

从 PMI 季节偏离度看疫情冲击

报告日期: 2022-04-30

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_弱现实不改强预期——1月PMI点评》2022-01-30
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_现实弱改善,预期仍偏强——2月PMI点评》2022-03-01
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_我们为什么看好基建?》2022-03-02
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观专题_地产需求投资两弱,保障性安居工程能力挽狂澜吗?》2022-03-29
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_“量跌价升”背后的近忧与远虑》2022-03-31
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_内外冲击下企业利润结构更趋分化》2022-04-28
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_百年变局之下,坚定看多中国——4月政治局会议点评》2022-04-29

主要观点:

●事件: 4月官方制造业 PMI 47.4%, 预期 48%, 前值 49.5%; 4月官方非制造业 PMI 41.9%, 预期 46%, 前值 48.4%。中国企业经营状况指数(BCI)为 40.8%, 前值 51.3%。

●核心结论:

4月经济景气度全面回落。首先, 疫情对制造业的超季节性拖累有所加深, 供需、内外需的分化并不明显, 即总体均大幅低于季节性表现, 延续“量跌价涨”、物流受阻和被动累库特征。其次, 非制造业景气度走弱, 其中服务业 PMI 大幅回落, 建筑业 PMI 小幅回落但仍处于景气区间。疫情对服务业 PMI 的超季节性拖累达到 13.1 个百分点, 地产销售降幅扩大, 接触性服务业景气度继续下滑。建筑业景气度仍位于扩张区间, 但受疫情影响, 4月扩张放缓且低于季节性; 在政策加码支持下, 预计后续新老基建将齐发力, 基建高增确定性仍强。再次, BCI 指数显示疫情对民企造成严重冲击, 就业延续恶化。最后, 根据 4月 PMI 偏离季节性的幅度大致测算, 疫情对二季度经济的拖累可能为 1-1.4 个百分点。也就是说, 考虑此前市场对二季度 GDP 同比的基准假设为 5.0% 左右, 那么在疫情维持现状的情况下, 实际的二季度 GDP 同比可能落在 3.5%-4.0% 之间。

●报告正文:

从 3 月实际数据来看, 我们基于 PMI 各分项与季节性的偏离度测算疫情对 GDP 的影响效果较好, 即采用生产法和 PMI 偏离季节性预测一季度 GDP 同比为 4.8%, 较为准确。因此 4 月数据我们仍采取这种分析方法, 推算疫情对经济影响的程度。

●一、制造业: 疫情对制造业的超季节性拖累有所加深, 供需、内外需的分化并不明显, 即总体均大幅低于季节性表现, 延续“量跌价涨”、物流受阻和被动累库特征。

4月制造业景气度继续大幅回落, 制造业 PMI 为 47.4%, 较前值回落 2.1 个百分点, 低于 2016-2019 年同期均值 3.3 个百分点。疫情对制造业影响有几个显著特点: 1) 以偏离季节性的程度看, 疫情对 4 月经济造成的影响大幅高于 3 月, 甚至可达到 3 月的两倍; 2) 供需看, 疫情对需求的超季节性冲击略大于供给; 3) 内外需看, 疫情对内需、外需的冲击均较重, 分化不大; 4) 物流更加受阻, 产成品被动累库; 5) 延续“量跌价涨”。

1、供给端, 疫情对 PMI 生产的超季节性冲击为 8.4 个百分点。4 月 PMI 生产为 44.4%, 较前值大幅回落 5.1 个百分点, 跌幅扩大, 且已经低于 2021 年 8-9 月限产限电的位置, 但高于 2020 年 2 月疫情最初爆发的 27.8%。疫情对生产的拖累不仅体现在环比 3 月的变化, 更体现在超季节性的下滑上。上月报告我们指出 3 月往往是节后开工旺季, 但今年 3 月制造业 PMI 和 PMI 生产不仅较 2 月回落, 更是分别低于 2016-2019 年均值(后文简称季节性) 1.5 和 3.6 个百分点。4 月我们继续以各项与季节性的偏离度衡量疫情的超季节性影响, 则 4 月制造业 PMI 和 PMI 生产指数分别较季节性低 3.3 和 8.4 个百分点, 偏离季节性的幅度进一步加大, 指向疫情对生产的冲击加深。高频数据显示, 4 月各行业生产跌多涨少, 其中 4 月秦皇岛港煤炭日平均库存、PTA 开工率、主要钢材社会库存、全钢胎开工率较上月下降; 螺纹钢周平均产量回升; 除华北、西北外, 其余大多数地区水泥平均价较 3 月下降。

2、需求端, 疫情对 PMI 新订单和新出口订单的超季节性冲击分别为 9.3 和 8.6 个百分点, 对内需的超季节性冲击略大于外需。4 月 PMI 新订单、新出口订单分别较上月回落 6.2 和 5.6 个百分点至 42.6%、41.6%, 需求回落幅度扩大, 且内需回落幅度略大于外需。同样以该项指标偏离季节性的程度来衡量, 则 4 月 PMI 新订单和新出口订单分别较 2016-2019 年均值(也即季节性) 低 9.3 和 8.6 个百分点, 偏离季节性的幅度较 3 月明显提升。近期疫情和国际地缘政治冲突对企业出口订单造成较大拖累, 且 4 月波罗的海干散货指数(BDI)环比下降 10% 左右, 中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比下降 6% 左右, 叠加 4 月出口基数较高(2021 年 4 月出口同比两年复合增速为 16.7%), 预计 4 月中国出口增速将有较大下滑。此外, 4 月 PMI 进口回落 4 个百分点至 42.9%, 较季节性低 7 个百分点, 表明内需回落对进口需求的拖累也强于 3 月。

3、物流受阻加剧。4 月 PMI 供货商配送时间较前值大幅下降 9.3 个百分点至 37.2%, 仅略高于 2020 年 2 月疫情爆发初期, 较 2016-2019 年均值(也即季节性) 大幅降

低 13 个百分点，表明配送速度减缓，配送时间延长。3 月上旬以来，江苏、浙江和上海的整车货运流量指数同比持续下降，其中上海受疫情影响最严重，同比降幅在 80% 左右，江苏降幅为 40%，浙江降幅约为 20%。4 月以来，百城拥堵延时指数平均同比下降 3.77%，十城地铁客运量平均同比下降 44.83%。此外，疫情爆发以来东北和华东等地出现物流运输、原材料供应困难加大等情况。

4、相较于供需指标，预期指数短期回落幅度较小。4 月 PMI 生产经营活动预期指数回落 2.4 个百分点至 53.3%，低于 2016-2019 年同期均值 3.3 个百分点。

5、库存方面，产成品继续被动累库。4 月 PMI 原材料库存回落 0.8 个百分点至 46.5%，产成品库存回升 1.4 个百分点至 50.3%，延续反映了上游生产回落、原材料价格维持高位，加剧了原材料库存的消耗；而疫情拖累下游需求，且供应链受阻，产成品销售不畅，导致了产成品被动累库。

6、价格指数扩张速度放缓，但整体仍维持高位，我们测算 4 月 PPI 同比可能仍在 7.9% 左右的高位。鉴于俄乌冲突未见缓解，国内扩基建、稳地产政策加码，上游原材料价格总体可能难以顺畅下行（不过疫情反复可能对需求存在干扰），提示 PPI 同比回落速度可能偏慢。价格指数扩张速度放缓，但整体仍维持高位。4 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别较前值回落 1.9、2.3 个百分点至 64.2%、54.4%，连续 4 个月位于扩张区间且数值较高。结合高频数据来看，截至 4 月 15 日的生产资料价格指数环比回升 1.8%，4 月南华工业品指数和 CRB 工业原料现货指数分别环比回升 1.8% 和 1.7%，预计 4 月 PPI 环比可能在 0.5% 左右，同比回落至 7.9% 左右。此外，PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为 -9.8%（前值 -9.4%），负缺口连续四个月回升，中下游行业成本压力继续加大。行业方面，根据统计局数据，4 月石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业价格指数维持在 60% 以上高位。从高频数据来看，4 月 NYMEX 天然气环比大幅涨价 35.5%，焦煤环比涨价 3%，铁矿石环比涨价 7.8%，原油、铝价格环比小幅下跌。往后看，鉴于俄乌冲突仍在持续，国内扩基建、稳地产政策加码，上游原材料价格总体可能难以顺畅下行（不过疫情反复可能对需求存在干扰），提示 PPI 同比回落速度可能偏慢。

7、行业依旧分化。根据统计局解读，4 月 PMI 总体较弱，但保障基本民生的农副食品加工、食品及酒饮料精制茶，以及非金属矿物制品、铁路船舶航空航天设备等行业 PMI 处于扩张区间。

总体看，疫情对制造业的影响有几个特点：1) 幅度上：以偏离季节性的程度看，疫情对 4 月经济造成的冲击大幅高于 3 月，可能为 3 月的两倍，即大多数供需指标偏离季节性的幅度在 8-9 个百分点，然而 3 月为 3-4 个百分点。2) 供需看：疫情对需求的超季节性冲击略大于生产；3) 内外看：疫情对内需、外需的冲击均较重，以各项指标与季节性的偏离度衡量，PMI 新订单和 PMI 进口向下偏离度与 PMI 新出口订单均较高，且差别不大；4) 物流受阻：疫情对物流造成更严重的冲击，叠加需求下滑，也造成了产成品被动累库；5) 延续“量跌价涨”，表征“量”的指标全面下滑，表征“价”的指标仍位于扩张区间。

● 二、非制造业：非制造业景气度走弱，其中服务业 PMI 大幅回落，建筑业 PMI 小幅回落但仍处于景气区间。疫情对服务业 PMI 的超季节性拖累达到 13.1 个百分点，地产销售降幅扩大、接触性服务业景气度继续下滑。建筑业景气度仍位于扩张区间，但受疫情影响，4 月扩张放缓且低于季节性；在政策加码支持下，预计后续新老基建将齐发力，基建高增确定性仍强。

4 月非制造业 PMI 商务活动指数环比大幅回落 6.5 个百分点至 41.9%，且这一水平已经低于 2021 年 8 月，较 2021 年同期大幅回落 13 个百分点，也比 2016-2019 年同期均值低 12.3 个百分点。

1、服务业：疫情对服务业 PMI 的超季节性拖累达到 13.1 个百分点。服务业 PMI 大幅回落 6.7 个百分点至 40.0%，是 2020 年 2 月以来最差，较 2016-2019 年同期均值低 13.1 个百分点。根据统计局披露，受疫情影响，运输、住宿、餐饮等行业商务活动指数仍处于低位收缩区间；批发、邮政、金融等行业降至收缩区间；但传媒、互联网则继续位于扩张区间。与 2016-2019 年同期均值（季节性）相比，服务业新订单较季节性下滑 13.7 个百分点，低于季节性的幅度是 3 月的两倍。分项指标对比，以偏离季节性的程度为参考标准，疫情对服务业的拖累主要体现在需求端，对预期、就业、和销售价格也有小幅拖累。此外，地产景气度仍差，4 月 30 个大中城市商品房成交面积同比下滑 55%（1 月为下降 29%、2 月下降 26%、3 月下降 47%），地产政策趋宽，但受疫情等影响，景气回升仍需等待。

2、建筑业：建筑业 PMI 位于扩张区间，景气度仍高；但较 3 月和季节性回落，应是受疫情影响。在政策加码支持下，预计后续新老基建将齐发力，基建高增确定性仍

强。建筑业 PMI 回落 5.4 个百分点至 52.7%，仍处于扩张区间，与重大基础设施建设适度超前有关；但 4 月扩张速度放缓，且低于 2016-2019 年同期均值 7.7 个百分点，可能与疫情拖累有关。数据显示，疫情爆发以来，华东地区水泥发运率明显下降。从分项指标来看，4 月 PMI 建筑业新订单指数环比回落 5.9 个百分点至 45.3%，业务活动预期指数回落 3.3 个百分点至 57%，且两者分别低于季节性 8.6 和 8 个百分点。往后看，我们继续看好基建的稳增长作用。4.26 日中央财经委员会会议强调“全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系”，4.29 政治局会议提出“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，全面加强基础设施建设”，建筑业业务活动预期指数仍在 57% 的扩张区间运行，指向预期仍强，我们预计新老基建齐发力，基建高增确定性进一步增强。

● 三、疫情对民企造成严重冲击，就业延续恶化。

1、分企业类型看，PMI 中大型企业降幅扩大，中小企业景气度维持低位；BCI 指数显示疫情对民企造成严重冲击，甚至冲击幅度可比肩 2020 年 2 月。4 月 PMI 大型企业、中型企业、小型企业分别回落 3.2、1.0、1.0 个百分点至 48.1%、47.5%、45.6%。BCI 指数显示疫情对民营企业造成严重冲击，甚至可比肩 2020 年 2 月。4 月中国企业经营状况指数 (BCI) 较前值回落 10.5 个百分点至 40.8%，仅略高于 2020 年 2 月的 37.3%，低于季节性 20 个百分点。其中销售前瞻指数、利润前瞻指数、融资环境指数、库存前瞻指数分别较前值回落 20.3、17.9、4.3、1.3 个百分点至 47%、35.3%、41.9%、40.7%；销售、利润前瞻指数创 2020 年 4 月以来新低，且基本低于季节性 30 个百分点；融资环境指数与 2020 年 2 月大致持平。在外有俄乌冲突、内有疫情反复的扰动下，民企受到严重冲击。如我们在 3 月企业利润数据中所见，一季度工业企业利润呈现明显的“国强民弱”，“上中游升，下游降”的格局，而民企、下游制造消费企业是稳就业主力，因此更需政策做好保市场主体、稳就业的安排。

2、就业延续恶化：疫情冲击下，4 月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别较前值回落 1.4、0.8、7 个百分点至 47.2%、45.8%、43.1%。

● 四、根据 4 月 PMI 偏离季节性的幅度大致测算，疫情对二季度经济的拖累可能为 1-1.4 个百分点。也就是说，考虑此前市场对二季度 GDP 同比的基准假设为 5.0% 左右，那么在疫情维持现状的情况下，实际的二季度 GDP 同比可能落在 3.5%-4.0% 之间。

与《“量跌价升”背后的近忧与远虑》类似，我们同样以制造业 PMI 中的生产指数、PMI 建筑业和 PMI 服务业指数偏离季节性均值的程度，来衡量疫情对 4 月第二产业和第三产业的冲击。测算表明 4 月工业、建筑业、服务业较季节性的偏离度约为 16%、13% 和 25%，将此作为代理指标，衡量疫情对各行业增量的影响比重。如果简单以 2016-2019 年同期的第二产业、第三产业增长为基准，则按照 4 月 PMI 反映的疫情拖累程度，对二季度 GDP 向下冲击可能为 1.4 个百分点左右；如果简单以 2020-2021 年同期的第二产业、第三产业增长为基准，则对二季度 GDP 向下冲击可能为 1.0 个百分点左右。粗略估计，如果疫情维持现状，疫情对今年二季度 GDP 的拖累可能为 1-1.4 个百分点。也就是说，如果此前市场对二季度 GDP 同比的基准假设为 5.0% 左右，那么在疫情维持现状的情况下，实际的二季度 GDP 同比可能落在 3.5%-4.0% 之间。

● 风险提示

地产下行速度超预期，疫情演化超预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 制造业 PMI 相关指标

单位: %	PMI	PMI:生产	PMI:新订单	PMI:新出口订单	PMI:进口	PMI:原材料库存	PMI:产成品库存	PMI:主要原材料购进价格	PMI:出厂价格	PMI:供货商配送时间	PMI:生产经营活动预期
2022-04	47.4	44.4	42.6	41.6	42.9	46.5	50.3	64.2	54.4	37.2	53.3
2021-04	51.1	52.2	52.0	50.4	50.6	48.3	46.8	66.9	57.3	48.7	58.3
2020-04	50.8	53.7	50.2	33.5	43.9	48.2	49.3	42.5	42.2	50.1	54.0
2019-04	50.1	52.1	51.4	49.2	49.7	47.2	46.5	53.1	52.0	49.9	56.5
2018-04	51.4	53.1	52.9	50.7	50.2	49.5	47.2	53.0	50.2	50.2	58.4
2017-04	51.2	53.8	52.3	50.6	50.2	48.3	48.2	51.8	48.7	50.5	56.6
2016-04	50.1	52.2	51.0	50.1	49.5	47.4	45.5	57.6	51.7	50.1	55.0
2015-04	50.1	52.6	50.2	48.1	47.8	48.2	48.0	47.8	0.0	50.4	59.5
2014-04	50.4	52.5	51.2	49.1	48.6	48.1	47.3	48.3	0.0	50.1	59.6
2013-04	50.6	52.6	51.7	48.6	48.7	47.5	47.7	40.1	0.0	50.8	59.3
2012-04	53.3	57.2	54.5	52.2	50.5	48.5	49.5	54.8	0.0	49.6	0.0
同比变化 (百分点)	-3.7	-7.8	-9.4	-8.8	-7.7	-1.8	3.5	-2.7	-2.9	-11.5	-5.0
2016-2019年均值 (%)	50.7	52.8	51.9	50.2	49.9	48.1	46.9	53.9	50.7	50.2	56.6
当月减去2016-2019均值 (百分点)	-3.3	-8.4	-9.3	-8.6	-7.0	-1.6	3.5	10.3	3.7	-13.0	-3.3
较季节性偏离/季节性指数 (%)	-6.5	-15.9	-17.9	-17.0	-14.0	-3.3	7.4	19.2	7.4	-25.9	-5.9

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 2 非制造业 PMI 相关指标

单位: %	非制造业PMI:商务活动	非制造业PMI:建筑业	非制造业PMI:服务业
2022-04	41.9	52.7	40.0
2021-04	54.9	57.4	54.4
2020-04	53.2	59.7	52.1
2019-04	54.3	60.1	53.3
2018-04	54.8	60.6	53.8
2017-04	54.0	61.6	52.6
2016-04	53.5	59.4	52.5
2015-04	53.4	57.5	52.4
2014-04	54.8	60.9	53.4
2013-04	54.5	62.4	52.5
2012-04	56.1	60.3	55.0
同比变化 (百分点)	-13.0	-4.7	-14.4
2016-2019年均值 (%)	54.2	60.4	53.1
当月减去2016-2019均值 (百分点)	-12.3	-7.7	-13.1
较季节性偏离/季节性指数 (%)	-22.6	-12.8	-24.6

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

图表 3 BCI 指数显示民营中小企业景气度回落

图表 4 就业情况继续恶化

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_41217

