

经济见底

相对市场表现

——4月PMI告诉我们什么？

核心观点：

4月30日国家统计局发布4月PMI为47.4，较3月明显下滑。实际上，如果剔除统计方法造成的扭曲，PMI指数可能会更差——这才更准确的反映出4月制造业的实际运行状况。疫情的扰动是4月中国制造业乃至整体经济大幅下行的主要原因，然而，考虑到疫情的拐点已经出现且上海的复工已经开始，我们认为中国经济最困难的时候可能正在过去。

投资要点：

➤ 供应商配送时间子指数扭曲制造业PMI读数

虽然4月PMI已经较3月明显下滑，但是这一数据可能仍然高估了制造业的实际情况。这是因为4月PMI供应商配送时间子指数大幅下滑，在正常时期这是需求旺盛供应紧张的表现，对PMI有提升作用。然而，当前出现这个现象主要是因为疫情防控冲击供应链，与经济的高景气没有任何关系。如果剔除这个子指数的贡献，PMI综合指数还会明显下行——我们认为这才反映出当前制造业运行的真实状况。实际上，PMI新订单，生产，进口，新出口订单等子指数的下滑程度都显著超出PMI综合指数。

➤ 疫情对制造业乃至整体经济造成显著冲击

制造业部门乃至整体经济在4月份经历的显著下滑毫无疑问与疫情扩散以及防疫措施升级引发的一系列需求供给双重收缩有关。这种下滑也得到了4月以来大量高频数据明显走弱的验证，包括30城商品房成交面积、全国整车货运量、全国主要快递中心吞吐量指数等。

➤ 经济可能已经见底

由于中国新增病例已经走过顶峰，特别是上海在疫情逐步受控之后已经开始复工复产，且目前看北京等地出现的疫情外溢仍然可控，叠加宏观经济政策正在持续发力“稳增长”，我们倾向于认为中国经济正在走过最差的时候。考虑到PMI是个环比指标且4月基数较低，我们预计5月份PMI可能会明显反弹，甚至会反弹到50以上。

风险提示：经济不及预期，政策不及预期，国内外疫情恶化超预期

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

1、《疫情拐点疫后的经济》— 2022.04.29

2、《疫情极值季节调整噪音引发美国意外负增》

— 2022.04.29

3、《年内基建投资增速上修的可能性增加》—

2022.04.28

正文目录

1	4月制造业景气大幅下滑	3
1.1	制造业运行情况比 PMI 综合指数更加糟糕	3
1.2	主要子指数显示制造业供需同步走弱	4
2	疫情显著冲击 4月经济	5
2.1	疫情影响需求	5
2.2	疫情也冲击供给	5
3	经济可能已经见底	6
	风险提示	7

图表目录

图表 1: 4月中国 PMI 明显下滑	3
图表 2: 4月中国 PMI 供应商配送时间子指数大幅下滑	4
图表 3: 4月 PMI 主要子指数显示供需双重走弱	4
图表 4: 30 大中城市商品房周度成交面积处于近年同期最低水平	5
图表 5: 3月以来全国物流、快递持续下滑	5
图表 6: 3月以来全国整车货运流量持续降低	5
图表 7: 全国单日新增新冠肺炎人数（含无症状感染）	6

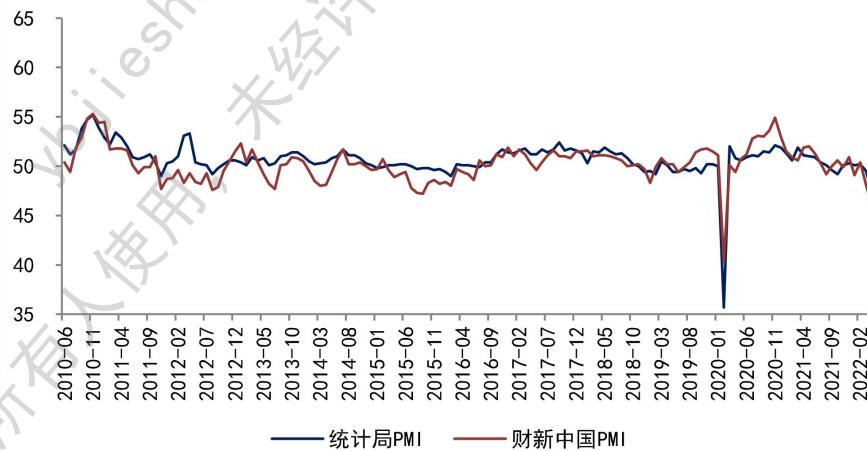
1 4月制造业景气大幅下滑

4月PMI综合指数较前月大幅下滑，实际上受到PMI子指数供应商配送时间加权记入PMI综合指数方法比较特别的影响，制造业实际景气程度可能比PMI指数所显示的水平更差一些。PMI的一些主要子指数也都显著下滑。

1.1 制造业运行情况比PMI综合指数更加糟糕

4月PMI综合指数47.4较3月份大幅下滑2.1。然而，构成PMI综合指数的五大子指数（新订单，生产，供应商配送时间，从业人员和产成品库存）没有一项高于47.4。之所以出现这种情况，主要与子指数供应商配送时间是以100减去该子指数再加权计入PMI综合指数有关。

图表1：4月中国PMI明显下滑



来源：Wind，国联证券研究所

在一般情况下，这一子指数越低，说明供应越紧张，是制造业需求旺盛经济偏热的表现。然而，在4月份疫情扩散防控措施升级严重影响供应链的情况下，PMI供应商配送时间子指数的大幅下滑与经济景气毫无关系。

图表 2: 4月中国 PMI 供应商配送时间子指数大幅下滑

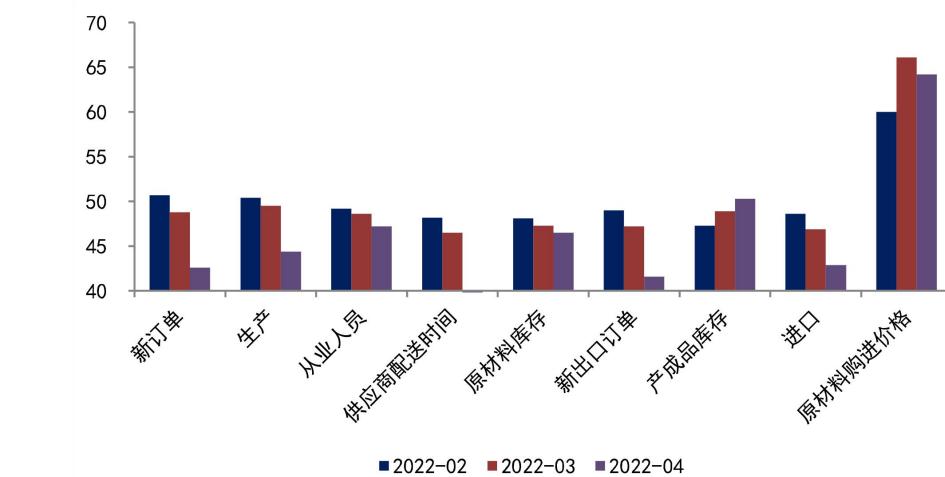

来源: Wind, 国联证券研究所

如果剔除该子指数的影响, 4月 PMI 的下行程度还要更加剧烈——这才反映出 4 月中国制造业的实际运行状况。

1.2 主要子指数显示制造业供需同步走弱

从 PMI 系列与需求和产出有关的子指数来看, 包括新订单、生产、从业人员、新出口订单、进口都出现了非常明显的下滑, 显示 4 月制造业部门乃至整个经济的运行出现了明显的下行。

PMI 产成品库存子指数出现反弹, 可能反映出在供需共同走弱的情况下, 需求走弱的更加明显, 导致库存上升。同时, 由于国际大宗商品价格特别是原油价格在 4 月出现回落, PMI 原材料购进价格子指数有所下滑。

图表 3: 4月 PMI 主要子指数显示供需双重走弱


来源: Wind, 国联证券研究所

2 疫情显著冲击4月经济

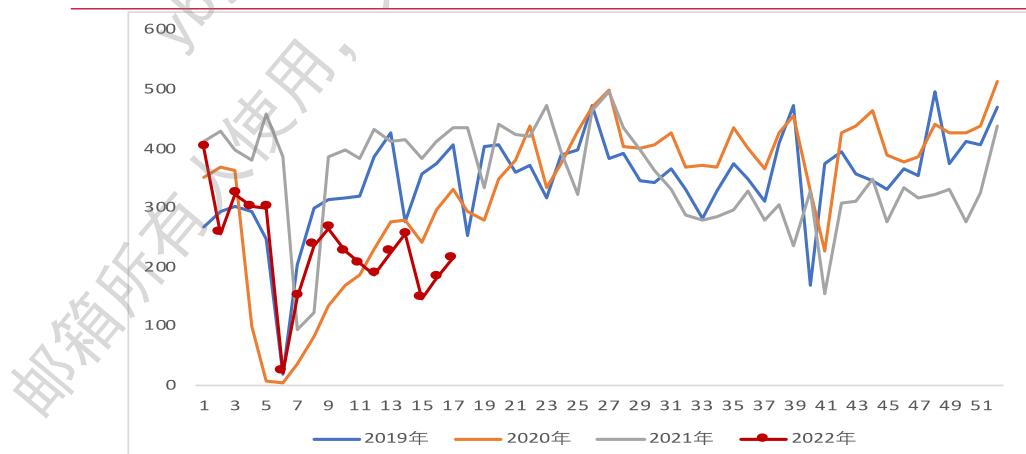
制造业部门乃至整体经济在4月份经历的显著下滑毫无疑问与疫情扩散以及防疫措施升级引发的一系列需求供给双重收缩有关——与4月以来大量高频数据的走弱保持一致。

2.1 疫情影响需求

消费需求直接受到疫情冲击。居民消费方面，疫情影响居民收入，降低居民消费意愿、限制餐饮旅游等居民消费场景，对居民消费产生负向影响；即使对于政府消费而言，财政收入的减少也可能影响政府消费支出。

投资也受到疫情的负面影响。疫情在一些区域阻碍了人与人接触密切的建筑施工等正常作业；甚至因为封控，购房者无法实地看房也会影响地产投资增长。同时，由于企业和居民收入的下滑和疫情期间经济前景的不确定性，也影响了相关经济主体的投资能力与投资意愿。

图表4：30大中城市商品房周度成交面积处于近年同期最低水平



来源：Wind，国联证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41030

