4 月中国宏观数据点评——经济周期探底，供需亟待改善

林琰
宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2022 年 05 月 02 日

经济周期探底，制造业和非制造业进一步收缩，综合 PMI 下行。4 月，制造业 PMI 环比下降 2.1 个百分点至 47.4%，与 Bloomberg 市场预期（47.3%）较一致。4 月，建筑业商务活动指数（52.7%）下降 5.4 个百分点、服务业商务活动指数（40.0%）下降 6.7 个百分点，两者影响下非制造业 PMI 较前期下降 6.5 个百分点至 41.9%，低于 Bloomberg 市场预期（46.0%）。疫情反弹叠加供应链受阻的双重影响，综合 PMI 从前期的 48.8%降至 4 月的 42.7%。4 月，制造业 PMI、非制造业 PMI、综合 PMI 在连续两个月收缩后，均降至 2020 年 3 月以来最低值，经济周期探底趋势明显。

主动作为实现双重目标。4 月 29 日，中共中央政治局会议强调“疫情要防住、经济要稳住”的观点。我们认为，这将有助于平衡当前“动态清零”和经济发展的双重目标，伴随供应链压力进一步缓解，我们预计制造业和建筑业将逐步从供给冲击中恢复、而内需提振带来的需求改善将是制造业和建筑业加快扩张的驱动力；服务业仍将受疫情拖累、但继续下行的空间有限。

需求进一步回落，制造业被动补库存压力上升。4 月，制造业新订单指数下降 6.2 个百分点至 42.6%，为 2020 年 3 月以来最低值，显示制造业需求进一步回落。外需方面，海外生产恢复逐渐替代国内出口订单，制造业新出口订单指数继续下探，从前期的 47.2%降至 4 月的 41.6%。整体需求疲软的背景下，制造业原材料和产成品库存指数出现分化：4 月，原材料库存指数下降 0.8 个百分点至 46.5%，产成品库存指数回升 1.4 个百分点至 50.3%，原材料库存和产成品库存指数的继续分化，反映出需求疲软导致去库存放缓，制造业被动补库存压力有所上升。

制造业库存承压拉低生产，叠加供应链受阻的影响，采购、进口进一步下降。4 月，产成品库存与新订单指数的差额从前期的 0.1 个百分点扩大至 7.7 个百分点，显示出制造业库存压力上升。库存承压导致制造业生产继续走弱，生产指数从前期的 49.5%降至 4 月的 44.4%，为 2020 年 3 月以来最低值。4 月，疫情防控对供应链的负面冲击加大，制造业供应商配送时间指数降至 37.2%，仅略高于 2020 年 2 月的 32.1%。生产走弱叠加供应链

主要数据（%）	4 月	3 月	2 月
制造业 PMI	**47.4**	**49.5**	**50.2**
新订单	42.6	48.8	50.7
新出口订单	41.6	47.2	49.0
在手订单	46.0	46.1	45.2
生产	44.4	49.5	50.4
从业人员	47.2	48.6	49.2
采购量	43.5	48.7	50.9
进口	42.9	46.9	48.6
供应商配送时间	37.2	46.5	48.2
原材料库存	46.5	47.3	48.1
产成品库存	50.3	48.9	47.3
主要原材料购进价格	64.2	66.1	60.0
出厂价格	54.4	56.7	54.1
生产经营活动预期	53.3	55.7	58.7
非制造业 PMI	**41.9**	**48.4**	**51.6**
新订单	37.4	45.7	47.6
新出口订单	42.7	45.8	48.1
在手订单	41.2	42.8	44.1
从业人员	45.4	47.1	48.0
供应商配送时间	42.8	45.2	49.8
存货	43.9	45.9	46.6
投入品价格	53.7	55.9	53.9
销售价格	48.9	51.1	49.8
业务活动预期	53.6	54.6	60.5
综合 PMI	**42.7**	**48.8**	**51.2**

资料来源：国家统计局，浦银国际

相关报告：

《3 月中国宏观数据点评——经济周期底部、疫情反弹高点，制造业和服务业明显收缩》（2022-03-31）

《2022 年政府工作报告——“主动作为”，稳住的不只是增长》（2022-03-07）

扫码关注浦银国际研究

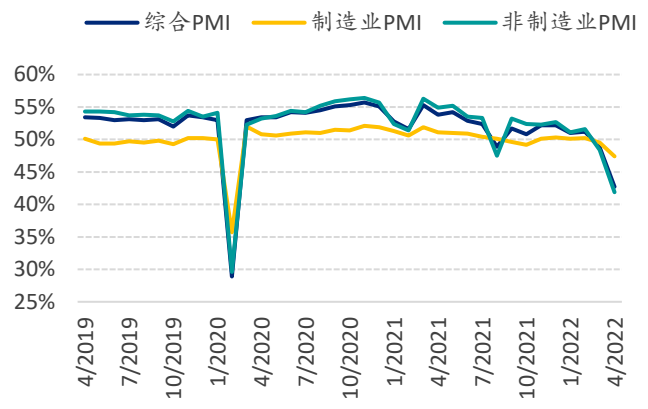
本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

受阻的双重影响下，4 月，制造业采购量指数（43.5%）和进口指数（42.9%）较前期分别下降 5.2 和 4.0 个百分点。

不同规模制造业企业复苏暂缓，大型企业 PMI 为 2020 年 3 月以来首度收缩。4 月，大型企业 PMI 下降 3.2 个百分点至 48.1%，为 2020 年 3 月以来首次降至荣枯线下。4 月，中型企业 PMI（47.5%）和小型企业 PMI（45.6%）均下降 1.0 个百分点。不同规模企业复苏暂缓受到供需两端不同程度的影响。根据 4 月新订单指数的变动幅度，需求端对大型企业的冲击更明显：大型企业（-7.3 个百分点）、中型企业（-5.6 个百分点）、小型企业（-4.7 个百分点）；根据 4 月供应商配送时间指数的变动幅度，供给端对小型企业的冲击更明显：大型企业（-8.8 个百分点）、中型企业（-9.5 个百分点）、小型企业（-10.3 个百分点）。

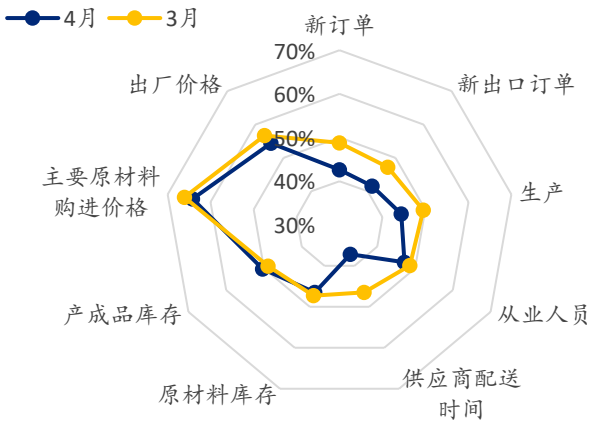
稳定预期，关注供需的改善。4 月，建筑业（57.0%）、制造业（53.3%）、服务业（53.0%）的预期指数仍处于荣枯线上，但较前期分别下降 3.3、2.4、0.6 个百分点。4 月，服务业预期指数降幅已明显收窄（3 月降幅为 6.0 个百分点），我们预计在实现疫情有效稳控的情况下，服务业继续收缩的空间有限。4 月，建筑业商务活动指数（52.7%）下降 5.4 个百分点，主要受到建筑业新订单指数（45.3%）和建筑业从业人员指数（43.1%）的拖累，我们预计在财政支出力度边际加大的情况下，建筑业扩张趋势将边际加快。对于制造业，我们认为在供应链逐步恢复后，制造业的进一步扩张将取决于需求改善，不同于 2021 年出口驱动，2022 年制造业的增长动力将更多地依赖于内需。

图表 1：制造业和非制造业继续收缩，影响综合 PMI 显著下行



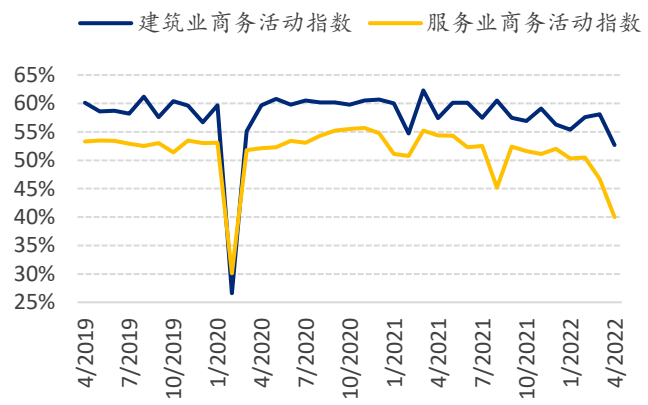
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 2：2022 年 3-4 月，制造业 PMI 部分分项变动情况



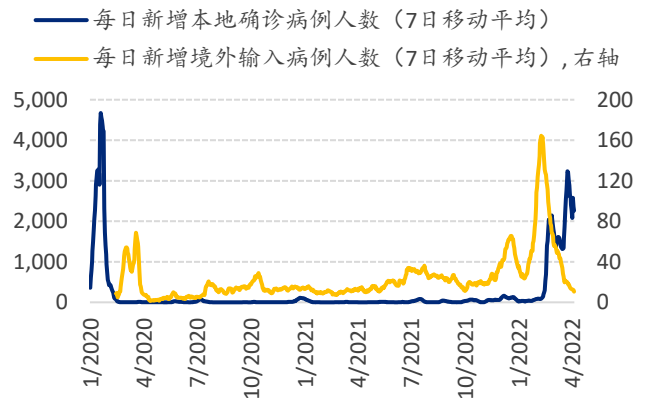
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 3：非制造业中，建筑业和服务业商务活动指数受疫情影响显著下滑



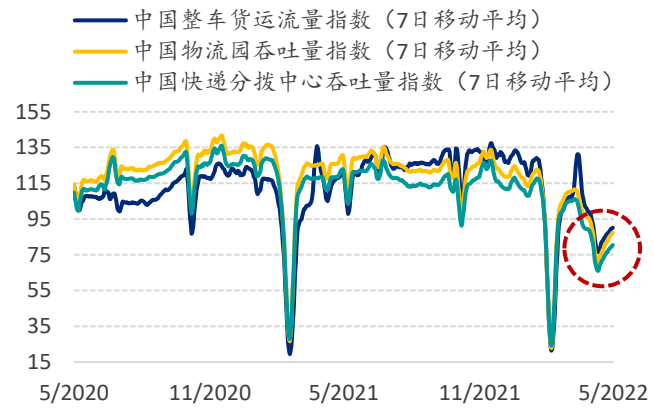
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 4：2020 年 1 月至今，全国新冠肺炎新增确诊病例详情



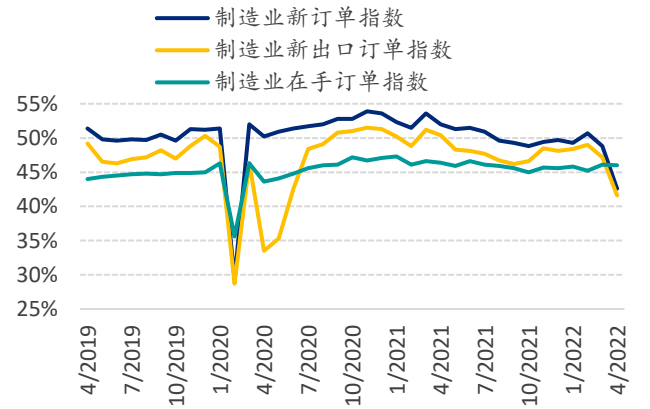
注：数据截至 2022 年 4 月 30 日　　资料来源：Wind，浦银国际

图表 5：政策指导下，2022 年 4 月下旬公路货运已有边际改善迹象



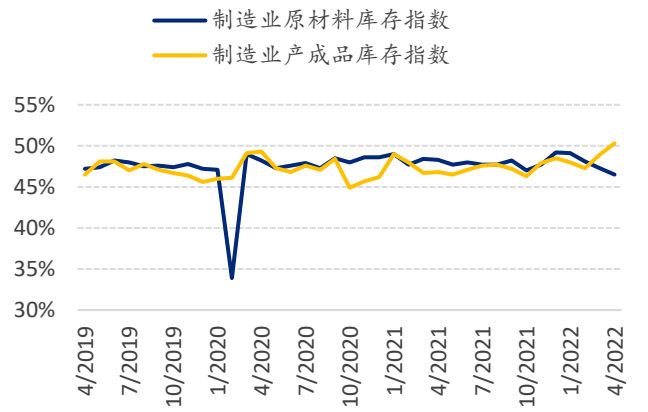
注：数据截至 2022 年 4 月 30 日　　资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 6：需求显著回落，制造业新订单和新出口订单指数继续大幅下行



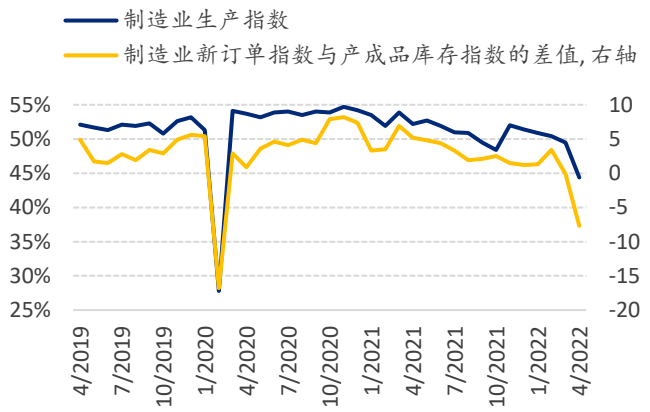
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 7：原材料库存和产成品库存指数继续分化，制造业被动补库存压力上升



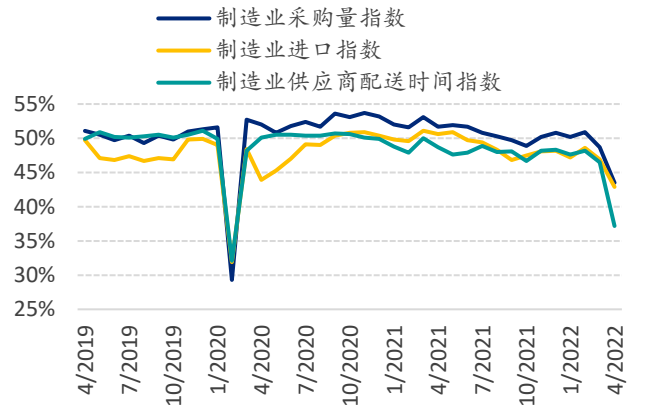
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 8：制造业库存承压导致生产指数继续下行



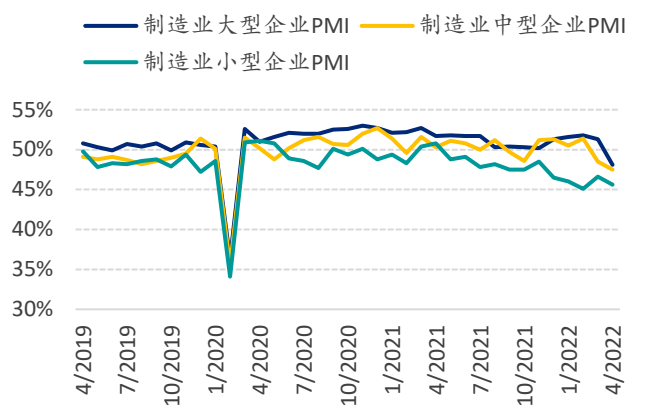
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 9：生产放缓叠加配送时间拉长，制造业采购量和进口指数下行



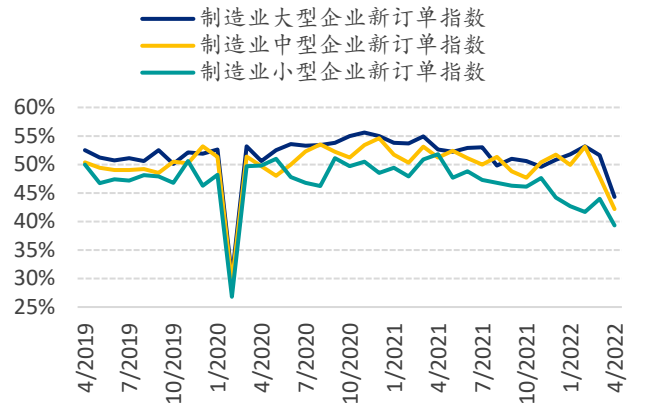
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 10：不同规模制造业企业复苏暂缓，大型企业 PMI 为 2020 年 3 月以来首度收缩



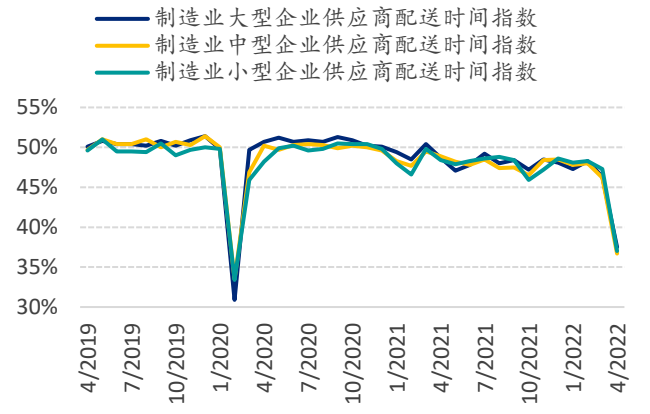
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 11：不同规模企业复苏暂缓受到供需两端不同程度的影响，需求端对大型企业的冲击更明显



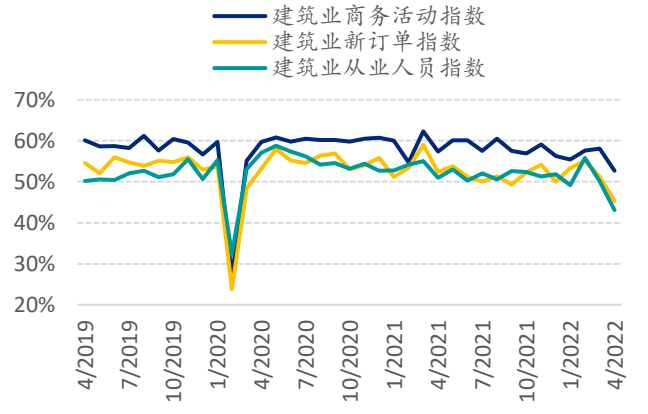
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 12：不同规模企业复苏暂缓受到供需两端不同程度的影响，供给端对小型企业的冲击更明显



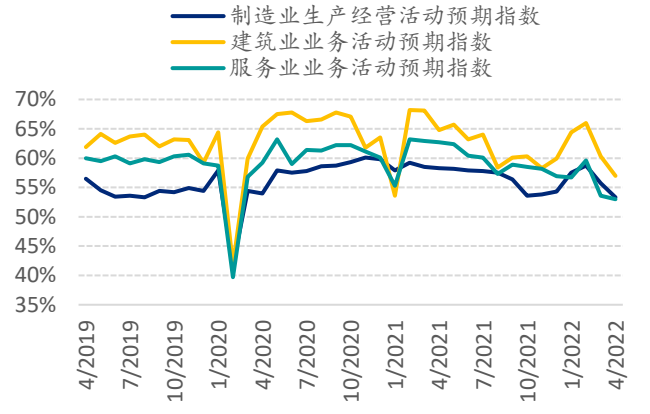
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 13：建筑业商务活动指数下降，主要受到新订单指数和从业人员指数的拖累



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 14：制造业生产经营活动预期指数、建筑业和服务业业务活动预期指数边际走弱



资料来源：Macrobond，浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此，浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此，本报告不会向英国公众人士派发，亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合资格投资者(按照金融服务及市场法的涵义），即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“持有”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写（ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻
stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政
sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

陈岑
angel_chen@spdbi.com
852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼