

## 基建托底，踏入弱增长模式

### ——2019年3月PMI数据点评

宏观简报

#### ◆要点

春假复工影响明显，2019年3月中国制造业PMI增速较上月上行1.3个百分点至**50.5%**。生产指数和新订单指数贡献较大。不过制造业“招工难”的影响，可能依然存在。基建托底效应逐渐显现，建筑业商务活动和新订单指数都有较明显增长。供给侧压力指数快速跳升，3月PPI同比增速可能小幅反弹至0.3%，对3月的工业利润提供一定支撑。受全球制造业疲弱影响，中国外贸环境改善有限，新出口订单指数和进口指数仍处于临界点以下。

整体而言，3月PMI数据略有企稳，但不应过度乐观。在“三期叠加”的大背景下，经济弱增长，从预期管理和国际经验来看，此时宏观政策仍应保持相对宽松。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsecn.com](mailto:zhangwenlang@ebsecn.com)

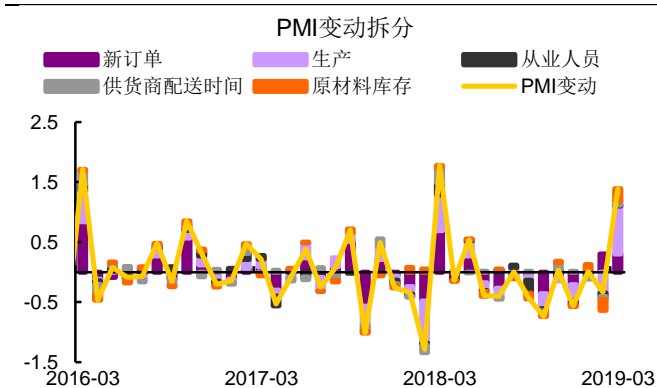
周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebsecn.com](mailto:zhouzipeng@ebsecn.com)

## 春节复工拉动作用较大

3月PMI较上月上行1.3个百分点至50.5%，回弹至荣枯线以上，此前已连续三个月处于枯荣线之下。其中生产指数受春节后反弹影响，较上月上行3.2个百分点，为本月PMI的主要拉动因素。分项构成中，新订单指数较上月上升1个百分点至51.6%（图1），实现连续两个月上升，显示市场需求可能处于恢复中。

不过，制造业的就业匹配压力依然较大。从历史经验来看，由于春节期间停工，节后从业人员指数一般存在较大的反弹，但3月从业人员指数较上月仅回弹0.1个百分点至47.6%（图2）处于2016年以来的低位。这样印证了之前我们调研时发现的，就业情况整体相对稳定，但结构上存在压力，制造业“招工难”的问题仍在延续。

图1：3月PMI较上月上行1.3个百分点分解



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019-3-31

图2：3月从业人员指数反弹较小，“招工难”仍延续

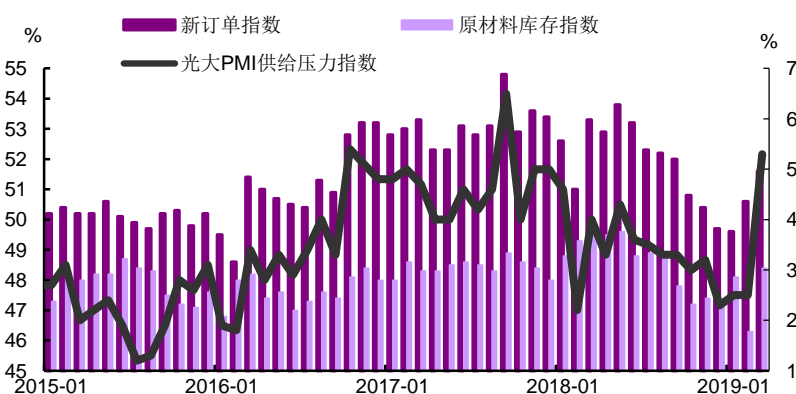


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019-3-31

## 基建托底效应显现，供给压力指数上行

基建托底效应逐渐显现。3月建筑业商务活动指数较上月上升2.5个百分点至61.7%，而建筑业新订单指数为57.9%，较上月上行5.9个百分点，为15个月来最高。

图3：3月光大供给侧压力指数上行，基建拉动上游压力



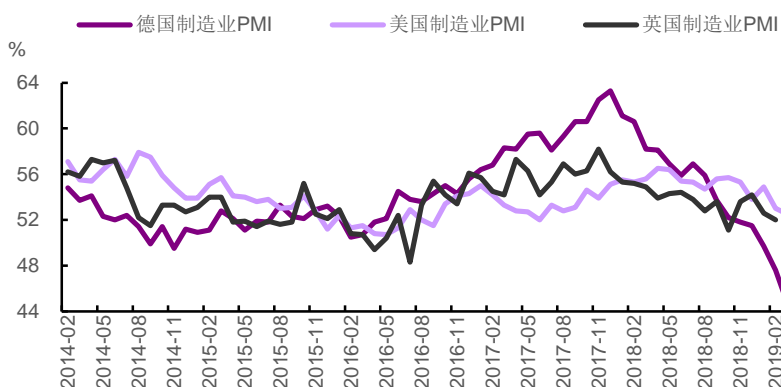
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年3月31日

此外，从供给侧压力指数来看，3月指数也扩张至5.3%（图3），为2018年以来最高，这表明上游原材料供给压力上升，基建的托底效力开始体现，有利于支撑上游企业盈利。同时还受国际能源价格企稳影响，2019年3月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数上升至53.5%和51.4%，较2月上升1.6和2.9个百分点，对PPI有一定的提升作用。我们预测3月份PPI同比小幅回弹至0.3%，不过回弹幅度相对缓慢。

## 全球制造业仍疲弱，经济弱增长模式持续

全球制造业仍疲弱背景下，中国经济踏入了弱增长模式。美、日、德的3月PMI回弹的迹象依然较弱（图4）。而2019年3月欧元区制造业PMI更是下行1.7个百分点至47.6，已经连续8个月下行。全球PMI仍有共振下行的压力，中国作为全球制造业链条中重要的一环，难免受到牵连。

图4：全球PMI共振下行警报并未消除



资料来源：Wind

春假结束，3月中国的新出口订单指数和进口指数为47.1%和48.7%。尽管边际出现了改善，但订单指数仍处于临界点以下，外贸复苏仍需时日。同时2月中国规模以上企业工业利润总额同比增速为-14%，更是2009年以来的最低值。在“三期叠加”的大背景下，经济弱增长的状态将持续。

## 预期宏观政策仍应以偏宽松为主

整体而言，3月PMI数据略超市场预期。但此时断言宽松的宏观政策将会收紧，并不合时宜。中国内部面临经济结构转型挑战，中小企业融资条件仍待改善，而国际风险因素依然较大。特别是自4月1日开始，中国增值税税率下调，如果短期开始收紧宏观政策，会传递混乱的信号，扰乱市场和实体经济预期。从政策一致性，以及预期管理来讲，我们仍预计宏观政策将继续维持相对宽松的状态。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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\\_13428](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13428)

