

总量研究

需求下降突出，物价环境仍不理想

——2022年4月PMI数据点评及债市观点

要点

事件

4月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别为47.4%、41.9%、42.7%，分别比3月份下降2.1、6.5和6.1个百分点。

点评

疫情致制造业PMI快速下降，仅高于危机时期水平，但物价环境不理想的局面并没有实质改善。4月份制造业PMI为47.4%，比3月下降2.1个百分点，读数为2020年2月（35.7%）以来新低，除高于2020年2月外，仅高于2008-2009年全球金融危机时期。生产受疫情冲击明显放缓。内外需回落幅度非常突出。物价环境不理想的局面并没有得到实质改善，或将影响后续经济恢复。原材料库存指数受价格影响持续下降，产成品库存指数则继续创近期新高，指示需求端的疲弱。

非制造业商务活动指数创除2020年2月外读数最低，需求下降幅度同样尤需关注。4月非制造业商务活动指数为41.9%，比3月下降6.5个百分点，41.9%的读数，是除去2020年2月（29.6%）外的最低读数，反映非制造业商务活动的疲弱。从行业来看，4月建筑业商务活动指数为52.7%，服务业商务活动指数为40.0%，均创下2020年2月以来最低。同样需要重点关注的是需求类指数的下降。4月非制造业新订单指数为37.4%，比3月下降8.3个百分点；建筑业新订单指数比3月下降5.9个百分点，服务业新订单指数比3月下降8.7个百分点，建筑业和服务业均在需求端均出现了快速下降。

债市观点

全年经济工作目标已在政府工作报告中基本明确，并且已经在4月29日政治局会议上得到再次确认。从近期债市走势来看，影响国内债市主要矛盾的还是国内基本面走势以及后续宏观政策。4月以来，10Y国债收益率整体在2.80%左右波动，但资金市场利率下降推动1Y国债收益率下行，10Y、1Y国债收益率之间利差有所扩大。政策的适度宽松与基本面的修复结合在一起，债市可能很难出现较大的交易机会，择机入场也要适时退场。对于配置型机构来说，后续可以适时配置，10Y国债收益率在2.9%时具有较强的配置价值。

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebsecn.com

相关研报

物价环境不理想或影响后续恢复——2022年3月PMI数据点评及债市观点（2022-03-31）

1、事件

2022年4月30日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了4月中采PMI指数。4月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别为47.4%、41.9%、42.7%，分别比3月份下降2.1、6.5和6.1个百分点。

2、点评

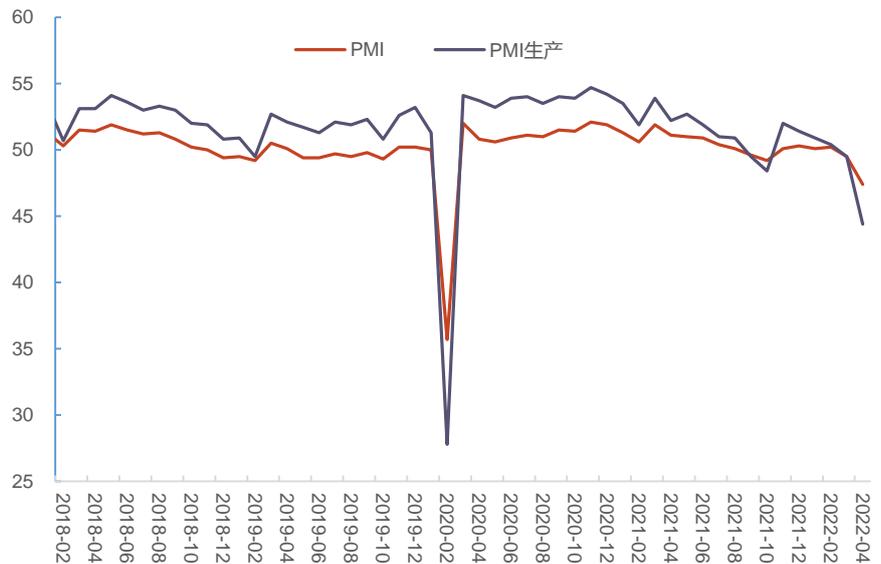
疫情致制造业 PMI 快速下降，仅高于危机时期水平，但物价环境不理想的局面并没有实质改善

4月份制造业采购经理指数为47.4%，比3月下降2.1个百分点，连续两个月低于荣枯线以下。尤其需要注意的是：单月制造业PMI 47.4%的读数为2020年2月(35.7%)以来新低，除高于2020年2月外，仅高于2008-2009年全球金融危机时期，当时2008年11月、2008年12月、2009年1月制造业PMI分别为38.8%、41.2%和45.3%。可见，当前市场景气已仅仅高于危机时期水平。

具体来看：

生产受疫情冲击明显放缓。4月PMI生产指数为44.4%，比3月回落5.1个百分点。生产活动明显放缓，显然受到疫情的冲击和影响。

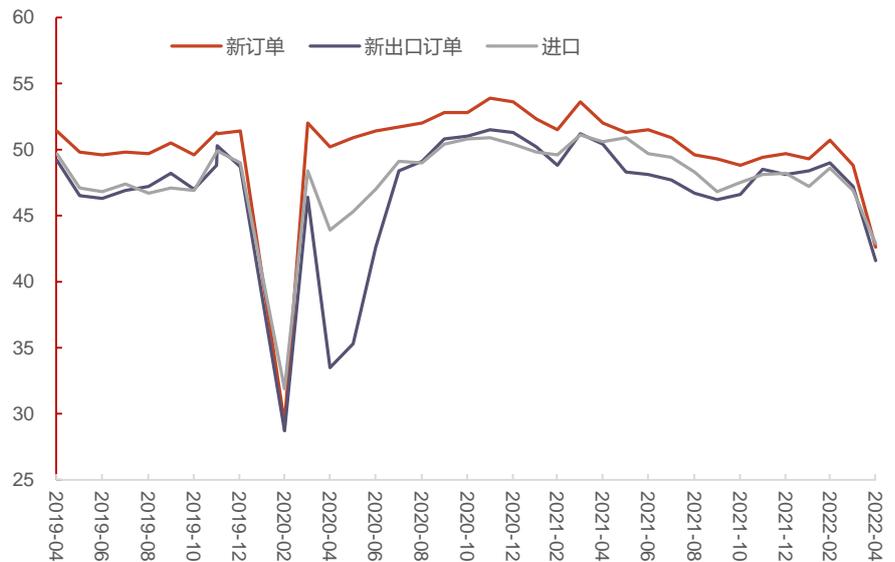
图表 1：4月制造业 PMI 和生产分项分别较上月下降 2.1、5.1 个百分点



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

内外需回落幅度非常突出。需求指数方面，4月新订单指数和出口新订单只有42.6%、41.6%，分别比3月下降6.2和5.6个百分点，在主要指数方面，回落幅度仅低于供应商配送时间指数（4月为37.2%，比3月下降9.3个百分点）。可见，疫情的冲击不仅仅使得生产放缓，也使得需求更快回落。尤其需要注意的是，在此前一段时间，由于国内疫情防控较好，不少海外订单向国内倾斜，出现了“订单归集效应”，支撑了我国出口持续处于高位。从4月出口新订单指数变动情况来看，后续我国出口走势有很大的不确定性。

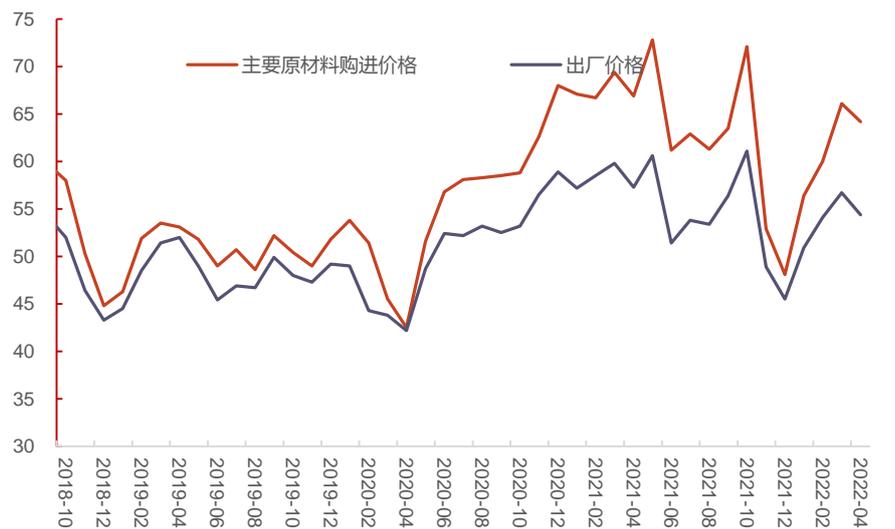
图表 2：4 月新订单、出口新订单和进口指数分别下降 6.2、5.6、4 个百分点



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

物价环境不理想的局面并没有实质改善，或将影响后续经济恢复。4 月原材料购进价格和出厂价格指数分别为 64.2%、54.4%，比 3 月下降 1.9、2.3 个百分点，说明受国际大宗商品价格大幅波动等因素影响，价格指数目前仍处在高位。另外，原材料购进价格与出厂价格指数差值为 9.8 个百分点，比 3 月还高 0.4 个百分点，且创下 2021 年 11 月以来最高值，说明物价环境不理想的局面目前并没有实质改善，在当前疫情对供需两端都冲击明显的情况下，物价环境的不理想，使得后续经济恢复的难度加大。

图表 3：4 月以来两项价格指数仍处在高位，且两者差值拉大



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

原材料库存受价格影响指数持续下降，产成品库存则继续创近期新高，指示需求端的疲弱。4 月原材料库存指数为 46.5%，比 3 月下降 0.8 个百分点，连续 4 个月下降；产成品库存指数分别为 50.3%，较 3 月上升 1.4 个百分点，连续两个月上升。在疫情冲击下，企业生产受影响，通常容易出现原材料库存上升而产成

品库存下降（如果需求下降过快，也可能出现产成品库存上升的情况）的情况，但3月、4月两个月两项库存指数却呈现与预期相反的表现，说明疫情的冲击不单仅仅影响到生产。原材料库存指数持续下降，说明原材料价格过高使得企业备货意愿不强。而产成品库存指数持续创近期新高，指示的是需求层面的疲弱。

图表 4：4 月产成品库存指数继续创 2021 年 2 月以来新高



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

不同规模企业均受到明显冲击，大型企业受冲击最大。从企业规模看，4月大型企业 PMI 为 48.1%，比 3 月下降 3.2 个百分点，降至临界点以下；中型企业 PMI 为 47.5%，比 3 月下降 1 个百分点，低于临界点；小型企业 PMI 为 45.6%，比 3 月下降 1 个百分点，继续低于临界点。

图表 5：4 月不同规模企业均受到明显冲击，大型企业受冲击最大



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

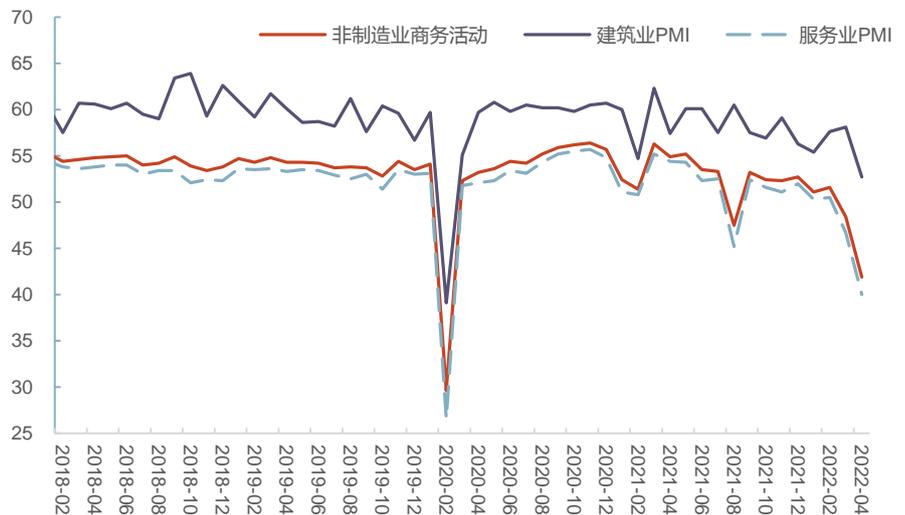
非制造业商务活动指数创除 2020 年 2 月外读数最低，需求下降幅度同样尤需关注

4 月非制造业商务活动指数为 41.9%，比 3 月下降 6.5 个百分点，连续两个月处于收缩区间。尤其需要注意的是，非制造业商务活动 41.9% 的读数，是除去 2020 年 2 月（29.6%）外的最低读数，比 2008-2009 年全球金融危机时期都低。从这一点来看，非制造业商务活动非常疲弱。

从行业来看，4 月建筑业商务活动指数为 52.7%，比 3 月下降 5.4 个百分点，景气指数维持在荣枯线以上，但创下 2020 年 2 月以来最低；服务业商务活动指数为 40.0%，比 3 月下降 6.7 个百分点，同样创下 2020 年 2 月以来最低。4 月非制造业商务活动指数扩散收缩，建筑业和服务业都是驱动因素。

同样需要重点关注的是需求指数的下降。4 月非制造业新订单指数为 37.4%，比 3 月下降 8.3 个百分点，表明非制造业市场需求明显下降。分行业看，4 月建筑业新订单指数为 45.3%，比 3 月下降 5.9 个百分点；服务业新订单指数为 36.0%，比 3 月下降 8.7 个百分点，建筑业和服务业均在需求端均出现了快速下降。

图表 6：4 月非制造业商务活动指数快速下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

整体来看，4 月国内疫情扩散，加上俄乌冲突带来的不稳定因素，企业生产经营活动受到明显冲击，从而使得经济总体景气水平快速回落。4 月 29 日政治局会

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_41294

