



Research and  
Development Center

**疫情之下需求比供给更弱**

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理  
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 疫情之下需求比供给更弱

2022年4月30日

**摘要:** 疫情冲击下, PMI 数据表现出需求还要弱于供给, 企业被动补库存。但随着上海疫情拐点的显现和稳增长政策的发力, 预计后续需求的复苏会拉动企业进入被动去库存。

- **疫情之下制造业 PMI 连续下滑, 二季度经济下行压力大。**4 月制造业 PMI 下滑 2.1 个百分点至 47.4%, 下降幅度超过 3 月。新订单指数和新出口订单指数俱大幅下滑, 内外需低迷。新订单无力消化产成品库存, 企业生产动能不足。
- **需求比生产更低迷, 预计后续产成品价格下跌。**新订单指数和生产指数的差值环比下滑 1.1 个百分点至-1.8%, 需求比供给更弱。出厂价格指数回落, 后续产成品价格下跌可能性极大。供货商配送时间显著缩短, 流通环节更加顺畅。
- **建筑业景气度回落, 服务业持续消沉。**4 月建筑业 PMI 较 3 月环比回落 5.4 个百分点, 但仍处扩张区间, 推测为一季度基建高峰期已过所致。疫情冲击下, 商务活动和服务业持续消沉。综合 PMI 大幅下滑。
- **风险因素:** 疫情持续加重, 政策落地速度慢

目 录

一、疫情之下制造业经济持续收缩.....	3
二、后续制造业企业被动补库存可能变为被动去库存.....	6
三、建筑业收缩，服务业持续消沉.....	6
风险因素.....	8

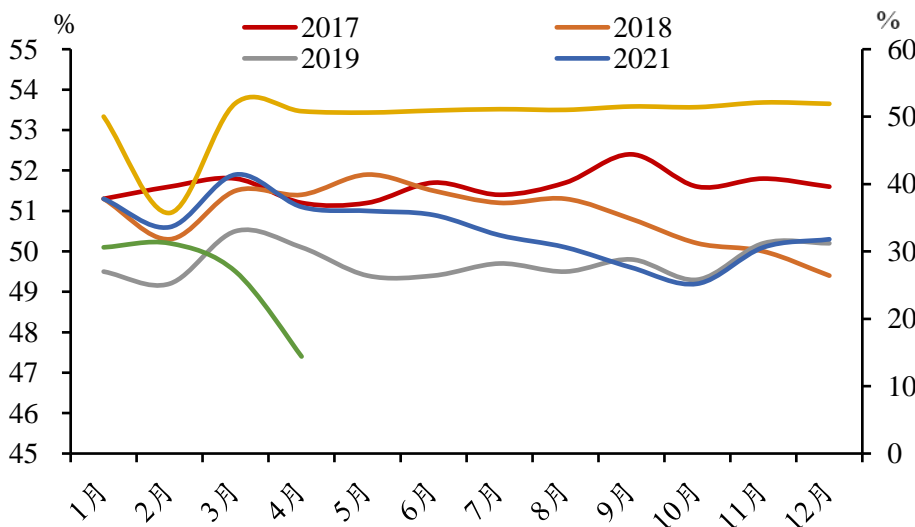
图 目 录

图 1：疫情之下制造业 PMI 持续下滑.....	3
图 2：疫情之下内需愈加低迷.....	3
图 3：其他国家生产修复挤占外需订单.....	4
图 4：制造业生产缺乏动力.....	4
图 5：小型企业生产指数出现回落.....	5
图 6：需求比供给更弱预计会引起产出品价格下降.....	5
图 7：供应商配送时间明显缩短.....	5
图 8：4 月制造业企业被动补库存.....	6
图 8：4 月企业被动补库存.....	6
图 9：4 月我国综合 PMI 大幅回落.....	7

## 一、疫情之下制造业经济持续收缩

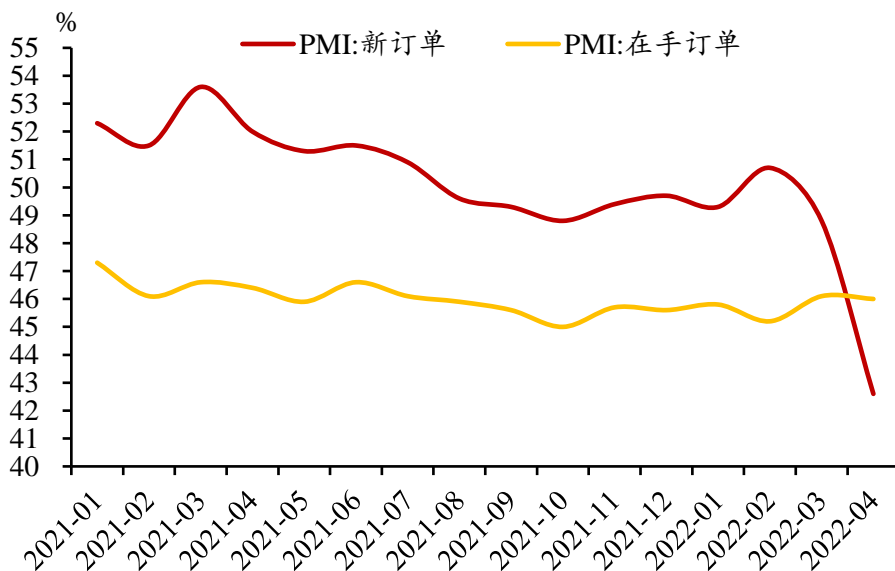
制造业 PMI 持续反季节性下滑，内外需愈加低迷。从过去 5 年 PMI 走势来看，春节在 2 月的年份，如 2018 年、2019 年、2021 年，3 月都较 2 月反弹约 1.2 个百分点，而今年春节虽也在 2 月，但受 3 月中下旬疫情爆发影响，指数较 2 月回落 0.7 个百分点至荣枯线以下，4 月较 3 月继续下滑 2.1 个百分点，1-4 月的整体走势和春节在 2 月的往年同期对比形成了鲜明的反差，反映出疫情之下经济下行压力大。从需求侧看，4 月新订单指数较 3 月大幅下滑 6.2 个百分点，在手订单下滑 0.1 个百分点，前者比后者下滑明显反映出疫情以来内需的低迷，现在企业的手头订单还在靠年初疫情不严重时候的需求在支撑。外需方面，4 月新出口订单指数大幅下滑 5.6 个百分点，这主要是受世界其他主要制造国生产修复的影响，导致我国出口环比走弱。

图 1：疫情之下制造业 PMI 持续下滑

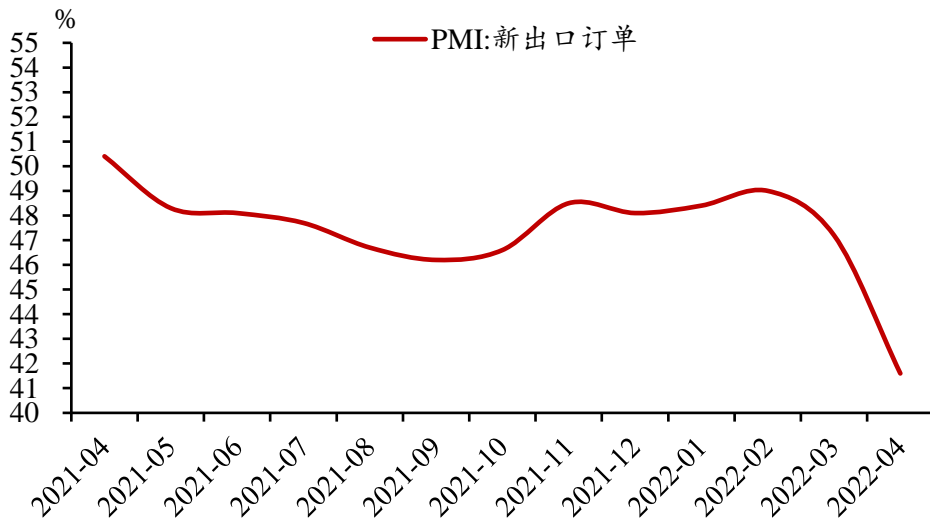


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：疫情之下内需愈加低迷

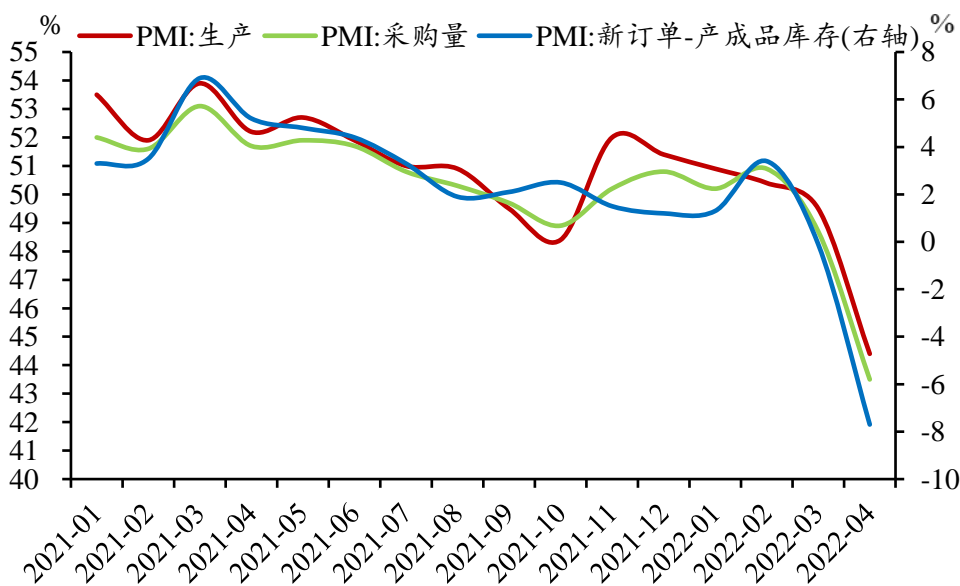


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

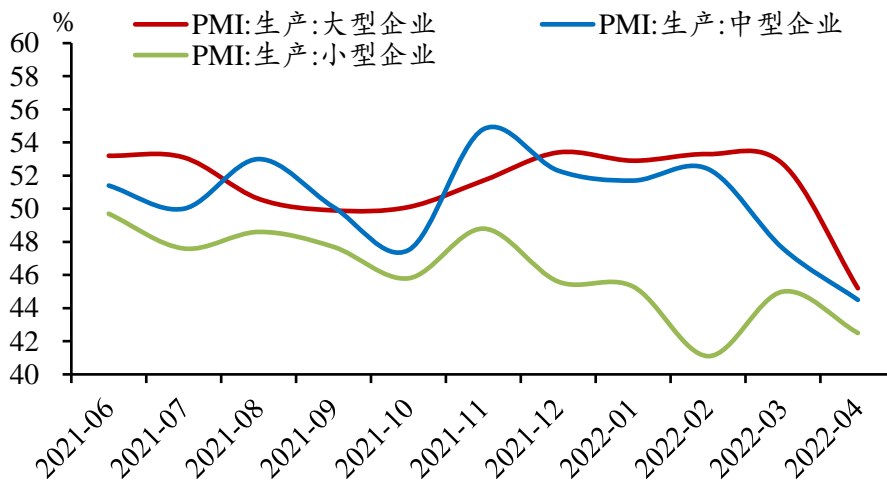
**图 3：其他国家生产修复挤占外需订单**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

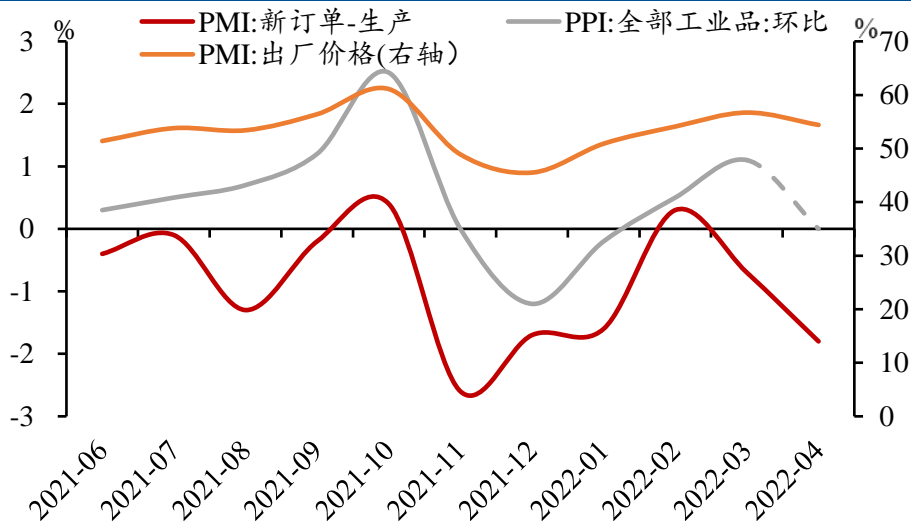
**生产乏力，供需缺口扩大，经济缺乏动能。**4月PMI生产和采购量分别环比下滑5.1个百分点和5.2个百分点，大中小型企业生产指数全面下滑，但不同于大中型企业自2月持续下滑，小型企业是在3月提升下回落的，表明疫情对企业生产的负面影响更加广泛；新订单和产成品库存指数之差（衡量生产动能）下滑7.6个百分点，表明新订单消化产成品库存的能力更差，企业缺乏生产动力，经济缺乏供给动能；同时4月新订单和生产指数之差（衡量需-供缺口）下滑1.1个百分点至-1.8%，表明供需缺口扩大，需求比供给更弱，预计会引起产出品价格下降。通过进一步分解制造业PMI，可以发现4月下落的背后是生产、需求、就业景气的衰减，但也有正向拉动的分项。供应商配送时间指数明显下降，说明流通环节更加顺畅，这与中央促消费政策要求“保障物流畅通”有关。

**图 4：制造业生产缺乏动力**


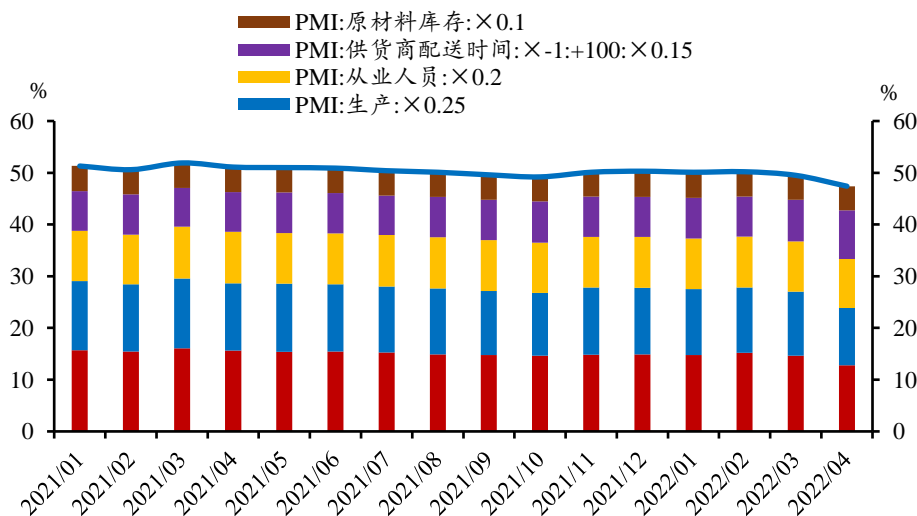
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：小型企业生产指数出现回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：需求比供给更弱预计会引起产出品价格下降**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测趋势

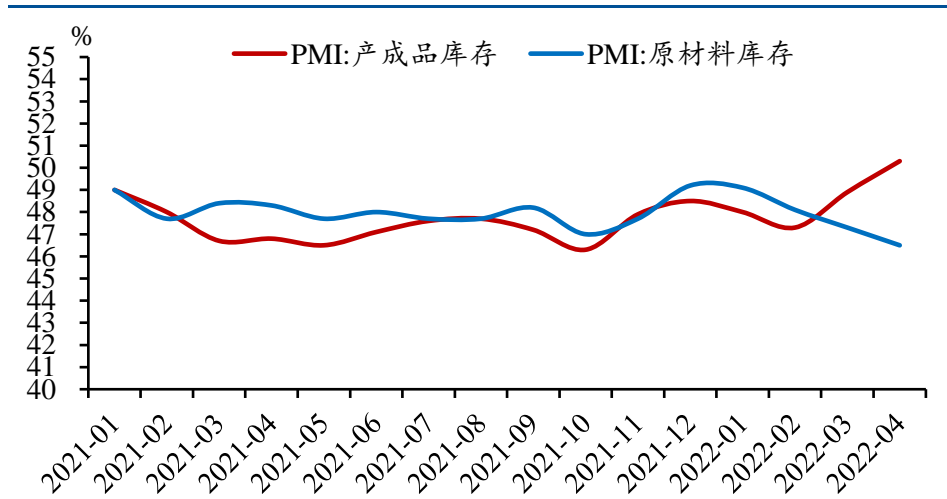
**图 7：供应商配送时间明显缩短**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、后续制造业企业被动补库存可能变为被动去库存

需求低迷致使企业减缓原材料采购力度，企业被动补库存。3月疫情爆发以来，产成品库存指数上升，原材料库存指数下降，4月二者进一步“背道而驰”，显示出企业在需求放缓下，主动减缓原材料采购力度和生产节奏，但不及需求的剧烈衰减，由于生产的惯性产成品库存依然在累积，即库存堆在仓库，销售受阻，企业被动补库存。但随着促消费政策的加码和上海疫情拐点已现，企业后续可能转变为被动去库存，对应的是产成品库存指数下降，原材料库存指数上升，原因在于当需求逐渐增加，堆积在仓库中的产品会减少，同时企业会加大原材料采购力度，即疫情好转后逐渐扩大再生产以应对需求的改善。

图8：4月制造业企业被动补库存



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 三、建筑业收缩，服务业持续消沉

4月建筑业景气度回落，商务活动和服务业受疫情影响持续消沉。首先商务活动和服务业受3月中下旬至今疫情的冲击，PMI连续下滑，4月由于疫情贯穿一整月，分别大幅下滑了6.5个百分点和6.7个百分点。而4月建筑业PMI是在2月和3月上升的情况下出现的回落，推测可能是受4月基建环比回落的影响。在适度提前开展基础设施建设的政策推动下，今年1-3月基建投资累计同比达到了10.48%，其中3月当月同比为11.79%。进入4月，上半年基建高峰期已过，所以建筑业景气度出现下坡。当然建筑业景气除了基建还取决于房地产，但就当下而言，后者对建筑业景气的贡献远不如前者。最后，由于制造业和非制造业PMI在4月都出现了回落，致使我国综合PMI产出指数在4月大幅回落6.1个百分点至42.7%。

图9：4月企业被动补库存



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\\_41072](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41072)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>