

疫情致物流阻塞, 制造业受到较大影响 ——2022年4月官方PMI点评

2022年4月30日

事件:

2022年4月, 官方制造业PMI录得47.4%, 较上月-2.1PCTS; 非制造业PMI录得41.9%, 较上月-6.5PCTS, 其中建筑业PMI52.7%, 较上月-5.4PCTS, 服务业PMI40.0%, 较上月-6.7PCTS; 综合PMI产出指数为42.7%, 比上月-6.1PCTS。

核心观点:

- **需求、生产同步下行, 4月制造业PMI走弱, 录得2020年3月以来最低值:** 2022年4月官方制造业PMI录得47.4%, 为2020年3月以来最低值, 环比下行的趋势与疫情前(2005-2019年)4月制造业PMI较3月PMI平均上行+0.3PCTS相比明显背离, 表明4月制造业景气度超季节性下行明显。结构上看, 新订单PMI和生产PMI同步下行是本月官方制造业PMI下行的主因, 在PMI供应商配送时间指数带动PMI上行1.4个百分点, 令PMI指标存在一定的“虚增”的情况下, 依然带动制造业PMI下行2个百分点以上。大中小企业PMI均较上月下行, 其中大型企业PMI下-3.2PCTS, 由上月的荣枯线之上跌到荣枯线之下, 中型和小型企业PMI均-1.0PCTS。
- **疫情影响加深, 物流阻塞严重, 产需降幅同时加大:** 4月疫情影响加深, PMI新订单指数和生产指数在3月基础上, 分别-6.2PCTS和-5.1PCTS, 产需降幅同时加大。新出口订单指数录得41.6%, 较上月-5.6PCTS, 显示内需和外需同时明显走弱, 且内需走弱幅度更大。4月, PMI供货商配送时间指数录得37.2%, 为仅次于疫情爆发的2020年2月(2020年2月PMI供货商配送时间指数32.1%)的历史第2低位, 反映物流运输困难明显加大。4月, 整车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数、公共物流园吞吐量指数环比、同比均出现较大幅度下降, 显示4月全国物流与3月和去年同期相比均出现较大程度堵塞。物流的阻塞之下, 企业原材料获取受限, 产成品库存积压, 部分企业减产停产, 生产明显下降, 市场需求继续走低, 最终导致了PMI生产指数和新订单指数双双下滑。
- **PMI出厂价格指数和主要原材料价格指数下行, 预计4月PPI环比、同比均下行:** 4月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为54.4%和64.2%, 分别较上月-2.3PCTS和-1.9PCTS, 均为连续2个月上行后出现下行。PMI出厂价格指数-PMI主要原材料购进价格指数由上月的-9.4PCTS下滑到-9.8PCTS, 短期内中下游制造业企业利润或继续承受成本端的挤压。总体上看, 虽然油价和煤价的上行会拖慢PPI下行速度, 但在翘尾因素的作用下, 预计3月PPI同比+8.0%左右, 仍然较2月下行。
- **服务业受疫情严重冲击, 建筑业亦受到疫情影响, 扩张势头减弱:** 2022年4月, 非制造业PMI41.9%, 较上月-6.5PCTS。其中, 建筑业PMI52.7%, 较上月-5.4PCTS, 服务业PMI40.0%, 较上月-6.7PCTS。服务业受疫情严重冲击, 景气度明显回落。建筑业方面, 疫情一定程度影响了建筑业景气度, 但靠前发力的基建仍然为建筑业提供了一定支撑。土木工程建筑业商务活动指数为61.0%, 连续两个月位于高位景气区间, 且新订单指数为52.3%, 延续扩张走势。
- **后续判断: 制造业、服务业以及建筑业的回暖, 取决于疫情防控的进展。** 总体而言, PMI数据反映在疫情的冲击下, 制造业和非制造业(尤其是非制造业中的服务业)下行压力短期快速增大。往后看, 制造业、服务业以及建筑业的回暖, 取决于疫情防控的进展。在疫情防控方面, 4月29日的政治局会议提出坚持动态清零, 意味着目前严格防控的基调不会发生明显转变, 但同时提出要根据病毒变异和传播的新特点, 高效统筹疫情防控和经济社会发展, 最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。从高频数据看, 车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指标和公共物流园吞吐量指数等4月中下旬以来持续上行, 在更灵活的疫情防控政策得以推出, 一系列保供应链的政策得以见效的情况下, 这种趋势有望延续。4月29日的政治局会议要求努力实现全年经济社会发展预期目标, 显示今年依然坚持5.5%左右的GDP增速目标并未松动。因此, 后续政策面必须更加积极, 各方面稳增长政策需要组合发力。稳增长政策的强力刺激叠加更精准灵活的防疫政策预期以及保供应链政策的推进, 制造业、服务业和建筑业有望边际回暖。

股市有风险入市须谨慎

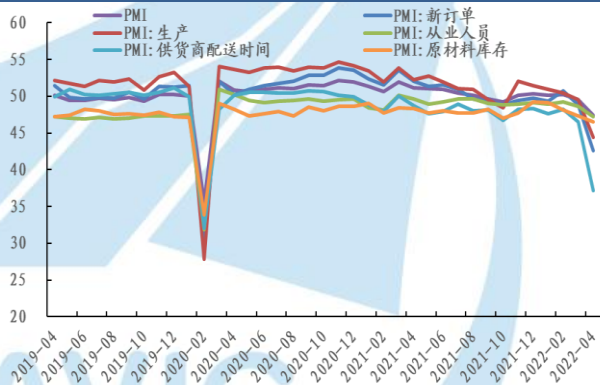
请务必阅读正文后的免责条款部分

(1) 需求、生产同步下行，致 4 月制造业 PMI 走弱，录得 2020 年 3 月以来最低值

2022 年 4 月官方制造业 PMI 录得 47.4%，较上月-2.1PCTS，自去年 11 月以来，继上月之后第 2 次位于荣枯线之下，录得 2020 年 3 月以来最低值。季节性上看，今年 4 月制造业 PMI 为历年 4 月最低，也是有记录以来 4 月 PMI 首次位于荣枯线之下，且较 3 月环比下行的趋势与疫情前（2005-2019 年）4 月制造业 PMI 较 3 月 PMI 平均上行+0.3PCTS 相比明显背离，表明 4 月制造业景气度超季节性下行明显。结构上看，4 月 PMI 新订单指数 42.60%（较上月-6.2PCTS，下同）、PMI 生产指数 44.40%（-5.1PCTS）、PMI 从业人员指数 47.2%（-1.4PCTS）、PMI 供应商配送时间指数 37.2%（-9.3PCTS）、PMI 原材料库存指数 46.5%（-0.8PCTS），PMI 新订单指数和生产指数分别带动官方制造业 PMI 下行 1.9 个百分点左右和 1.3 个百分点左右，在 PMI 供应商配送时间指数带动 PMI 上行 1.4 个百分点，令 PMI 指标存在一定的“虚增”的情况下（供应商配送时间指数为逆指标，变小说明交货时间延长、经济变活跃，但本月供应商配送时间的变小显然主要是因为物流受阻，无法代表经济变得更活跃），依然带动制造业 PMI 下行 2 个百分点以上，是本月官方制造业 PMI 下行的主要拖累项。

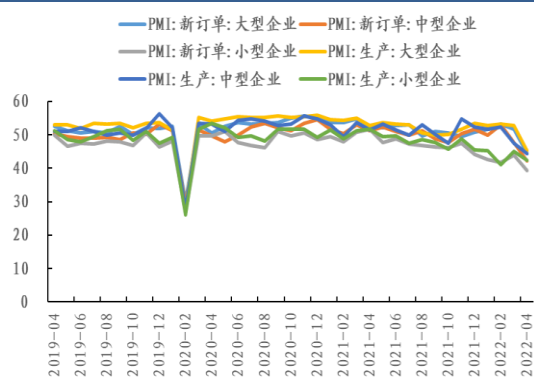
大中小企业 PMI 均较上月下行，其中大型企业 PMI 下-3.2PCTS，由上月的荣枯线之上跌到荣枯线之下，中型和小型企业 PMI 均-1.0PCTS。大中小型企业 PMI 下行均系 PMI 新订单指数和生产指数下行所致，且大型企业新订单和生产指数下行幅度高于中小型企业，我们推测这可能与大型企业往往产业链较长，需求和生产对于疫情期间产生的物流阻塞更敏感有关。

图表 1: PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图表 2: 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)

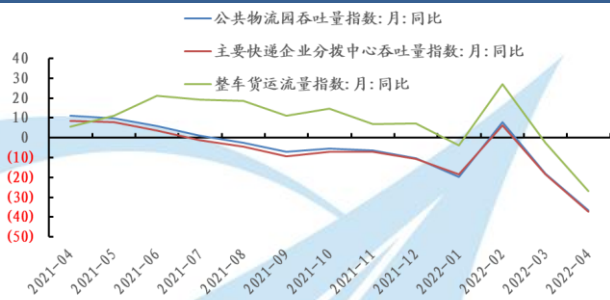


资料来源: wind, 中航证券研究所

(2) 疫情影响加深，物流阻塞严重，产需降幅同时加大

受疫情影响，3 月 PMI 新订单指数和生产指数已经同时走弱，分别较 2 月-1.9PCTS 和-0.9PCTS，4 月疫情影响加深，PMI 新订单指数和生产指数在 3 月基础上，分别-6.2PCTS 和-5.1PCTS，产需降幅同时加大。新订单指数和生产指数均为连续 2 个月位于荣枯线之下，且均为 2022 年 3 月以来最低，反映物流困难明显加大。4 月新出口订单指数录得 41.6%，较上月-5.6PCTS，显示内需和外需同时明显走弱，且内需走弱幅度更大。历史同期数据看，今年 4 月 PMI 新订单指数和生产指数均为有记录以来 4 月值首次位于荣枯线之下，且较 3 月分别下行的趋势均与疫情前历年 4 月较 3 月的平均变化趋势背离（2005 到 2019 年，4 月 PMI 新订单指数和生产指数分别较 3 月平均+0.5PCTS 和+0.9PCTS）。

4月，随着上海开始实质性封城以及全国多个城市疫情加剧，全国物流网络受到较大程度影响，PMI 供货商配送时间指数录得 37.2%，为仅次于疫情爆发的 2020 年 2 月（2020 年 2 月 PMI 供货商配送时间指数 32.1%）的历史第 2 低位。4 月，整车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数、公共物流园吞吐量指数环比、同比均出现较大幅度下降，显示 4 月全国物流与 3 月和去年同期相比均出现较大程度堵塞。统计局表示，不少企业反映物流运输困难加大，甚至出现主要原材料和关键零部件供应困难、产成品销售不畅，上下游相关企业生产经营均受到较大影响。4 月，PMI 产成品库存指数和 PMI 原材料库存指数分别为 50.3% 和 46.5%，分别较上月+1.4PCTS 和-0.8PCTS，同时，PMI 采购量指数录得 43.5%，较上月-5.2PCTS。PMI 生产经营活动预期指数录得 53.3%，较上月-2.4PCTS，继上月之后继续下行。物流的阻塞之下，企业原材料获取受限，产成品库存积压，部分企业减产停产，生产明显下降，市场需求继续走低，最终导致了 PMI 生产指数和新订单指数双双下滑。

图表 3：4 月物流同比阻塞严重（%）


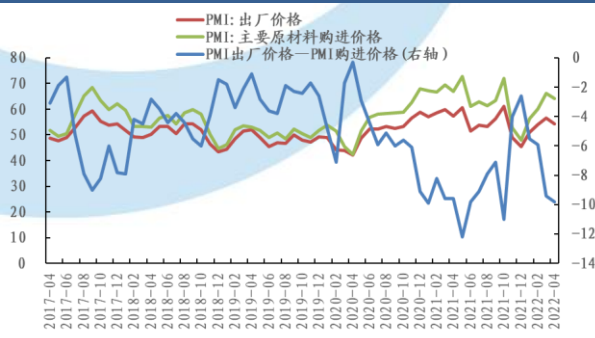
资料来源：wind，中航证券研究所

图表 4：4 月物流环比阻塞严重（%）

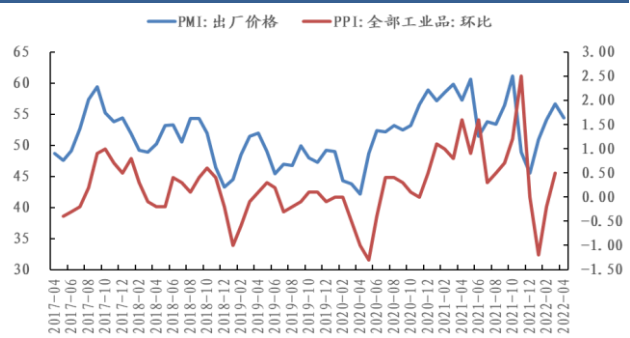

资料来源：wind，中航证券研究所

（3）PMI 出厂价格指数和主要原材料价格指数下行，预计 4 月 PPI 环比、同比均下行

4 月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 54.4% 和 64.2%，分别较上月-2.3PCTS 和-1.9PCTS，均为连续 2 个月上行后出现下行。PMI 出厂价格指数—PMI 主要原材料购进价格指数由上月的-9.4PCTS 下滑到-9.8PCTS，短期内中下游制造业企业利润或继续承受成本端压力。4 月，煤价、钢价表现平稳，与去年同期相比，煤价同比上涨较多，钢价变化不大。4 月，油价高位运行，同比较去年同期上涨较多。总体上看，虽然油价和煤价的上行会拖慢 PPI 下行速度，但在翘尾因素的作用下，预计 3 月 PPI 同比+8.0% 左右，仍然较 2 月下行。

图表 5：PMI 出厂价格与购进价格之差扩大（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

图表 6：PMI 出厂价格与 PPI 环比走势（%）


资料来源：wind，中航证券研究所

(4) 服务业受疫情严重冲击，建筑业亦受到疫情影响，扩张势头减弱

2022年4月，非制造业PMI41.9%，较上月-6.5PCTS。其中，建筑业PMI52.7%，较上月-5.4PCTS，服务业PMI40.0%，较上月-6.7PCTS。

4月服务业PMI下行幅度大，2020年3月以来连续第2个月位于荣枯线之下，显示服务业受疫情严重冲击，景气度明显回落。从行业情况看，调查的21个行业中有19个位于收缩区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等接触性聚集性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，业务总量由升转降。但电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务的商务活动指数继续位于扩张区间，业务总量保持增长，保障了经济社会的稳定有序运行。

4月建筑业PMI录得52.7%，结束了连续2个月的上行，较上月-5.4PCTS但仍处在荣枯线之上。一方面，疫情一定程度影响了建筑业景气度。另一方面，靠前发力的基建仍然为建筑业提供了一定支撑。土木工程建筑业商务活动指数为61.0%，连续两个月位于高位景气区间，且新订单指数为52.3%，延续扩张走势。

(5) 后续判断：制造业、服务业以及建筑业的回暖，取决于疫情防控的进展

总体而言，PMI数据反映在疫情的冲击下，制造业和非制造业（尤其是非制造业中的服务业）下行压力短期快速增大。往后看，制造业、服务业以及建筑业的回暖，取决于疫情防控的进展。在疫情防控方面，4月29日的政治局会议提出坚持动态清零，意味着目前严格防控的基调不会发生明显转变，但同时提出要根据病毒变异和传播的新特点，高效统筹疫情防控和经济社会发展，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。我们认为，这预示着前期部分地区实行的过于僵化的防疫政策将得到一定程度的纠偏，疫情防控政策会进一步优化，增加灵活性、精准性，避免出现大范围、长时间的区域封控。在更加灵活的防控政策之下，前期因严格封控受到压制的服务业有望边际回暖。同时，政治局会议还提出要确保交通物流畅通，确保重点产业链供应链，预示着后续或有一系列疏通物流通道、保供稳价，进而稳工业生产的政策出台。从高频数据看，车货运流量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指标和公共物流园吞吐量指数等4月中下旬以来持续上行，在更灵活的疫情防控政策得以推出，一系列保供应链的政策得以见效的情况下，这种趋势有望延续。

4月29日的政治局会议要求努力实现全年经济社会发展预期目标，显示今年依然坚持5.5%左右的GDP增速目标并未松动。我们测算，要实现+5.5%的全年GDP增长目标，Q2到Q4平均每个季度的GDP环比平均至少要达到+1.54%，对应Q2到Q4的GDP同比分别至少为+5.13%、+6.01%和+6.05%，实现起来难度不小。因此，后续政策面必须更加积极，各方面稳增长政策需要组合发力。稳增长政策的强力刺激叠加更精准灵活的防疫政策预期以及保供应链政策的推进，制造业、服务业和建筑业有望边际回暖。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

符昞（证券执业证书号：S0640514070001），中航证券首席宏观分析师。

刘庆东（证券执业证书号：S0640520030001），中航证券宏观分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。