

供应链问题凸显

——4月PMI数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

疫情对经济冲击加重，产需双弱。中国4月制造业PMI指数47.4%，预期47.3%，前值49.5%。4月制造业PMI指数下降至2020年2月之外的最低值，反映出疫情对经济的冲击在4月份明显加重，二季度经济增长可能较一季度更弱。4月制造业PMI指数反映出以下特征：第一，供需两端均受到冲击，与去年疫情的特征有所不同。2020年第一波疫情消退之后，中国经济的格局一直是“生产强、需求弱”，在PMI指数上的表现为生产指数持续高于新订单指数。但是本轮疫情对生产的冲击也很大，这与去年疫情的反弹明显不同，与2020年第一波疫情更为相似。第二，供应链问题凸显。4月供应商配送时间指数大幅下滑。中国PMI指数中“供应商配送时间”这一指标衡量的是供应商供货的速度，其在4月份的大幅下滑很明显是因为很多工厂停产或是物流不畅导致供应链断裂，其下滑幅度之大直追2020年2月，可见本次疫情对于供应链影响很大。而且另一方面来看，“供应商配送时间”是逆指数，即其值越低，对加总的PMI指数正向贡献越大。这是因为正常的经济环境下，供应商供货速度变慢往往是由于需求旺盛、供应商“忙不过来”导致的，对应的是经济强劲。而本月该指数的大幅下降并非由于需求旺盛导致，而是供应链受阻的结果，这意味着4月制造业PMI“47.4”的数值其实也是虚高的。第三，价格指数边际回落。PMI出厂价格指数和主要原材料购进价格指数均小幅下降，这是去年12月以来两个指数首次下降。今年商品价格面临较多的不确定性，未来仍可能波动较大，但我们倾向于认为价格趋势上是下降的，中国PPI也将保持下降的趋势。第四，短期内出口面临一定压力。4月新出口订单指数下降至41.6%，为2020年5月以来的最低值。这背后是中国供应链受到的冲击延伸到了出口领域，短期内外贸订单可能会向其它国家转移，给中国出口造成一定压力。但是全年来看我们对出口不悲观，中国供应链的相对优势仍然存在，出口预计不会出现断崖式下滑。

建筑业景气度高位回落，服务业继续下行。4月非制造业商务活动指数为41.9%，较上个月的48.4%大幅回落，反映出4月已经对建筑业及服务行业的冲击较3月明显加大。非制造业PMI没有加权综合指数，不会像制造业PMI一样受“供应商配送时间”一项的影响而虚高，加之疫情本就对服务业冲击更大，所以非制造业PMI下行幅度较制造业PMI更大。4月非制造业PMI指数结构中反映出以下现象：第一，建筑业

就业面临不小的压力。建筑业就业指数滑落至 43.1%，这一数据在历史上很少下降至荣枯线以下，如今大幅下降反映出建筑业用工需求大幅减少，对应着农民工群体面临的就业压力加大。第二，国内通胀没有向非制造业扩散。非制造业销售价格指数降至 48.9%，在内需疲软的背景下非制造业尤其是服务业的价格很难上涨。通胀是否向服务业扩散是评估全面通胀压力的重要观察点。与美国非制造业 PMI 价格指数的飙升相比，中国非制造业 PMI 价格指数相当低，暂时不存在通胀扩散的压力。

风险提示：疫情超预期反弹。

目录

1. 数据	5
2. 疫情对经济冲击加重，产需双弱	5
3. 建筑业景气度高位回落，服务业继续下行	7

图表目录

图表 1: 制造业景气度降至 2020 年 2 月后的最低点	5
图表 2: 疫情冲击之下供需双弱	6
图表 3: 供应链问题凸显	6
图表 4: 价格指数 4 个月来首次下降	7
图表 5: 非制造业 PMI 下降幅度较制造业更大	8
图表 6: 建筑业面临不小的就业压力	8
图表 7: 中国通胀未扩散	8

1. 数据

中国 4 月制造业 PMI 指数 47.4%，预期 47.3%，前值 49.5%。

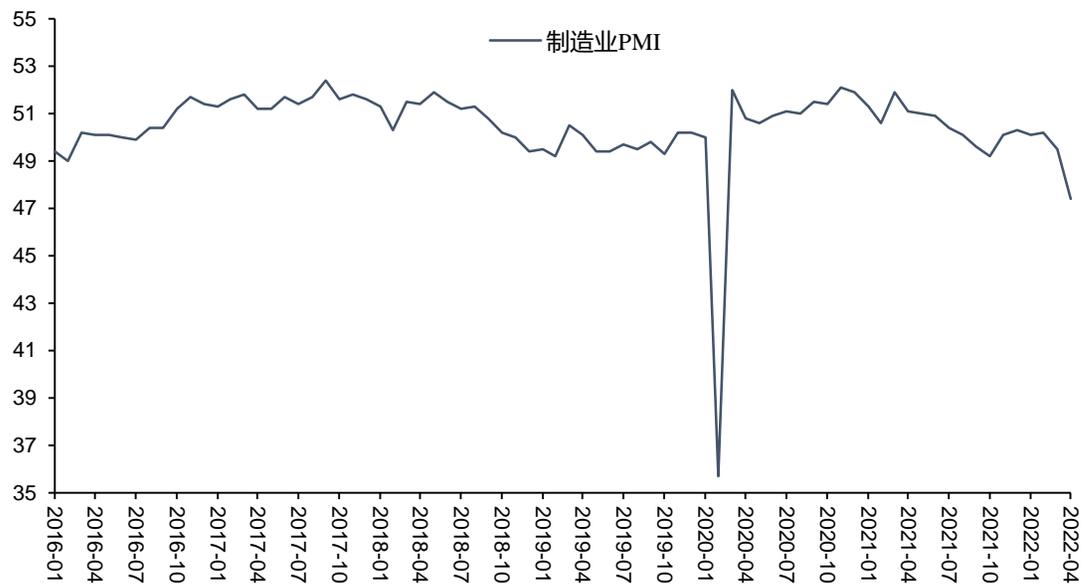
中国 4 月非制造业 PMI 指数 41.9%，预期 46%，前值 48.4%。

中国 4 月综合 PMI 指数 42.7%，前值 48.8%。

2. 疫情对经济冲击加重，产需双弱

4 月制造业 PMI 指数下降至 2020 年 2 月之外的最低值，反映出疫情对经济的冲击在 4 月份明显加重，二季度经济增长可能较一季度更弱。

图表 1：制造业景气度降至 2020 年 2 月后的最低点

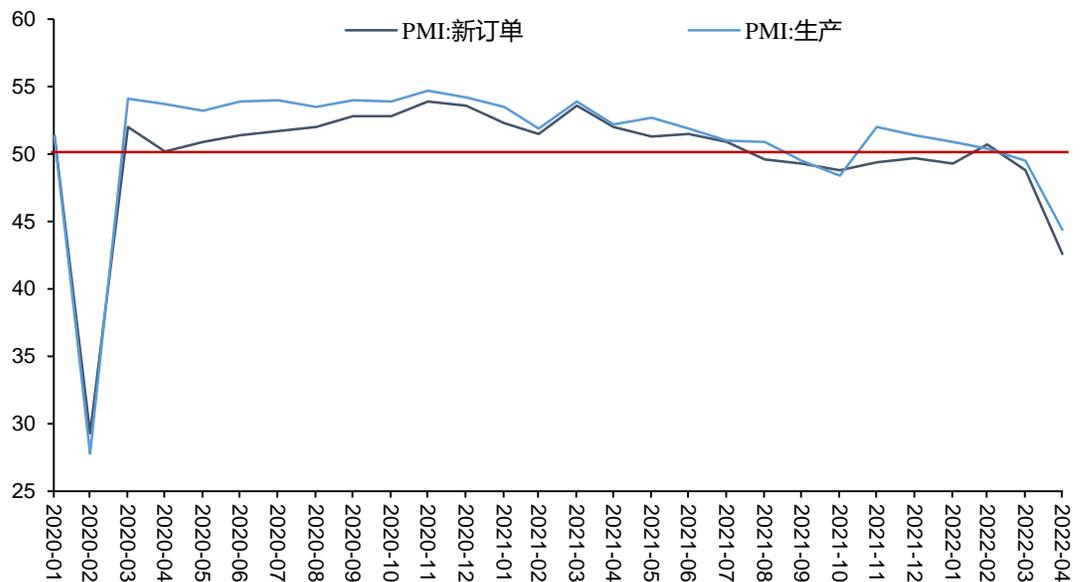


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4 月制造业 PMI 指数反映出以下特征：

第一，供需两端均受到冲击，与去年疫情的特征有所不同。2020 年第一波疫情消退之后，中国经济的格局一直是“生产强、需求弱”，在 PMI 指数上的表现为生产指数持续高于新订单指数，除了去年三季度末“能耗双控”导致生产短暂下降以外，工业生产均保持较好的态势。此前疫情的反弹也是对需求端影响较大，而对生产端几乎没有影响。比如去年下半年局部地区疫情多次反弹都呈现这一特征。但是本轮疫情对生产的冲击也很大，这与去年疫情的反弹明显不同，与 2020 年第一波疫情更为相似。

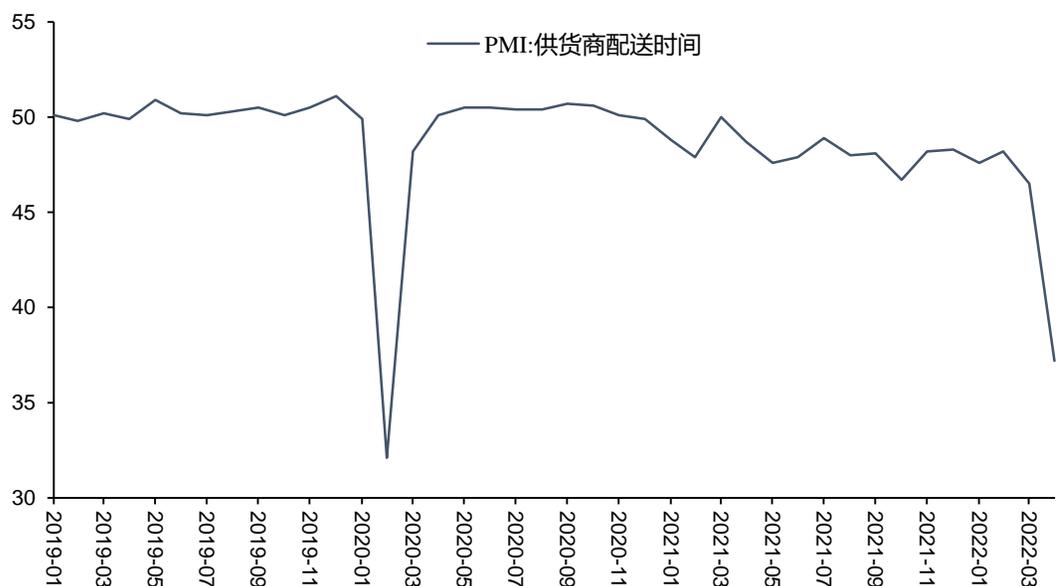
图表 2: 疫情冲击之下供需双弱



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第二, 供应链问题凸显。4月供应商配送时间指数大幅下滑。中国 PMI 指数中“供应商配送时间”这一指标衡量的是供应商供货的速度, 其在4月份的大幅下滑很明显是因为很多工厂停产或是物流不畅导致供应链断裂, 其下滑幅度之大直追2020年2月, 可见本次疫情对于供应链影响很大。而且另一方面来看, “供应商配送时间”是逆指数, 即其值越低, 对加总的 PMI 指数正向贡献越大。这是因为正常的经济环境下, 供应商供货速度变慢往往是由于需求旺盛、供应商“忙不过来”导致的, 对应的是经济强劲。而本月该指数的大幅下降并非由于需求旺盛导致, 而是供应链受阻的结果, 这意味着4月制造业 PMI “47.4”的数值其实也是虚高的。

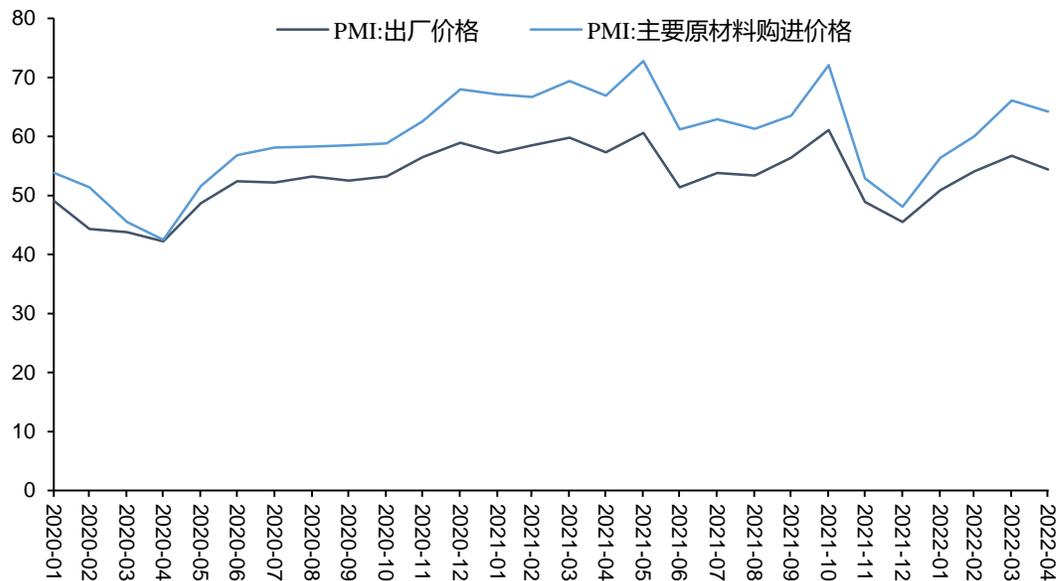
图表 3: 供应链问题凸显



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第三，价格指数边际回落。PMI 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数均小幅下降，这是去年 12 月以来两个指数首次下降。其对应的是俄乌冲突给商品市场带来的恐慌性情绪有所缓解，4 月份大宗商品价格回落。今年商品价格面临较多的不确定性，未来仍可能波动较大，但我们倾向于认为价格趋势上是下降的，中国 PPI 也将保持下降的趋势。

图表 4：价格指数 4 个月来首次下降



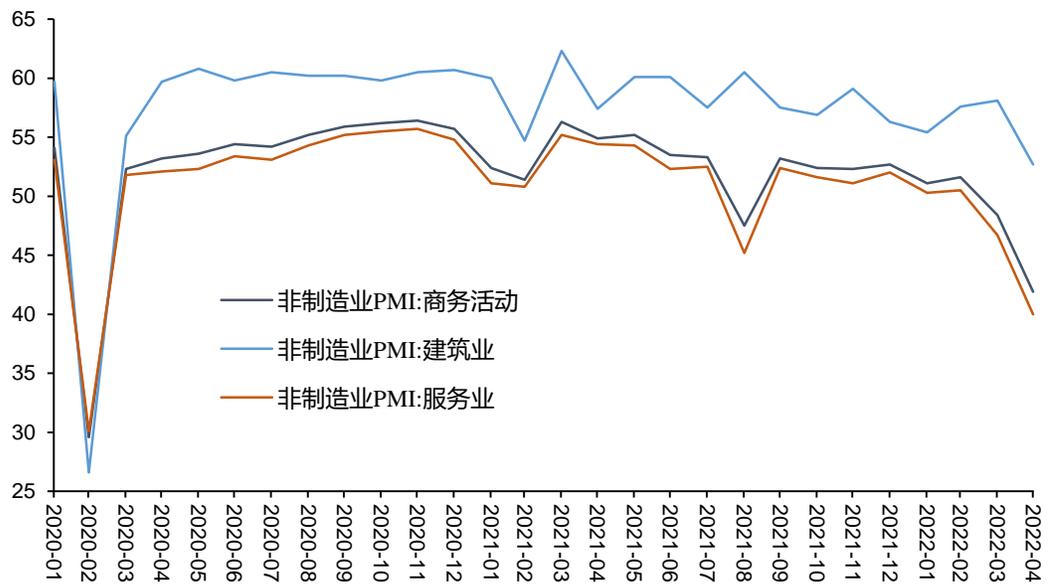
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第四，短期内出口面临一定压力。4 月新出口订单指数下降至 41.6%，为 2020 年 5 月以来的最低值。这背后是中国供应链受到的冲击延伸到了出口领域，短期内外贸订单可能会向其它国家转移，给中国出口造成一定压力。但是全年来看我们对出口不悲观，中国供应链的相对优势仍然存在，出口预计不会出现断崖式下滑。

3. 建筑业景气度高位回落，服务业继续下行

4 月非制造业商务活动指数为 41.9%，较上个月的 48.4% 大幅回落，反映出 4 月已经对建筑业及服务业的冲击较 3 月明显加大。非制造业 PMI 没有加权综合指数，不会像制造业 PMI 一样受“供应商配送时间”一项的影响而虚高，加之疫情本就对服务业冲击更大，所以非制造业 PMI 下行幅度较制造业 PMI 更大。

图表 5：非制造业 PMI 下降幅度较制造业更大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

4 月非制造业 PMI 指数结构中反映出以下现象：

第一，建筑业就业面临不小的压力。建筑业 PMI 指数一向维持在高景气区间，本月滑落至 52.7%，虽然仍然处于扩张区间，但边际上反映出疫情对建筑开工也造成了一定负面影响。值得注意的是建筑业就业指数滑落至 43.1%，这一数据在历史上很少下降至荣枯线以下，如今大幅下降反映出建筑业用工需求大幅减少，**对应着农民工群体面临的就业压力加大。**

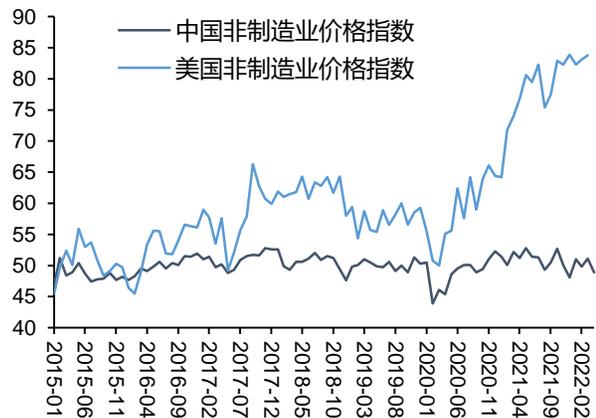
第二，国内通胀没有向非制造业扩散。非制造业销售价格指数降至 48.9%，在内需疲软的背景下非制造业尤其是服务业的价格很难上涨。通胀是否向服务业扩散是评估全面通胀压力的重要观察点。**与美国非制造业 PMI 价格指数的飙升相比，中国非制造业 PMI 价格指数相当低，暂时不存在通胀扩散的压力。**

图表 6：建筑业面临不小的就业压力



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 7：中国通胀未扩散



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

风险提示：疫情超预期反弹。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。