

至暗时刻或已度过

——4月PMI数据点评 20220430

报告日期：2022-04-30

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：张伟

执业证书号：S0010522030003

电话：18811507660

邮箱：zhangwei@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 事件：

4月30日，统计局公布2022年4月PMI数据。4月，中国制造业采购经理指数（PMI）为47.4%，比上月下降2.1个百分点；非制造业商务活动指数为41.9%，比上月下降6.5个百分点。

● 4月PMI描绘出怎样的宏观景象？

整体来看，本轮疫情对宏观经济的冲击仅次于2020年2月，4月PMI数据全线转弱，多数指标创下后疫情时代的新低，**疫情导致的供需双弱、供应链受阻、预期回落是主要拖累因素。**

具体来看，本月制造业供需继续走弱，剔除供应链影响下的PMI数据为近十年次低，产成品被动累库、生产动能指数恶化的基本面并未发生改变，同时弱预期下企业用工及备料均继续放缓。大型企业在本轮疫情中同样未能幸免于难，不同规模企业景气度整体下挫。服务业景气度跌入底部，建筑业在基建超前发力的政策作用下继续对整体形成支撑。总体来看，在本轮全国疫情反复的冲击下，4月PMI全线转弱，考虑到疫情拐点渐进，政治局会议明确经济运行目标，因此大概率是全年经济运行的底部，预计后续政策加码将以结构性政策提质增效为主，但由于疫情不确定性较大，因此短期内疫情对经济的影响或将超过结构性政策。

◆ 供需延续双弱，供应链受阻大幅拖累生产经营。

4月，制造业新订单指数录得42.6%，环比回落6.2pct，较过去5年同期均值低出9.2pct，继3月后再度出现超季节性下跌，表明疫情冲击仍在延续，影响程度更超前月。本月新出口订单指数录得41.6%，较前值回落5.6pct，从原因来看，一方面，俄乌冲突作用下可能导致全球需求回落，另一方面，疫情导致国内主要港口出海条件恶化，替代效应作用下中国出口份额存在被东南亚部分国家挤压的可能。此外，新出口订单跌幅小于新订单指数，亦表明内需收缩是影响总需求的主要原因。

本月生产指数较前月回落5.1pct至44.4%，主要系需求持续承压与防疫停产政策延续所致。产成品库存指数较上月回升1.4pct至50.3%，尽管回归景气区间，但在供需双弱的背景下，指数回升表明企业当前仍处于被动累库的阶段，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数继上月大幅

回落 3.5pct 后，本月再度下行 7.6pct，企业生产意愿再受重挫。

逆指数供货商配送时间指数大幅回落 9.3pct 至 37.2%，供货周期再度拉长，结合当前弱预期的背景，指数回落表明疫情对供应链影响进一步加剧；同时由于该指数在合成时采取逆运算，因此该指数因供应链受阻而非经济过热导致的大幅下行反而会使得 PMI 虚高，在假设该指数较前月持平后，我们测算出调整后的 PMI 为 46.0%，该数值为近十年次低，仅高于 2020 年 2 月，需要关注其对 5 月经济运行的扰动。

◆ 价格指数小幅回落，预计 4 月 PPI 或在 7.7% 左右。

本月 PMI 价格指数较前月有所回落，出厂价格与原材料购进价格指数分别较前月回落 2.3pct 与 1.9pct，但整体仍位于临界值以上，其中原材料价格指数仍处于 60% 以上的快速扩张区间，下游企业利润空间仍在被压缩，从原因来看，本月主要大宗商品价格整体震荡，其中煤炭、钢铁等商品在基建超前发力背景下价格环比上行。根据两大价格指数与 PPI 环比的相关性，我们对 4 月 PPI 进行了测算，测算结果显示，4 月 PPI 环比涨幅或有回落，预计 4 月 PPI 同比或将落在 7.7% 左右。

◆ 预期再度弱化，用工及备料放缓。

本月制造业企业经营预期较前值下行 2.4pct 至 53.3%，较去年同期下降 5.0pct，较过去 5 年均值下降 3.5pct，均表明当前企业对未来生产经营仍抱有较大的不确定性。

预期转弱下企业用工及备料均有所回落。本月制造业采购与进口指数分别较上月回落 5.2pct 与 4.0pct，录得 43.5% 与 42.9%，原材料去化仍在加速过程中，本月原材料库存指数再度较上月回落 0.8pct，连续 5 个月出现下降；另一方面，从业人员指数较上月回落 1.4pct 至 47.2%。总体来看，在疫情冲击下企业对未来预期的不确定性增加，出于谨慎考虑选择谨慎备料以及缩减用工规模，后续需要继续关注稳增长、稳就业等政策发力效果。

◆ 大型企业景气度落入收缩区间，后疫情时代首次。

本月不同规模制造业企业景气度整体下挫，其中大型企业景气度大幅回落 3.2pct 至 48.1%，中小型企业景气度均较前月回落 1.0pct，分别录得 47.5% 与 45.6%。需要注意的是，大型企业 PMI 自 2020 年 2 月以来首次落入收缩区间，结束了连续 25 个月的扩张。自 2020 年初新冠疫情在我国大范围扩散后，大型企业凭借其雄厚的资源调配能力，较好得抵御了疫情冲击，并最大可能保存持续经营能力，从而在后疫情时代迅速实现恢复，并抢占中小型企业市场份额。但在本轮疫情中，大型企业也未能幸免于难，我们认为主要原因在于三方面，首先是需求侧的大幅转弱；其

次，疫情导致供应链受阻，导致企业生产被动转弱；最后，本轮疫情集中于上海、深圳等经济相对发达地区，同样是大型企业集中区域。除大型企业外，中小型企业再度受困，除需求转弱、供应链受阻外，中小型企业由于自身较弱的议价能力，应对输入性通胀压力的能力较弱，更加剧该部分企业生产经营困难程度。后续来看，本轮疫情拐点大概率渐进，疫情影响有望在 5 月结束，同时今年以来减税降费、各项再贷款政策持续发力，4 月政治局会议再度强调要“加快落实已经确定的政策”，预计会对中小企业景气度回升形成有力支撑。

◆ 服务业景气度再度触底，建筑业仍在支撑经济。

非制造业方面，商务活动指数录得 41.9%，较上月大幅回落 6.5pct。其他分类指标全线回落，其中新订单指数大幅回落 8.3pct 至 37.4%，需求侧大幅走弱，弱需求下企业预期回落 1.0pct 至 53.6%；投入品价格与销售价格指数均较上月回落，其中销售价格指数落入收缩区间。

分行业来看，服务业商务活动指数大幅回落 4.7pct 至 40.0%，为 2020 年 2 月以来的新低，其中新订单指数较前值下行 8.7pct 至 36.0%，主要系疫情影响了服务型消费。建筑业商务活动指数大幅回落 5.4pct 至 52.7%，但整体仍在扩张区间，基建超前发力影响下仍对经济活动形成一定支撑作用，但新订单指数较前月回落 5.9pct 至 45.3%，跌入临界值以下，表明当前建筑业的景气度支撑主要来自存量项目，需求侧仍对建筑业景气度形成拖累。

● 投资策略：缩短久期、杠杆套息、静候拐点。

在疫情冲击引发的供需双弱、供应链受阻以及预期回落的影响下，4 月 PMI 全线下挫。后续来看，当前全国疫情拐点渐进，疫情影响有望在 5 月逐步减弱；4 月政治局会议强调要“努力实现全年经济目标”，同时“加快落实已经确定的政策”，我们认为，尽管今年遭遇地缘政治以及疫情反复的意外冲击，但约束方面同样较多，因此额外政策出台会相对审慎，预计在政策方面或更多以结构性加码为主，但由于疫情不确定性较大，因此短期来看疫情对经济的影响或将超过结构性政策。

在降准降息预期落空以后，当前支撑债市的主要是宽松的流动性环境，4 月 DR007 持续处于 1.6% 附近，明显低于 7 天逆回购利率。这一方面与央行在稳增长背景下对流动性合理充裕的呵护有关，另一方面也与疫情之下银行信贷投放受阻导致资金缺少出口有关。

当前的债市与 2020 年颇有相似之处——都面临疫情的意外冲击、流动性都较为宽裕、稳增长政策蓄势待发。参考 2020 年，我们认为需要警惕接下来利率债的调整风险，变盘可能会出现在本轮疫情受控的时间节点。当前，稳增长的时间窗口越来越窄，在经济社会秩序恢复正常以

后，各项政策预计将迅速落地，从而驱动宽信用由当前的被动转向主动，进而带来利率债的调整压力。

但当前与 2020 年也有两处不同：①5 月的流动性压力可控，一方面是上海疫情的完全结束可能要等到 5 月下旬或 6 月初，另一方面是 5 月的政府债供给压力仍然较小。②从本次会议整体来看，稳增长的确切性是存在的，但所面临的形势较 2020 年更加复杂（出口、地产周期处于相反位置），同时总量政策的动用也更加审慎，意味着对债市的利空程度要小于 2020 年。

因此，我们建议：**短期来看**，疫情受控前保持短久期加杠杆套息仍是最佳策略，考虑到宽货币预期落空后利率震荡方式或不再对称，波段交易的难度较此前有所加大；**中期来看**，暂时要适度规避利空，配置资金对长久期债券的建仓仍然需要等待，10 年国债 2.9%-2.95% 可以开始积极布局，3.0% 则预计将是未来调整的上限。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

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_41197

