



走过至暗的四月，走向希望的五月

2022 年 5 月 1 日

4 月 30 日，4 月 PMI 数据公布。制造业 PMI 47.4，前值（49.5）已经跌破荣枯线，4 月 PMI 进一步走弱。非制造业 PMI 41.9，较前值（48.4）显著走弱。

PMI 显示 4 月中国经济经历了至暗时刻。

4 月 PMI 最鲜明的特点就是所有分项指标几乎不约而同走弱。服务业弱、制造业也弱。从订单、原材料、供应，到生产、就业，几乎没有一个环节的 PMI 指标向好。可以说，4 月 PMI 几无可圈可点之处。

所幸是 4 月 PMI 完全在市场预期之内。

4 月中国经济遭受了疫情冲击，供需双弱。过去一个月，市场一直密切跟踪高频指标，例如货运物流、高速拥堵、港口进港船只等，故而市场对 4 月经济走弱已经有充分的心理预期。

虽然 4 月 PMI 直观读数是历史同期最低，但我们预计疲弱的 4 月 PMI 应该不会对资本市场造成冲击。

当下可以对 5 月经济给予更多信心。

首先是 4 月政治局会议给出非常明确的积极信号。4 月经济的底层矛盾在于防疫政策对供应链造成冲击。上海疫情逐步改善，政治局会议表示“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。预计后续供应链约束将有所缓解。

其次是海外需求仍在，一旦供应链和港口运货问题解决，5 月出口及工业生产将迎来修复。只要未来全国范围内疫情可控，我们预计 5 月经济大概率较 4 月改善。

提示一点，4 月 PMI 数据显示当下中国面临较重的就业压力。年中我们将迎来毕业生季，未来就业状况或成为政策决策的重要考量。

风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；地缘政治超预期。

**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 一季度经济的三个问题——2022 年 2 月 PMI 数据点评

目 录

1 4 月应该是上半年经济至暗时刻	3
2 5 月经济迎来修复的三个好消息	3
3 未来政策重点或落脚到保就业	5
4 风险提示	6
插图目录	7

2022 年 4 月 30 日，统计局公布 4 月 PMI 数据。制造业 PMI 录得 47.4，前值 49.5；综合 PMI 为 42.7，前值 48.8。

4 月 PMI 几乎所有分项指数都迎来超季节性的大幅下滑，读数近两年来仅高于 2020 年 2 月疫情爆发时期。**整个经济状态直逼 2020 年 2 月。**

1 4 月应该是上半年经济至暗时刻

4 月中国经济承受多重压力，宏观经济景气度骤降。4 月 PMI 指数清晰描述这一点。

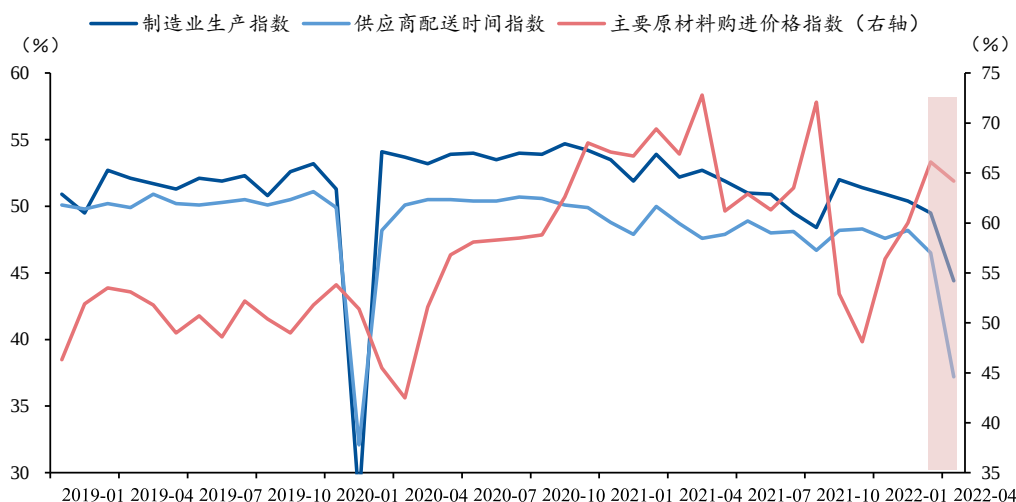
4 月供应商配送时间环比下降幅度达到 9.3 个百分点，**单月降幅直逼 2020 年 2 月**，印证 4 月全国物流供应链经历了一次较为严重的扰动。4 月 29 日，全国公路货运流量指数环比下降 23%，可作同步印证。

因为供应链约束，4 月工业生产和出口同步下降。4 月制造业 PMI 生产指数与出口新订单指数分别为 44.4 和 41.6，**均为近 10 年来历史同期最低值，仅高于 2020 年 2 月。**

受海外地缘冲突影响，国内能源及高耗能金属价格抬升。原材料购进价格指数成为制造业 PMI 分项中唯一高景气区间指数，64.2 的读数是去年三季度（政策保供）以来的次高值。

不论是制造业，还是非制造业，PMI 指标描述 4 月经济景气度为历史同期最低。

图 1：4 月经济面临的三重压力



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 5 月经济迎来修复的三个好消息

4 月经济之所以景气度急速下滑，根本的原因还是供给冲击。俄乌冲突引发上游价格高涨，国内华东疫情引发供应链和生产约束。**展望 5 月经济走势，我们需要注意到三个利好消息。**

第一，中国出口面临的外需还在。

4月出口下挫，主要原因是中国供应链和港口运货能力受到疫情影响。当我们将视线放到海外，美国等经济体仍保持着旺盛的总需求。虽然一季度美国GDP环比弱于预期，然而一季度美国经济走弱主要与俄乌冲突以及东亚疫情相关，关系美国经济动能的根本——制造业投资和地产韧性仍在。

作为参照，4月韩国、越南出口同比继续上行，印证当前全球贸易景气度仍在延续。若5月中国能够解除国内供应链压力，我们预见5月出口和工业生产较4月反弹。

第二，复工复产相关信号越发积极。

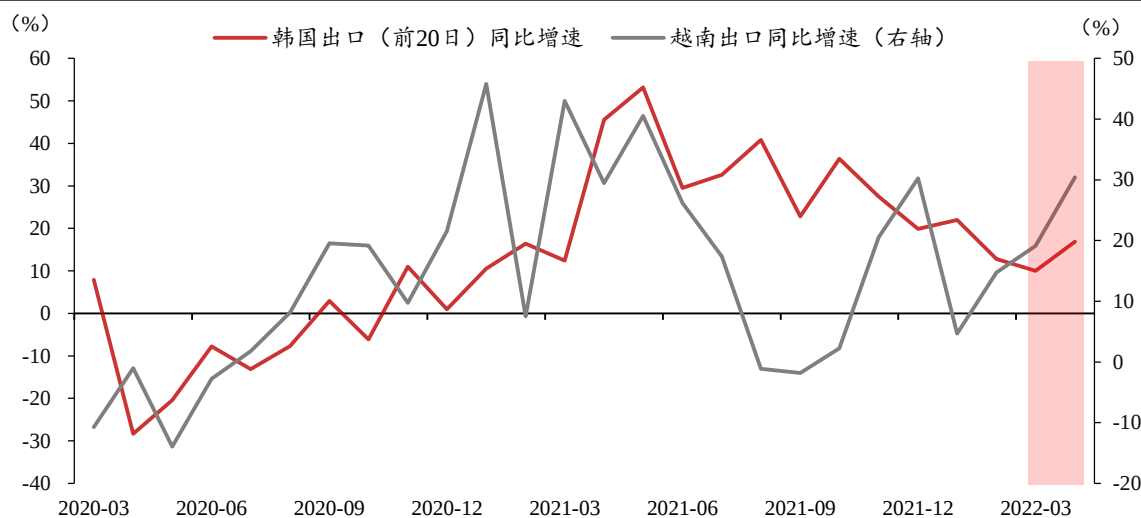
4月29日，政治局会议定调防疫需要“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”，并且明确表示确保物流和供应链修复稳定。近期上海疫情也有明显好转，4月29日，首次实现社会面清零。我们预计5月复工复产将有所推进，5月生产和出口的国内供给约束将大幅改善。4月第3周，物流出现边际改善迹象，全国货运流量指数环比转正（8.7%）。

第三，稳增长主线有政策加码迹象。

4月政治局会议充分肯定地产与基建对当前经济的重要性。预计未来基建和地产领域将迎来更多政策利好。一季度带动基建投资的主要是受疫情影响较小的中西部地区电力投资。近期，沥青和螺纹钢等表消显示传统基建相关也在4月回暖。

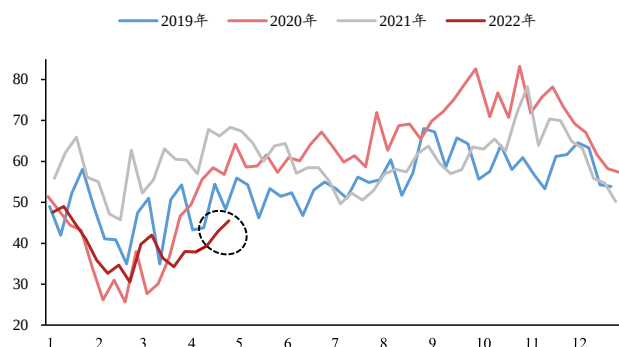
若5月疫情影响收敛，则5月经济将迎来供应链约束问题的缓解，稳增长政策推进。5月经济大概率讲有所反弹。

图2：越南、韩国出口同比仍在增长



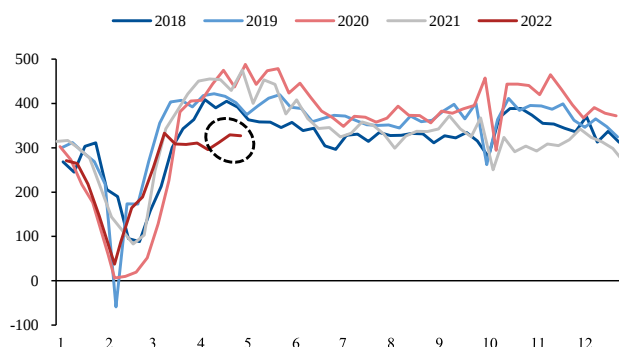
资料来源：Wind, 民生证券研究院

图 3：沥青表消近期加速上行（单位：万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：螺纹钢表消近期也在恢复（单位：万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 未来政策重点或落脚到保就业

我们一直关注 PMI 指标体系中的就业分项指标。

城镇调查失业率存在某种程度上的“失效”，原因在于调查失业率指标的统计方法及指标设计，决定了调查失业率指标无法有效契合疫中劳动力人口结构变化。综合考虑指标公布的时间频度以及指标置信度，我们建议可将 PMI 从业人员指数作为观察疫中就业状况的指标。

4 月制造业和服务业 PMI 从业人员指数分别处于历史次低水平，历史最低值是 2020 年 2 月。可以说，本轮华东疫情对就业造成的影响，显著高于以往几轮本土疫情。

年中我们将迎来毕业生旺季，就业压力或在下半年季节性走高。判断年内政策走向，就业可能是政策重点考核变量。

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_41208

