

总量研究

经济底已现，政策全面转暖

——2022 年 4 月 PMI 点评兼光大宏观周报（2022-04-30）

要点

事件：2022 年 4 月 30 日，国家统计局公布 2022 年 4 月 PMI 数据。4 月制造业 PMI 47.4%，前值 49.5%；非制造业 PMI 41.9%，前值 48.4%。

核心观点：

受疫情冲击，4 月制造业 PMI 继续回落，服务业 PMI 大幅回落至 40%低景气区间。一则，本轮疫情点多面广，封控措施严格，减产停产企业增多；二则，市场需求继续走低，内外需求均减弱；三则，物流运输不畅，产成品库存指数升至近年高点；四则，价格指数继续高位运行，下游企业压力不断加大。

向前看，近期上海地区疫情趋向缓和，重点企业复工复产不断推进，保畅稳链逐步得到解决。4 月政治局会议坚定 5.5%目标，并且就房地产、平台经济、基建做出一系列积极部署，全面扩大内需，给实体经济和资本市场注入强心剂。

海外观察：美国 10 年期国债收益率和通胀预期均略有下行，英国、德国 10 年期国债收益率下行；美国 10 年期和 2 年期国债利率期限利差略有扩大。美联储资产规模减少，欧央行和日央行资产规模均上升。

海外政策：拜登要求美国国会批准 330 亿美元补充资金用于援助乌克兰；不明病因的儿童重症急性肝炎病例在欧洲持续增加；俄罗斯总统普京下令将俄罗斯化肥出口限制延长至 8 月 31 日；美国疾控中心称约 58% 的美国人曾感染新冠病毒；俄乌冲突持续，俄外交部表示乌克兰尚未正式退出与俄谈判进程。

全球资产：全球股市多数下跌，大宗商品价格多数下跌。纳斯达克指数下跌 3.93%，标普 500 下跌 3.27%，道琼斯工业指数下跌 2.47%；欧洲股市涨跌分化，法国 CAC40 下跌 0.72%，德国 DAX 下跌 0.31%，英国富时 100 上涨 0.30%。亚洲股市涨跌分化，上证指数下跌 1.29%，恒生指数上涨 2.18%，韩国综合指数下跌 0.36%，日经 225 下跌 0.95%。大宗商品价格方面，锌和铝价格跌幅较大，贵金属价格普遍下跌，农产品价格涨跌分化。

央行观察：美联储进入 5 月政策会议前噤声期，欧洲央行或在今年夏天加息。

国内观察：4 月以来，**上游：**原油价格环比下跌，动力煤均价环比持平、焦煤均价环比上涨，铜价、铝价环比下跌。**中游：**水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积跌幅扩大，供应面积同比增速下行，猪价上涨、菜价下跌。**流动性：**十年期国债收益率上行。

国内政策：国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》；证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》；国常会指出，统筹疫情防控和物流畅通保供，畅通国际国内物流；央行设立科技创新再贷款，引导金融机构加大对科技创新的支持力度；中国证券登记结算有限责任公司发布关于降低股票交易过户费收费标准的通知。

下周财经日历：美国 4 月新增非农就业(周三)

风险提示：政策落地不及预期，疫情反复情况超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebscn.com

联系人：杨康

021-52523870

yangkang6@ebscn.com

相关研报

坚定 5.5%目标，政策全面转暖——政治局会议精神学习（2022-04-29）

从海外视角，看国内消费修复的路径和高度——《见微知著》第六篇（2022-04-25）

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

如果开放国门：新增测算和经济影响——《全球疫情疫苗跟踪系列》第九篇（2022-03-29）

新一轮猪周期的起点何时出现？——《见微知著》第五篇（2022-03-24）

开年财政：基建升温、土地降温——光大宏观周报（2022-03-20）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022 年 3 月美联储议息会议点评（2022-03-17）

经济数据大超预期，成色几何？——2022 年 1-2 月经济数据点评（2022-03-15）

俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇（2022-03-03）

专项债发行持续提速，基建发力逐步显现——光大宏观周报（2022-02-27）

奥密克戎明显收敛，海外开放重启在即——《全球疫情疫苗跟踪系列》第八篇（2022-02-14）

从重大项目看地方稳增长的力量和方向——《见微知著》第四篇（2022-02-10）

生产法视角，如何看待 2022 年经济走势？——《制造业深度洞察第二篇》（2022-01-30）

目 录

一、本周聚焦：经济底已现，政策全面转暖	4
1.1 制造业：产需两端降幅加大	4
1.2 服务业：疫情冲击下，景气水平大幅回落	6
1.3 建筑业：基建发力继续带动景气回升	7
1.4 价格：持续高位，下游企业成本压力增大	9
1.5 外贸：进出口指数双双大幅回落	9
1.6 展望：坚定 5.5% 目标，政策全面转暖	10
二、海外观察	11
2.1 金融与流动性数据：美债收益率、通胀预期略有下行	11
2.2 全球市场：全球股市多数下跌，大宗商品价格多数下跌	12
2.3 央行观察：美联储进入 5 月政策会议前噤声期	13
2.4 海外政策：美国一季度 GDP 环比下降 1.4%	13
三、国内观察	15
3.1 上游：原油价格环比下跌，动力煤均价环比下跌、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比下跌	15
3.2 中游：水泥价格指数环比上升，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	16
3.3 下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、水果价格上涨、菜价下跌	17
3.4 流动性：十年期国债利率上行	18
3.5 国内政策：国办出台意见，进一步释放消费潜力	18
四、下周财经日历	19
五、风险提示	19

图目录

图 1：2022 年 4 月制造业 PMI 继续放缓	5
图 2：制造业 PMI 各细分项变化	5
图 3：产需两端均大幅走低	6
图 4：不同类型的企业景气程度均有所回落	6
图 5：为阻断疫情，各地采取严格的封控管理措施	6
图 6：本轮疫情受影响省份数量创下 2020 年 3 月以来新高	6
图 7：受疫情等因素影响，服务业景气水平继续回落	7
图 8：4 月服务业景气水平低于 2021 年同期	7
图 9：3 月以来，国内本土疫情多点散发	7
图 10：受疫情影响，居民出行活动明显减少	7
图 11：非制造业景气水平下降，企业经营活动总体放缓	8
图 12：受基建持续发力带动，建筑业景气水平持续高位运行	8
图 13：1-4 月专项债投向基建比例为 65%，高于上年的 59%	8
图 14：1-4 月新增专项债累计发行进度高于往年	8
图 15：价格指数回落，价格差扩大	9

图 16: 上游继续去库存, 下游被动补库存	9
图 17: 进出口指数双双回落	10
图 18: 美国 10 年期国债收益率均略有下行	11
图 19: 英国、德国 10 年期国债收益率下行	11
图 20: 美国 10 年期和 2 年期国债利率期限利差略有扩大 (%)	11
图 21: 美国投资级企业债利差上行 (%)	11
图 22: 美联储资产规模减少 (十亿美元)	12
图 23: 美联储资产规模减少, 欧央行和日央行资产规模均增加	12
图 24: 全球股市多数下跌	12
图 25: 大宗商品价格多数下跌	12
图 26: 原油价格环比下跌	15
图 27: 动力煤均价环比持平、焦煤均价环比上涨	15
图 28: 铜价环比下跌, 库存同比下降	15
图 29: 铝价环比下跌, 库存同比下降	15
图 30: 水泥价格指数环比上升	16
图 31: 西南地区水泥价格指数环比上升明显	16
图 32: 螺纹钢价格环比上涨, 库存同比下降	16
图 33: 钢坯库存同比上涨	16
图 34: 商品房成交面积跌幅扩大	17
图 35: 土地供应面积同比增速由正转负	17
图 36: 猪价、菜价、水果价格趋势分化	17
图 37: 乘用车日均零售销量同比由正转负	17
图 38: 货币市场利率下行	18
图 39: 十年期国债利率上行	18

表目录

表 1: 4 月制造业生产经营活动继续放缓	4
表 2: 美欧日俄央行官员表态	13
表 3: 下周全球经济数据热点	19

一、本周聚焦：经济底已现，政策全面转暖

事件：2022 年 4 月 30 日，国家统计局公布 2022 年 4 月 PMI 数据，制造业 PMI 47.4%，前值 49.5%；非制造业 PMI 41.9%，前值 48.4%。

核心观点：

受疫情冲击，4 月制造业 PMI 继续回落，服务业 PMI 大幅回落至 40% 低景气区间。一则，本轮疫情点多面广，封控措施严格，减产停产企业增多；二则，市场需求继续走低，内外需求均减弱；三则，物流运输不畅，产成品库存指数升至近年高点；四则，价格指数继续高位运行，下游企业压力不断加大。

向前看，近期上海地区疫情趋向缓和，重点企业复工复产不断推进，保畅稳链逐步得到解决。4 月政治局会议坚定 5.5% 目标，并且就房地产、平台经济、基建做出一系列积极部署，全面扩大内需，给实体经济和资本市场注入强心剂。

表 1：4 月制造业生产经营活动继续放缓

年份	时间	制造业 PMI	生产 PMI	新订单 PMI	非制造业 PMI	服务业 PMI	建筑业 PMI
2021 年	1 月 实际值	51.3	53.5	52.3	52.4	51.1	60.0
	2 月 实际值	50.6	51.9	51.5	51.4	50.8	54.7
	3 月 实际值	51.9	53.9	53.6	56.3	55.2	62.3
	4 月 实际值	51.1	52.2	52.0	54.9	54.4	57.4
	5 月 实际值	51.0	52.7	51.3	55.2	54.3	60.1
	6 月 实际值	50.9	51.9	51.5	53.5	52.3	60.1
	7 月 实际值	50.4	51.0	50.9	53.3	52.5	57.5
	8 月 实际值	50.1	50.9	49.6	47.5	45.2	60.5
	9 月 实际值	49.6	49.5	49.3	53.2	52.4	57.5
	10 月 实际值	49.2	48.4	48.8	52.4	51.6	56.9
	11 月 实际值	50.1	52.0	49.4	52.3	51.1	59.1
	12 月 实际值	50.3	51.4	49.7	52.7	52.0	56.3
2022 年	1 月 实际值	50.1	50.9	49.3	51.1	50.3	55.4
	2 月 实际值	50.2	50.4	50.7	51.6	50.5	57.6
	3 月 实际值	49.5	49.5	48.8	48.4	46.7	58.1
	4 月 实际值	47.4	44.4	42.6	41.9	40.0	52.7

资料来源：Wind，光大证券研究所

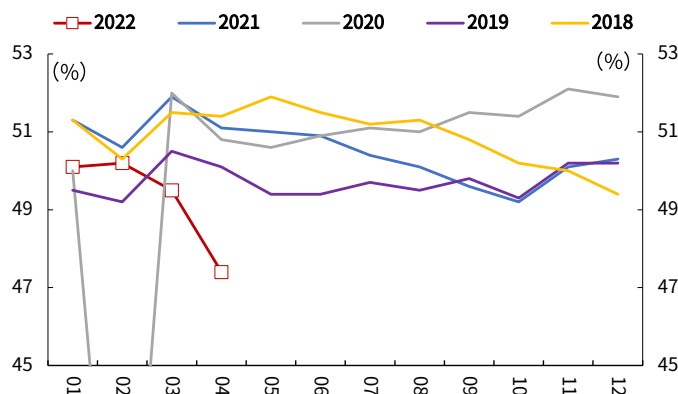
单位：%

1.1 制造业：产需两端降幅加大

受国内本土疫情散发影响，4 月制造业生产经营活动明显下降。2022 年 4 月制造业 PMI 为 47.4%，比 3 月回落 2.1 个百分点，比 2021 年同期回落 3.7 个百分点。近期国内疫情多点散发，在坚持“动态清零”政策下局部地区防疫政策收紧，

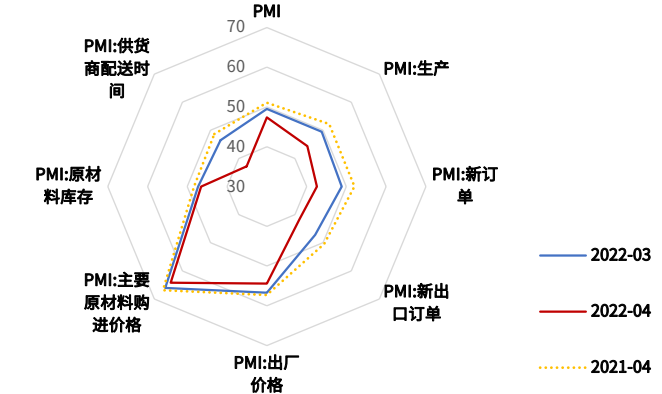
产业链供应链受到一定冲击，叠加国际地缘政治不稳定因素，我国企业生产经营活动受到一定影响。

图 1：2022 年 4 月制造业 PMI 继续放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所（图中指标为各月制造业 PMI，数据截至 2022 年 4 月，2020 年 2 月的 PMI 由于数值过低未在图中显示）

图 2：制造业 PMI 各细分项变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

单位：%

从供需两端来看，产需两端降幅加大。

一，企业生产明显下降，生产经营压力较大。4 月生产 PMI 为 44.4%，比上月回落 5.1 个百分点，企业生产明显下降。本轮疫情点多、面广、频发，部分企业减产停产，物流运输困难加大，主要原材料和关键零部件供应困难，上下游相关企业生产经营均受到较大影响。

二，市场需求继续走低。4 月新订单 PMI 为 42.6%，比上月回落 6.2 个百分点，受疫情影响，居民消费需求持续走低。国家统计局的企业调查显示，反映市场需求不足的企业比重较上月上升 1.2 个百分点至 40% 以上，创 2021 年以来高点。

三，物流运行受阻，供应交货时间继续延长。4 月供应商配送时间指数为 37.2%，低于上月 9.3 个百分点，创 2020 年 3 月份以来的新低。4 月局部地区疫情较为严峻，产业链供应链运行明显放缓。上半月，物流运行受阻、物流成本高问题突出，下半月由于货运物流保畅工作有序推进，物流堵点卡点逐步疏通。但从全月来看，物流不畅有所持续，不少企业反映物流运输困难加大，甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅、库存积压等情况。

从市场预期来看，市场预期指数有所回落，但仍位于临界值以上。

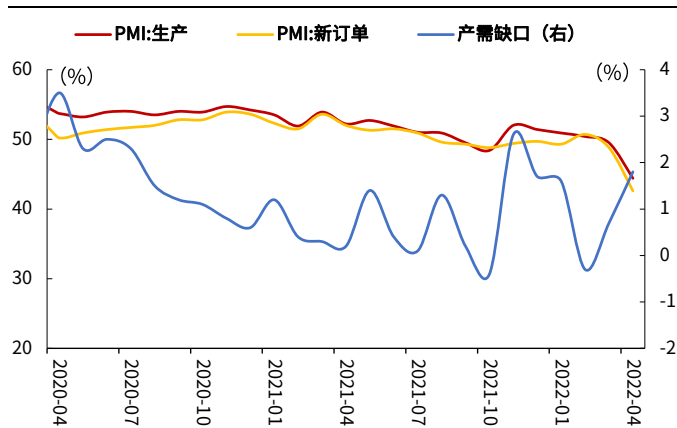
4 月生产经营活动预期指数为 53.3%，低于 3 月 2.4 个百分点，从业人员指数为 47.2%，较上月回落 1.4 个百分点。疫情导致人员流动受限，就业受到一定影响，制造业企业正常上岗人数有明显下降。疫情冲击下，企业对未来市场预期有所减弱，但仍位于临界值以上。

4 月 29 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，会议基调全面回暖，并且提出要“全力扩大国内需求”。会议强调“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，坚持动态清零不动摇，会议提出，“要确保重点产业链供应链、抗疫保供企业、关键基础设施正常运转”。随着疫情得到有效控制和政策效应显现，企业预期有望逐步得到改善。

从结构情况来看，不同类型企业 PMI 均有所回落，大企业回落幅度较大。

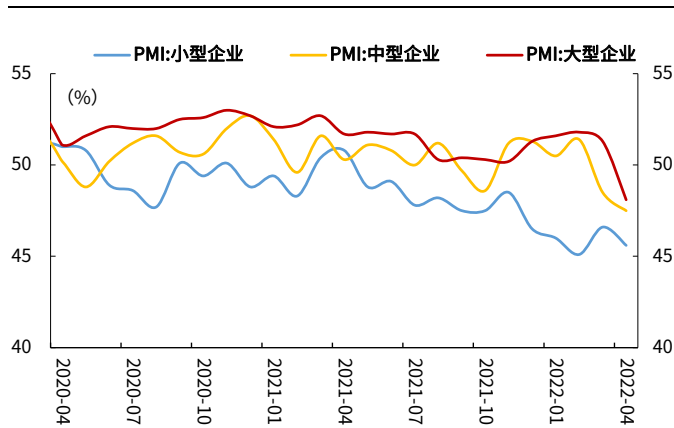
受疫情影响，不同类型的企业经营景气度均出现了不同程度的回落。4月大型企业 PMI 为 48.1%，低于上月 3.2 个百分点，而 4 月中型企业 PMI 为 47.5%，小型企业 PMI 为 45.6%，均较上月下降 1 个百分点。

图 3：产需两端均大幅走低



资料来源：Wind，光大证券研究所（产需缺口为生产 PMI 减去新订单 PMI）

图 4：不同类型的企业景气程度均有所回落



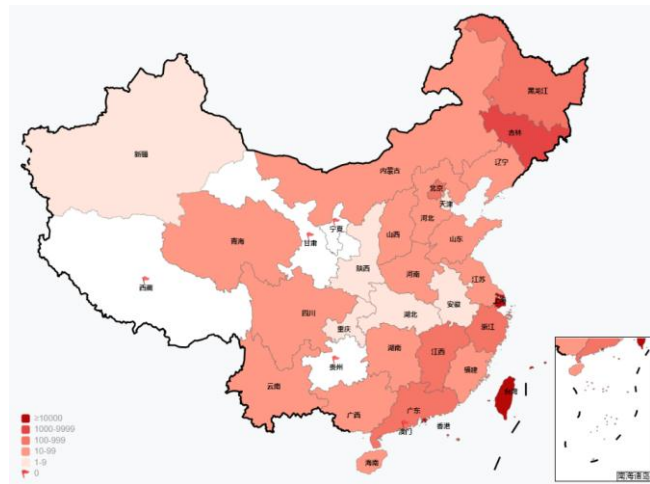
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：为阻断疫情，各地采取严格的封控管理措施

省份	区域	时间	管控措施	目前状态
浙江省	天台县	4月28日	全县实行临时封闭管理，实施交通管制	封闭管理中
辽宁省	丹东市	4月26日	对市内77个小区实行封闭管理	封闭管理中
北京市	朝阳区	4月25日	部分区域划定临时管控范围，11个区域人员开展三轮核酸检测	封闭管理中
河北省	保定市	4月25日	对主城区和新三区实行封控管理	封闭管理中
内蒙古	包头	4月25日	全市进入静止状态	封闭管理中
山东省	招远、烟台	4月24日	招远全域实行严格管控，烟台划定150个封控区、60个管控区	封闭管理中
江西省	上饶市万年县	4月23日	实施较大范围区域静态管理	封闭管理中
黑龙江	哈尔滨	4月20日	六个主城区实行静态化管理	封闭管理中
湖南省	邵阳市	4月19日	对主城区实施全城临时管控	封控区15个
江苏省	苏州市	4月16日	市区所有居民小区、城中村、产业园区实行封闭式管理	封闭管理中
上海市	全域	4月1日	全域封闭	金山、崇明部分区域放开
吉林省	长春、吉林等	3月11日	长春、吉林等实行全封闭式管理	逐步有序放开

资料来源：各省份卫健委，光大证券研究所（更新至 2022 年 4 月 29 日）

图 6：本轮疫情受影响省份数量创下 2020 年 3 月以来新高



资料来源：国家卫健委，光大证券研究所（数据更新至 2022 年 4 月 29 日）

注：图中为各省份现有新冠肺炎确诊病例的情况

1.2 服务业：疫情冲击下，景气水平大幅回落

受疫情严重冲击，服务业景气水平回落幅度加大。4月服务业PMI为40.0%，比上月回落6.7个百分点，连续两个月明显回落，比上年同期回落14.4个百分点，疫情影响下，服务业景气水平大幅走低。

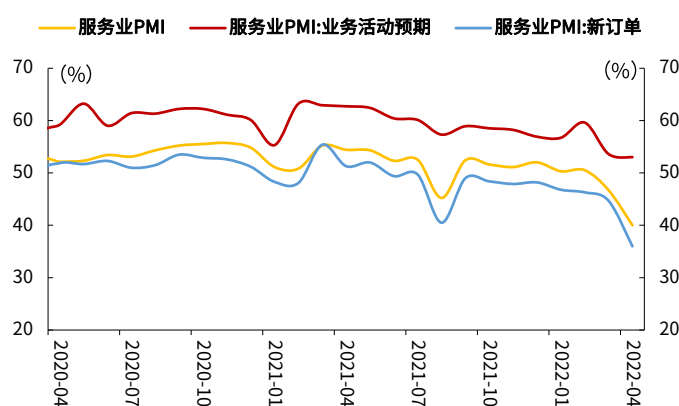
从行业情况看，调查的 21 个行业中有 19 个位于收缩区间，其中航空运输、住

宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性行业商务活动指数仍处于低位收缩区间。

从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 53.6%，比上月回落 0.6 个百分点，比上年同期数值回落 9.7 个百分点。目前国内疫情多点散发，疫情带来的防控趋严和居民出行强度降低，需求不足叠加物流成本较高，服务业企业对未来市场信心仍偏弱。

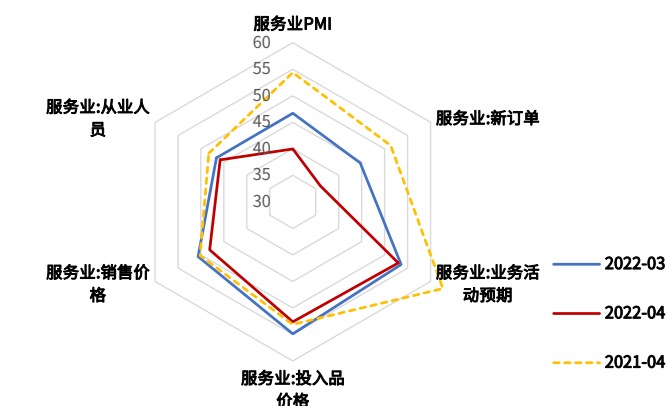
4 月 29 日，中共中央政治局会议指出，“对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策”。伴随后续一系列政策措施的出台，服务业企业面临的经营压力或能有所缓解。

图 7：受疫情等因素影响，服务业景气水平继续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所

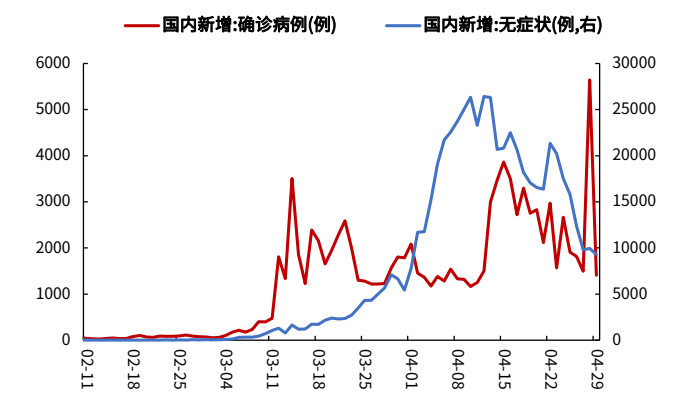
图 8：4 月服务业景气水平低于 2021 年同期



资料来源：Wind，光大证券研究所

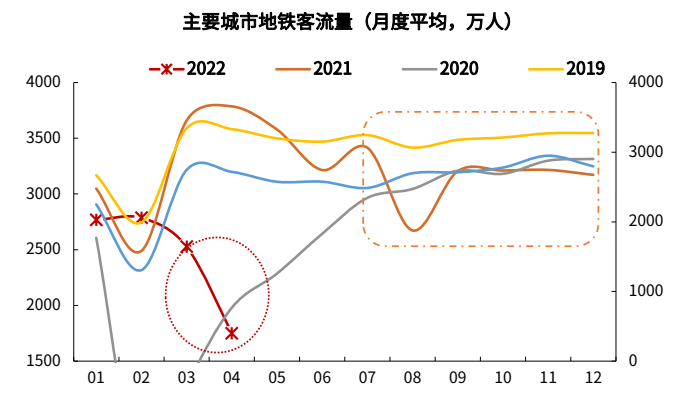
单位：%

图 9：3 月以来，国内本土疫情多点散发



资料来源：Wind，光大证券研究所（数据更新至 2022 年 4 月 29 日）

图 10：受疫情影响，居民出行活动明显减少



资料来源：wind，光大证券研究所（2020 年 2、3 月数据由于数值过低未显示，七大城包括上海、广州、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州等，更新至 2022 年 4 月 29 日）

1.3 建筑业：基建发力继续带动景气回升

受基建持续发力带动，建筑业保持扩张。4 月建筑业 PMI 为 52.7%，比上月回落 5.4 个百分点，仍位于扩张区间，建筑业分项中土木工程建筑业拉动明显，4

月土木工程建筑业商务活动指数为 61.0%，延续扩张走势，表明随着部分重大基础设施建设适度超前，土木工程建筑业保持较快施工进度。

从市场需求和预期看，4 月建筑业的新订单指数和业务活动预期指数分别为 45.3% 和 57.0%，分别较上月回落 5.9 个百分点和 3.3 个百分点，新订单指数虽受疫情影响落入临界值以下，但业务活动预期指数仍处于扩张区间。

今年以来在项目发行审批放松、专项债加快发行、各地提前启动重大项目等一系列政策的催化下，基建项目储备充足、资金加快到位，疫情对基建施工影响相对有限。

4 月 29 日中央政治局会议提出“全力扩大国内需求，全面加强基础设施建设”，意味着对全年基建投资可以更加乐观，后续增速仍将维持高位。鉴于当前国内仍然存在预期不稳、就业承压的风险，基建投资无疑是短期内扩大国内需求的有效抓手。资金方面，专项债资金是基建投资的基本盘，今年专项债实际使用资金高达 5 万亿，1-4 月发行进度明显高于往年，前置特征明显。

图 11：非制造业景气水平下降，企业经营活动总体放缓

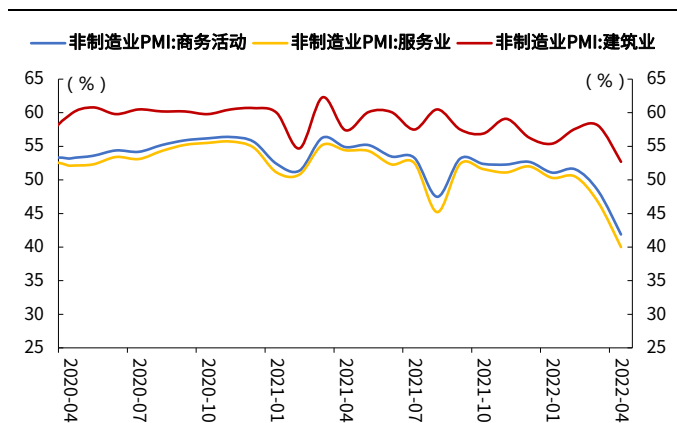


图 12：受基建持续发力带动，建筑业景气水平持续高位运行

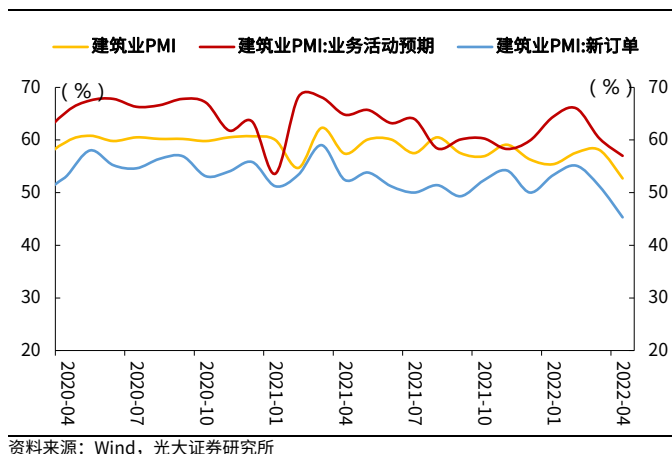


图 13：1-4 月专项债投向基建比例为 65%，高于上年的 59%

■ 专项债发行额(亿元) ○ 投向基建占比(右轴)

图 14：1-4 月新增专项债累计发行进度高于往年

— 2017 — 2018 — 2019 — 2020 - - - 2021 -○- 2022

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_41059

