



Research and
Development Center

疫情之下需求比供给更弱

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

疫情之下需求比供给更弱

2022年4月30日

摘要: 疫情冲击下, PMI 数据表现出需求还要弱于供给, 企业被动补库存。但随着上海疫情拐点的显现和稳增长政策的发力, 预计后续需求的复苏会拉动企业进入被动去库存。

- **疫情之下制造业 PMI 连续下滑, 二季度经济下行压力大。**4月制造业 PMI 下滑 2.1 个百分点至 47.4%, 下降幅度超过 3 月。新订单指数和新出口订单指数俱大幅下滑, 内外需低迷。新订单无力消化产成品库存, 企业生产动能不足。
- **需求比生产更低迷, 预计后续产成品价格下跌。**新订单指数和生产指数的差值环比下滑 1.1 个百分点至-1.8%, 需求比供给更弱。出厂价格指数回落, 后续产成品价格下跌可能性极大。供货商配送时间显著缩短, 流通环节更加顺畅。
- **建筑业景气度回落, 服务业持续消沉。**4月建筑业 PMI 较 3 月环比回落 5.4 个百分点, 但仍处扩张区间, 推测为一季度基建高峰期已过所致。疫情冲击下, 商务活动和服务业持续消沉。综合 PMI 大幅下滑。
- **风险因素:** 疫情持续加重, 政策落地速度慢

目 录

一、疫情之下制造业经济持续收缩.....	3
二、后续制造业企业被动补库存可能变为被动去库存.....	6
三、建筑业收缩，服务业持续消沉.....	6
风险因素.....	8

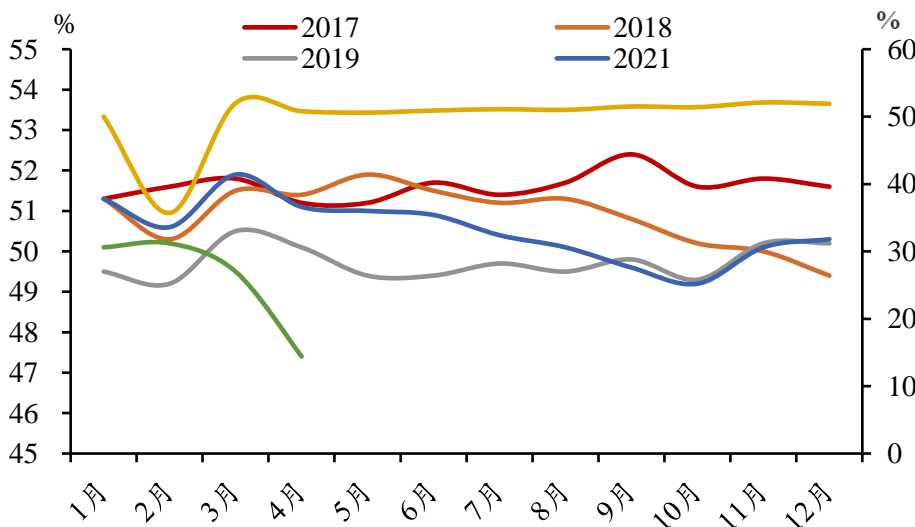
图 目 录

图 1：疫情之下制造业 PMI 持续下滑.....	3
图 2：疫情之下内需愈加低迷.....	3
图 3：其他国家生产修复挤占外需订单.....	4
图 4：制造业生产缺乏动力.....	4
图 5：小型企业生产指数出现回落.....	5
图 6：需求比供给更弱预计会引起产出品价格下降.....	5
图 7：供应商配送时间明显缩短.....	5
图 8：4 月制造业企业被动补库存.....	6
图 8：4 月企业被动补库存.....	6
图 9：4 月我国综合 PMI 大幅回落.....	7

一、疫情之下制造业经济持续收缩

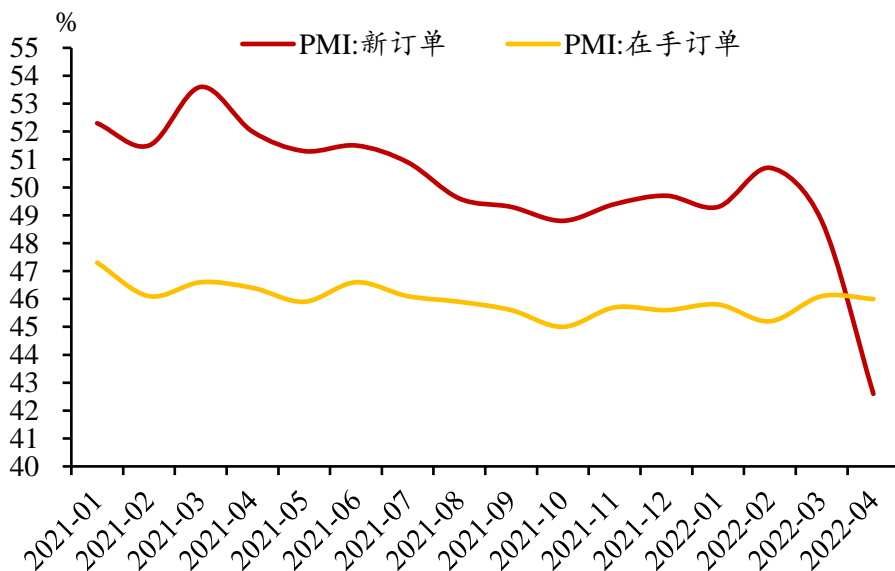
制造业 PMI 持续反季节性下滑，内外需愈加低迷。从过去 5 年 PMI 走势来看，春节在 2 月的年份，如 2018 年、2019 年、2021 年，3 月都较 2 月反弹约 1.2 个百分点，而今年春节虽也在 2 月，但受 3 月中下旬疫情爆发影响，指数较 2 月回落 0.7 个百分点至荣枯线以下，4 月较 3 月继续下滑 2.1 个百分点，1-4 月的整体走势和春节在 2 月的往年同期对比形成了鲜明的反差，反映出疫情之下经济下行压力大。从需求侧看，4 月新订单指数较 3 月大幅下滑 6.2 个百分点，在手订单下滑 0.1 个百分点，前者比后者下滑明显反映出疫情以来内需的低迷，现在企业的手头订单还在靠年初疫情不严重时候的需求在支撑。外需方面，4 月新出口订单指数大幅下滑 5.6 个百分点，这主要是受世界其他主要制造国生产修复的影响，导致我国出口环比走弱。

图 1：疫情之下制造业 PMI 持续下滑

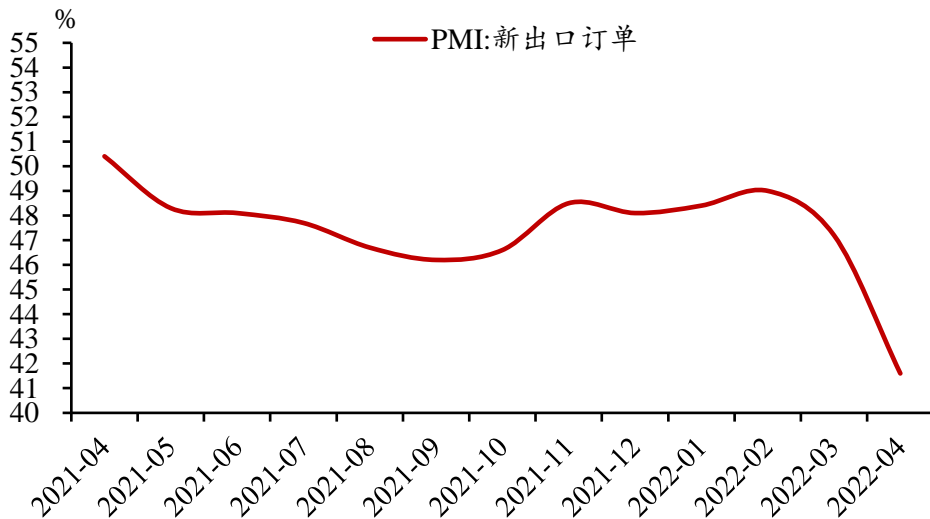


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：疫情之下内需愈加低迷

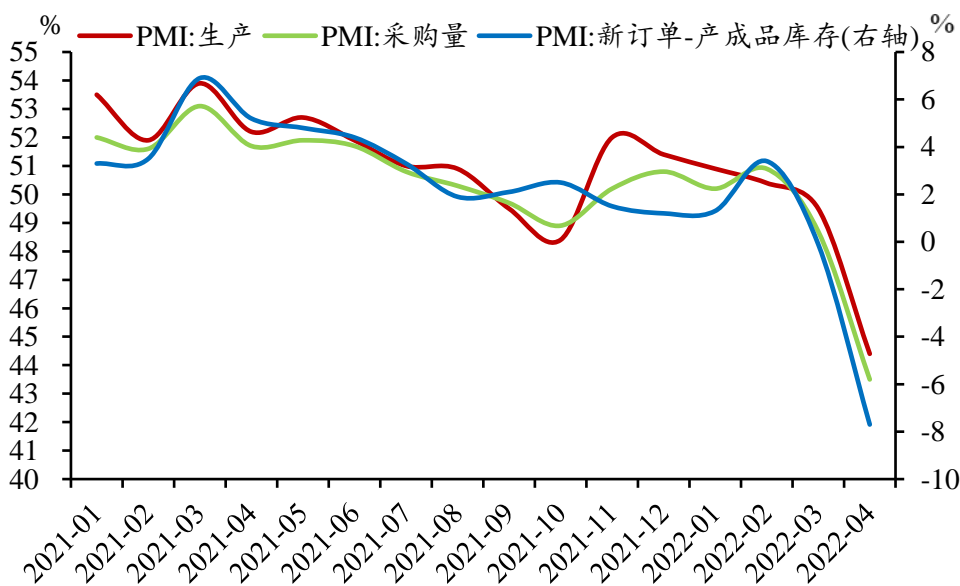


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

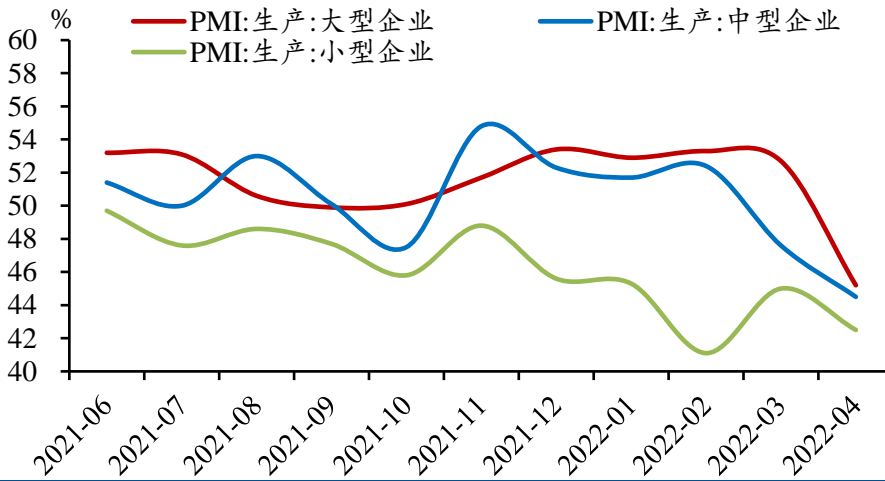
图 3：其他国家生产修复挤占外需订单


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

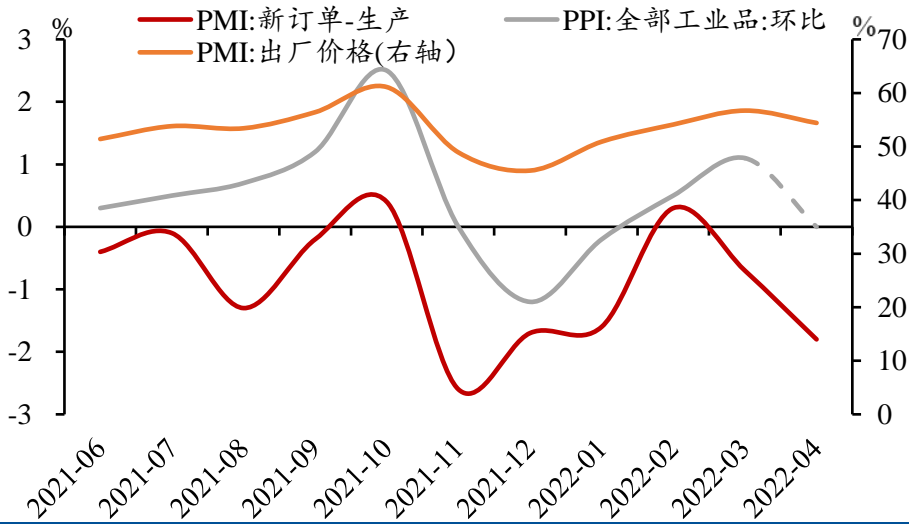
生产乏力，供需缺口扩大，经济缺乏动能。4月PMI生产和采购量分别环比下滑5.1个百分点和5.2个百分点，大中小型企业生产指数全面下滑，但不同于大中型企业自2月持续下滑，小型企业是在3月提升下回落的，表明疫情对企业生产的负面影响更加广泛；新订单和产成品库存指数之差（衡量生产动能）下滑7.6个百分点，表明新订单消化产成品库存的能力更差，企业缺乏生产动力，经济缺乏供给动能；同时4月新订单和生产指数之差（衡量需-供缺口）下滑1.1个百分点至-1.8%，表明供需缺口扩大，需求比供给更弱，预计会引起产出品价格下降。通过进一步分解制造业PMI，可以发现4月下落的背后是生产、需求、就业景气的衰减，但也有正向拉动的分项。供应商配送时间指数明显下降，说明流通环节更加顺畅，这与中央促消费政策要求“保障物流畅通”有关。

图 4：制造业生产缺乏动力


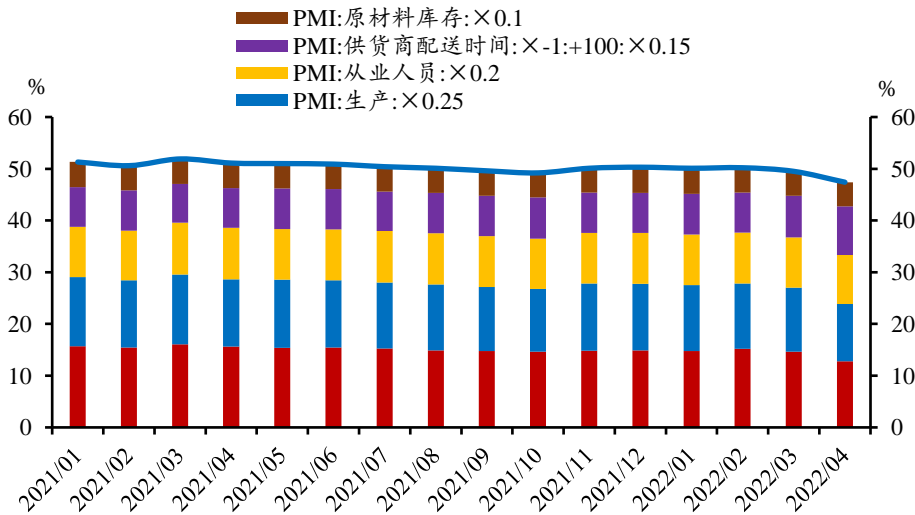
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：小型企业生产指数出现回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：需求比供给更弱预计会引起产出品价格下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 虚线为预测趋势

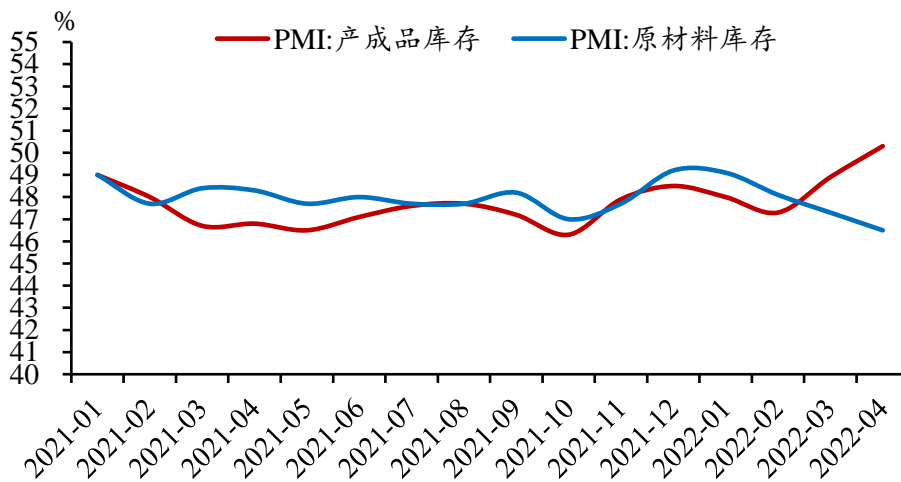
图 7：供应商配送时间明显缩短


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、后续制造业企业被动补库存可能变为被动去库存

需求低迷致使企业减缓原材料采购力度，企业被动补库存。3月疫情爆发以来，产成品库存指数上升，原材料库存指数下降，4月二者进一步“背道而驰”，显示出企业在需求放缓下，主动减缓原材料采购力度和生产节奏，但不及需求的剧烈衰减，由于生产的惯性产成品库存依然在累积，即库存堆在仓库，销售受阻，企业被动补库存。但随着促消费政策的加码和上海疫情拐点已现，企业后续可能转变为被动去库存，对应的是产成品库存指数下降，原材料库存指数上升，原因在于当需求逐渐增加，堆积在仓库中的产品会减少，同时企业会加大原材料采购力度，即疫情好转后逐渐扩大再生产以应对需求的改善。

图8：4月制造业企业被动补库存

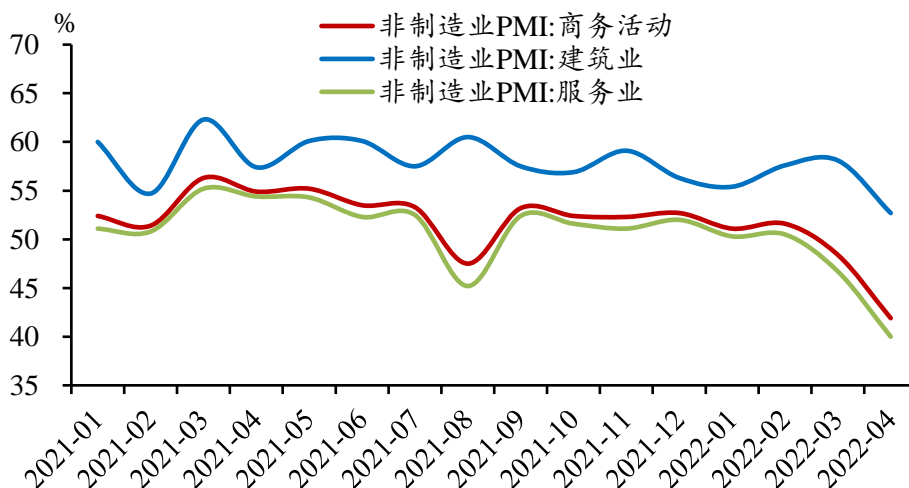


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、建筑业收缩，服务业持续消沉

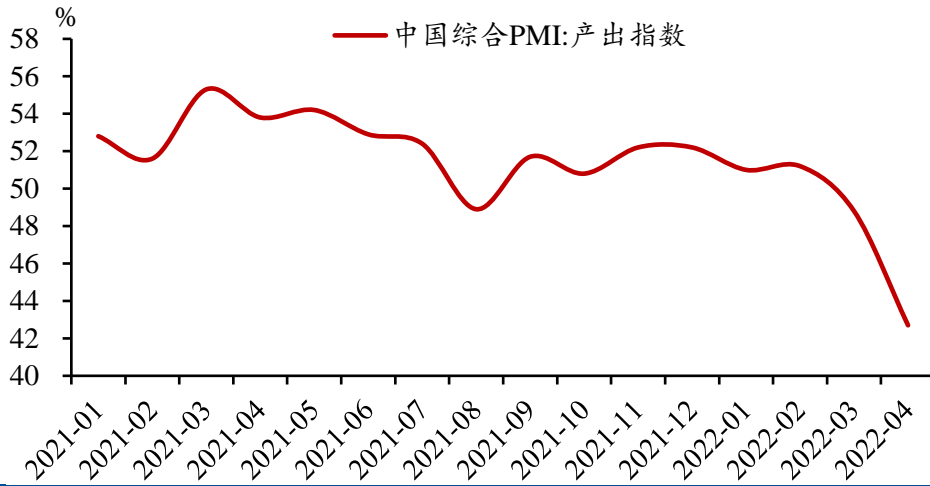
4月建筑业景气度回落，商务活动和服务业受疫情影响持续消沉。首先商务活动和服务业受3月中下旬至今疫情的冲击，PMI连续下滑，4月由于疫情贯穿一整月，分别大幅下滑了6.5个百分点和6.7个百分点。而4月建筑业PMI是在2月和3月上升的情况下出现的回落，推测可能是受4月基建环比回落的影响。在适度提前开展基础设施建设的政策推动下，今年1-3月基建投资累计同比达到了10.48%，其中3月当月同比为11.79%。进入4月，上半年基建高峰期已过，所以建筑业景气度出现下坡。当然建筑业景气除了基建还取决于房地产，但就当下而言，后者对建筑业景气的贡献远不如前者。最后，由于制造业和非制造业PMI在4月都出现了回落，致使我国综合PMI产出指数在4月大幅回落6.1个百分点至42.7%。

图9：4月企业被动补库存



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：4 月我国综合 PMI 大幅回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情持续加重，政策落地速度慢

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。