥、钢材价格环比上涨 2-3%，全国建筑项目开工率显著提升，市场供需关系趋于平衡。2025 年底中央经济工作会议提出“推动投资止跌回稳”，2026 年开年以来，固定资产投资增速由负转正，因而 2026 年 4 月政治局会议将固定资产投资的重点从总量扩张转向结构优化和项目落地，以地产建筑为代表的“旧”固投相关细分行业增速正在政策定调下略有下滑情有可原。

风险提示：

- (1) 国内政策力度或落地效果不及预期：**本轮“反内卷”政策相对上一轮或更加温和、更加循序渐进，针对不同行业可能采用不同的政策发力方式；
- (2) 国际地缘政治局势变化超预期：**当前，海外经济金融环境较为复杂，地缘政治、关税摩擦、海外主要国家经济政策等都存在不确定性；
- (3) 反内卷行业相关 PMI 指标测算误差：**当前仅有部分行业提出“反内卷”相关指导方案，部分行业自律行为可能漏算，由此可能带来一定的测算误差。

信息披露**● 分析师承诺**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。