

证券研究报告/宏观数据

PMI超预期，二季度不会降息，降准预计仍有——3月PMI数据点评

报告摘要：

中国3月官方制造业PMI 50.5，预期49.6，前值49.2。中国3月官方非制造业PMI 54.8，预期54.4，前值54.3。3月PMI明显改善有部分季节性因素，但1-3月指数平均值企稳略升，中、小型企业景气明显改善。产需两端均明显回暖，价格指数稳步回升，预计3月PPI同比将有所回升。出口订单有所改善，出口年内下降趋势不变，但3月有望阶段修复。开工逐渐进入旺季，建筑业重回高位景气区间。

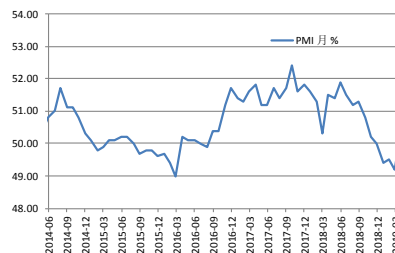
除PMI指标外，三月部分其他经济指标将有回升，比如工业增加值、出口等，但经济整体企稳预计仍将至年中左右，因房地产销售和投资、制造业投资、出口下行趋势尚未结束，融资拐点还不强劲。

周五市场传言央行将于四月一日降准落空。我们认为鼓励民企、小微企业融资是主旋律，经济企稳根基还不牢固，定向的降准工具仍会使用，二季度窗口未关闭，但是市场的降息预期大概率落空，不论是降低基准利率还是政策利率，二季度几乎都没有条件。

不会降低基准利率的主要逻辑有四：一，在利率市场化最后一公里，也即两轨并一轨的趋势上，降低基准利率是背道而驰的行为；二，经济企稳有望，央行可以相机决策，观察经济为先；三，近期一二线房地产交易有所活跃，货币政策不能大水漫灌，否则易构成局部过热；四，小微企业和民企融资难和融资贵问题很难在短时间内同时解决。

未来如若经济不能如期实现企稳，不排除降低政策利率，但二季度同样不是合适窗口。主要逻辑有两个：一，中美新一轮贸易磋商开启，人民币汇率需要稳定，美国不会在二季度降息，我们没有必要也不合适降低政策利率，否则会被视为宽松加码；二，进入二季度，CPI、PPI、猪价进入爬升期，即便部分指标是阶段的，也难因此倒逼货币政策收紧，但调降政策利率会加大通胀预期，也不是合适的时间窗口。

基于3月部分指标回暖以及通胀上行原因，我们看平利率债，或有调整风险，调整则带来交易机会；股市经历休整后可乐观些，基本的利好条件不变，中国与海外主要经济体经济和政策走向错位，美国逐渐见顶回落，政策逐渐出现拐点，中国宏观政策去年开始放松，今年经济有望企稳。从全球资产配置的角度看，人民币汇率稳定以及中国本轮未采取大水漫灌刺激经济，会增加外资投资人民币资产的信心。



相关报告

《春节影响 PMI 下行，无需过分忧虑——12月 PMI 数据点评 20190228》

《供需有所企稳，经济下行压力仍大——1月 PMI 数据点评 20190201》

《制造业跌破荣枯线，经济下行趋势延续——12月 PMI 数据点评 20190101》

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010
18010018933 caozl@nesc.cn

目录

1. 主要数据	3
2. 制造业景气度明显回升	3
2.1. 3月制造业 PMI 明显改善，中小型企业经济景气大幅回暖	3
2.2. 产需两端均回暖，预计3月部分经济指标将回升	3
2.3. 出口边际回暖，进口因内需回暖及人民币升值而改善	5
3. 非制造业商务活动指数稳中有升	5
4. 3月部分经济指标将回升，二季度降息条件尚不具备	6

图 1: 3月 PMI 显著改善	3
图 2: 大型、中小型企业景气收敛	3
图 3: 高炉开工率	4
图 4: 生产指数明显回升	4
图 5: 主要原材料购进价格指数	4
图 6: PPI 翘尾上升	4
图 7: 南华工业品指数	4
图 8: 新出口订单指数反弹	5
图 9: 进口指数回升	5
图 10: 欧元区、日本 PMI 指数	5
图 11: 美国 PMI 指数	5
图 12: 非制造业商务活动指数	6
图 13: 建筑业景气度回暖	6

1. 主要数据

中国 3 月官方制造业 PMI50.5，预期 49.6，前值 49.2。

中国 3 月官方非制造业 PMI54.8，预期 54.4，前值 54.3。

中国 3 月官方综合 PMI54，前值 52.4。

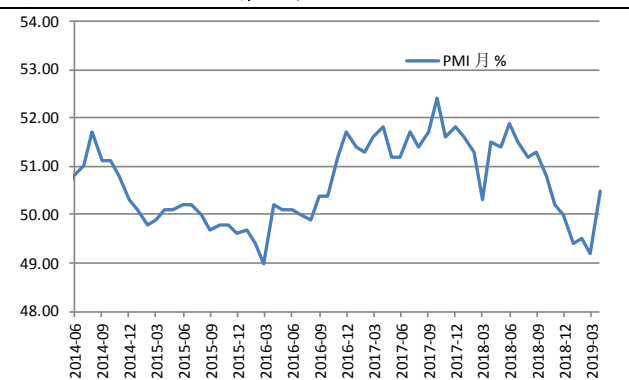
2. 制造业景气度明显回升

2.1. 3 月制造业 PMI 明显改善，中小型企业经济景气大幅回暖

3 月 PMI 明显改善，有部分季节性因素。但 1-3 月指数平均值 49.73，高于去年 12 月的 49.4，表明景气度有所企稳。3 月制造业 PMI 录得 50.5%，较前期大幅回升 1.3 个百分点并回复至景气区间，振幅创 12 年 5 月份以来新高。

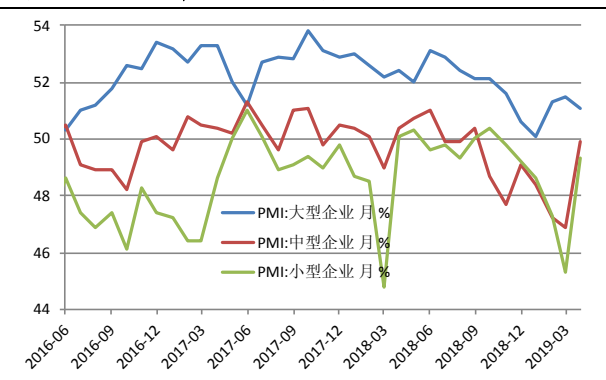
结构上来看，大型企业景气略有放缓，中、小型企业景气明显改善。大型企业 PMI 为 51.1%，比上月回落 0.4 个百分点，但仍高于制造业总体 0.6 个百分点。中、小型企业 PMI 分别大涨 3.0 和 4.0 个百分点，升至 49.9%和 49.3%。对中小企业扶持政策的效果逐渐显现。

图 1: 3 月 PMI 显著改善



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 大型、中小型企业景气收敛



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 产需两端均回暖，预计 3 月部分经济指标将回升

产需两端均明显回暖。3 月生产指数为 52.7%，比上个月大幅回升 3.2 个百分点。受环保限产影响，3 月上旬高炉开工率回落，随后自低位稳步回升，整体生产端稳步复苏。3 月发电耗煤同比增速也明显回升。3 月新订单指数为 51.6%，比上月回升 1.0 个百分点，回升幅度低于生产指数。但年初以来新订单指数持续回升，趋势上已明显超季节性，这个现象单纯用新出口订单改善难以解释，意味着 3 月内需复苏程度显著超预期。原材料库存和产成品库存分别环比回升 2.1 个百分点和 0.6 个百分点，在生产较强背景下，企业主动去库存开始放缓。另外，随着供需两端回暖，企业加大采购力度，本月采购量指数升至扩张区间，为 51.2%。

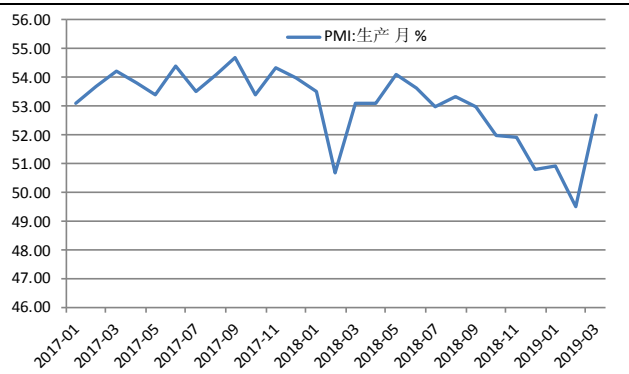
图 3: 高炉开工率



数据来源: 东北证券, Wind

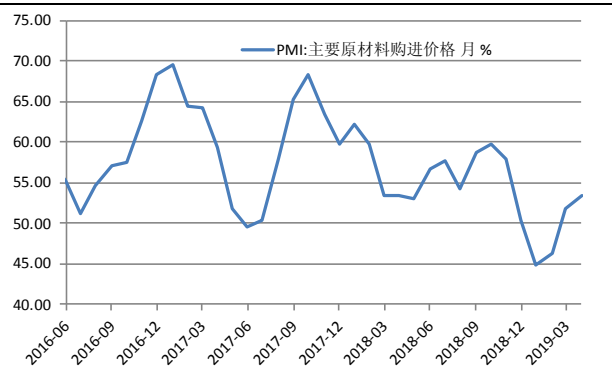
价格指数稳步回升。原材料购进价格指数和出厂价格指数分别环比上升 1.6 和 2.9 个百分点至 53.5%和 51.4%。其中, 石油加工、黑色金属冶炼及压延加工等两个行业价格指数均位于 56.0%以上的较高区间。表明供需两端走强使得生产资料价格获得支撑。考虑到 PPI 翘尾走高, 我们预计 3 月 PPI 同比将有所回升。

图 4: 生产指数明显回升



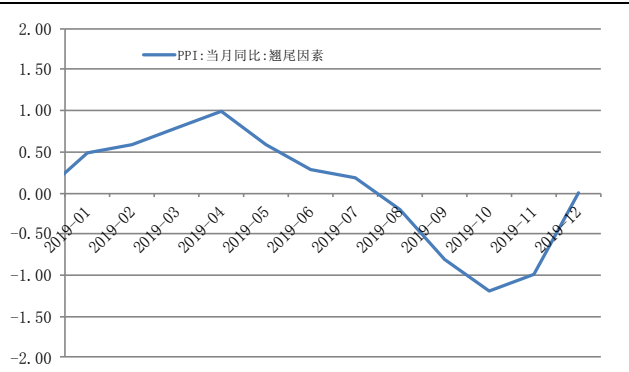
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 主要原材料购进价格指数



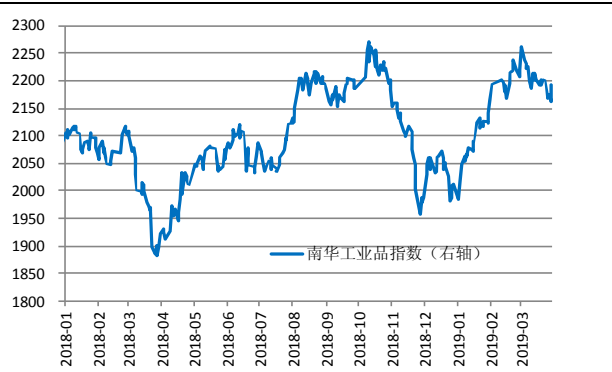
数据来源: 东北证券, Wind

图 6: PPI 翘尾上升



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 南华工业品指数



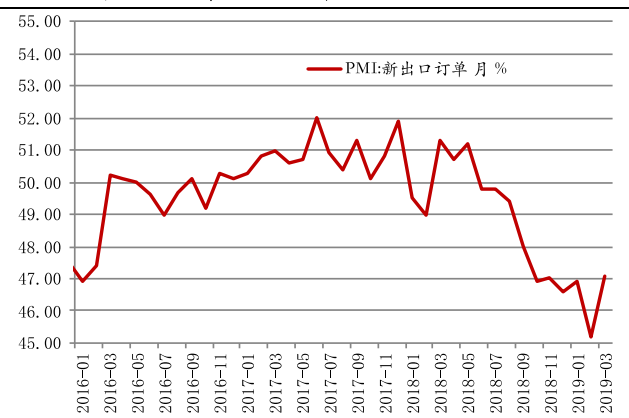
数据来源: 东北证券, Wind

新动能较快增长，消费品行业运行稳定。高技术制造业、装备制造业和消费品制造业 PMI 分别为 52.0%、51.2%和 51.4%，均明显高于制造业总体。其中，农副食品加工和医药等制造业 PMI 均位于 53.0%及以上相对较高景气区间。

2.3. 出口边际回暖，进口因内需回暖及人民币升值而改善

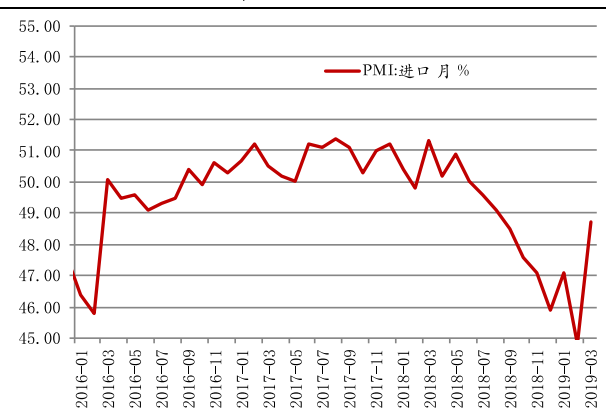
出口订单有所改善，仍低于景气临界值，出口年内下降趋势不变，但 3 月有望阶段修复。新出口订单回升 1.9 个百分点至 47.1%，虽然为 2018 年 10 月份以来的最高水平，但依然维持在低水位。今年一季度新出口订单走势平淡，去年贸易抢跑对外需形成透支，叠加海外经济趋弱、年初以来人民币升值带来的压力，预计短期内新出口订单难有明显改善，但须关注中美贸易协商后续进展，刘鹤副总理将于 4 月初应邀访美进行第九轮中美经贸高级别磋商，若结果顺利则出口线索将回归至基本面因素。进口指数回升 3.9 个百分点至 48.7%，人民币的持续升值使得进口需求有所回暖。1、2 月份春节错位导致贸易数据波动较大，预计 3 月出口增速将回升，顺差也有望较 2 月扩大，1-3 月贸易数据结合分析更科学。

图 8: 新出口订单指数反弹



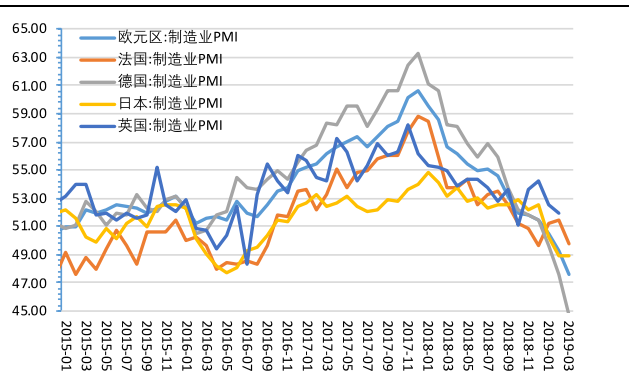
数据来源：东北证券，Wind

图 9: 进口指数回升



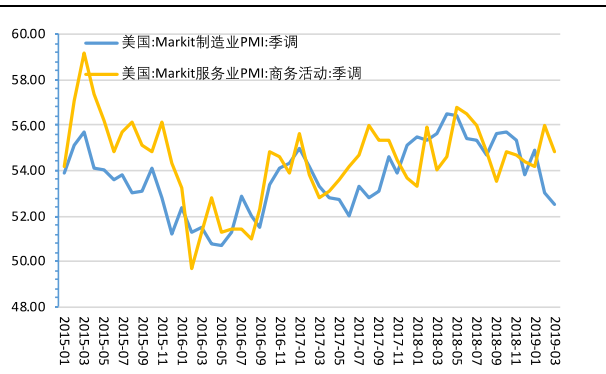
数据来源：东北证券，Wind

图 10: 欧元区、日本 PMI 指数



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 美国 PMI 指数



数据来源：东北证券，Wind

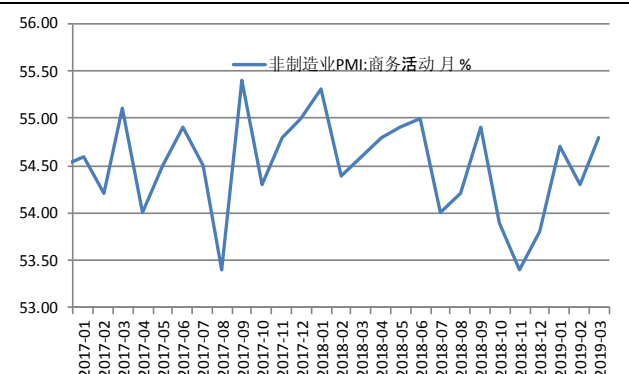
3. 非制造业商务活动指数稳中有升

3 月份，非制造业商务活动指数为 54.8%，比上月上升 0.5 个百分点。从季度运行情况看，该指数一季度均值为 54.6%，高于上年四季度 0.9 个百分点，**非制造业总体平稳较快增长。**

服务业运行稳定。本月服务业商务活动指数为 53.6%，比上月微升 0.1 个百分点。随着制造业生产活动加快，生产性服务业商务活动指数在连续三个月回落后再现回升，为 57.8%，高于上月 4.8 个百分点。从行业情况看，铁路运输、装卸搬运及仓储、邮政、电信、互联网软件、银行、证券和保险等行业商务活动指数位于 57.0% 以上的较高景气区间，业务总量快速增长，经营活动较为活跃。住宿和房地产等行业商务活动指数低于临界点，行业景气度偏弱。从市场需求看，服务业新订单指数为 51.5%，比上月上升 1.0 个百分点，连续三个月位于扩张区间。

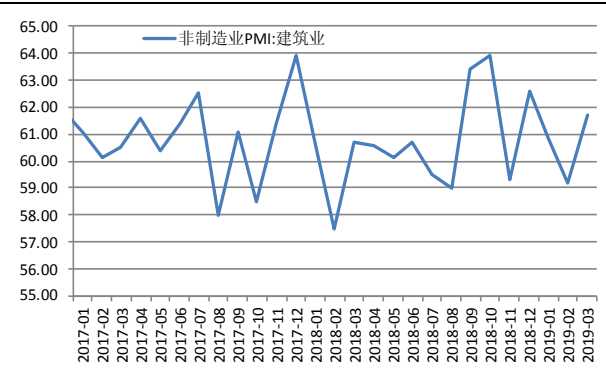
建筑业重回高位景气区间。建筑业商务活动指数为 61.7%，比上月上升 2.5 个百分点。本月企业用工量有所增加，从业人员指数为 54.1%，比上月上升 0.9 个百分点，表明随着气候转暖和节后集中开工，建筑业生产扩张加快。从市场需求看，新订单指数为 57.9%，比上月上升 5.9 个百分点，为 15 个月高点，**随着基础设施建设项目加快推进，行业发展预期继续向好。**

图 12: 非制造业商务活动指数



数据来源：东北证券，Wind

图 13: 建筑业景气度回暖



数据来源：东北证券，Wind

4. 3 月部分经济指标将回升，二季度降息条件尚不具备

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_13411

