

起跳的数据，消失的企业

——评 2020 年 3 月 PMI 数据

摘要

3月制造业 PMI 大幅反弹至荣枯线上，主要是前期低基数效应下的深蹲起跳，并不能反映经济的趋势向好，具体而言：

一方面，PMI 为环比指标，反映的是本月较上月的变化，2月停工停产为3月数据大幅反弹的基础；另一方面，在制造业 PMI 统计样本中，主营业务收入占比较高的大中型企业或为主要调查对象，而受本次疫情负面影响较大的小微企业情况未能完全反应在调查数据内。

同时，我国新出口订单反弹幅度较小且绝对值位处荣枯线下，折射海外疫情扩散对我国经济的反噬已部分体现。当前，我国经济矛盾已由前期停工停产导致的供给不足模式切换为外海疫情扩散导致的需求短缺模式。

在国内疫情不二次爆发的前提下，我国建筑业及服务业国际化程度更低，其受海外疫情的直接冲击有限，未来或随着国内居民生产生活正常化而逐步恢复。

关键词：PMI

宏观研究部

蒋冬英

分析师

电话：021_22852639

邮箱：880208@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件：

2020年3月中国官方制造业 PMI 为 52.0%，前值 35.7%，市场预期 45.0%，我们的预期为 43.0%。官方非制造业 PMI 为 52.3%，前值 29.6%。综合 PMI 45.0%，前值 28.9%。

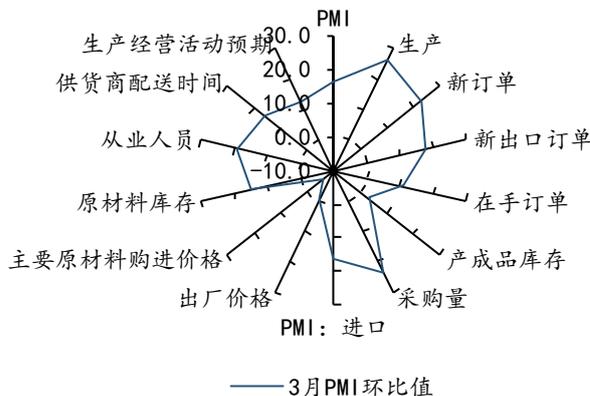
评论：

随着生产复工稳步推进，我国制造业 PMI 较前月大幅反弹 16.3 个百分点至 52.0%，重回荣枯线上。值得注意的是，制造业 PMI 指标采用扩散指数方法计算，即正向回答的企业个数百分比加上回答不变百分比的一半，其是环比指数，反映的是本月比上月发生的经济变化情况。因此，3 月制造业 PMI 重返荣枯线上折射经济重启加速。在海外疫情扩散的背景之下，我国经济扩张困难重重，趋势向好有待时日。

一、制造业：反弹虽大，向好未至

伴随全国生产复工推进，3 月制造业 PMI 全面反弹。其中，与复工联系更为直接的生产及采购量分贝较前月回升 26.3 及 23.4 个百分点，反弹幅度为分项指标之最，参见图表 1。需要指出的是，3 月数据反弹更多为低基数效应下的起跳，对于经济趋势改善指示效应较弱。具体而言：

图表 1 3 月制造业 PMI 分项环比增加值

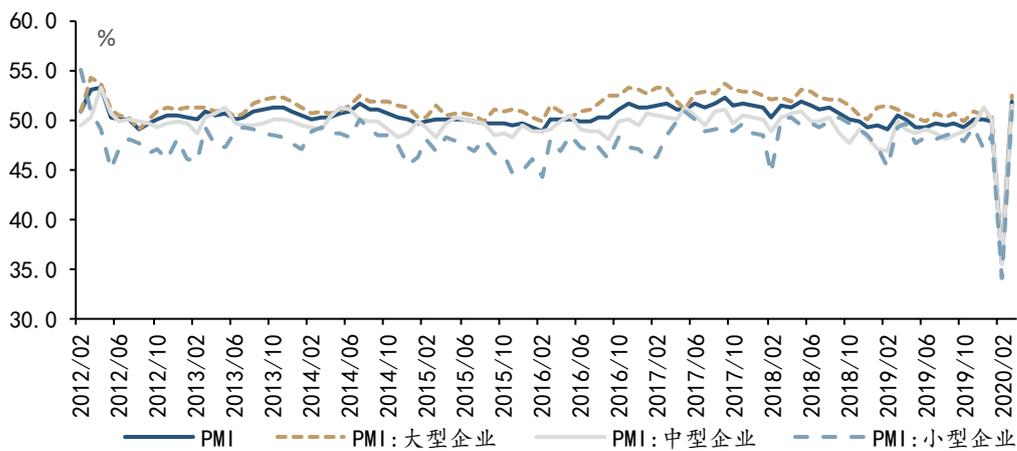


资料来源：WIND，兴业研究

第一，PMI 指标为环比指数，反映的是本月较上月的变化，其变化与前月的基数关系较大。2 月全国停工停产，制造业 PMI 录得 27.8% 这一历史低值，为 3 月数据起跳提供了较低基数。正如统计局所言，“3 月份采购经理指数较 2 月份明显上升是反映当前多数企业随着复工复产的有序推进，企业生产经营情况比上月有所改善，但并不意味着企业的实际生产经营已恢复至疫情前水平。通常情况下，当 PMI 连续三个月以上同向变化时，才能反映经济运行的趋势性变化，仅仅单月数据升至荣枯线上，并不能判断我国经济已完全恢复正常水平，实现趋势性好转，还需持续观察变化”。

第二，制造业 PMI 为调查数据，其调查样本更多集中于大中型企业，存在样本偏差。具体而言，制造业 PMI 涉及《国民经济行业分类》(GB/T4754-2011) 中制造业的 31 个行业大类，样本企业有 3000 家。抽样方法采用的是 PPS (Probability Proportional to Size, 按规模大小成比例的概率抽样)，以制造业行业为大层，各个行业样本量占比是这个行业的增加值占制造业总增加值的比例，而制造业各行业内部的样本根据主营业务收入的比例来分配。尽管统计局未公布调查样本企业名单，但由于大中型企业主营业务收入比例较高，我们或可倒推制造业 PMI 更多反应了大中型企业生产活动。进一步从 PMI 与大型、中型及小型企业 PMI 相关系数看，截止至 2020 年 3 月 PMI 与大型企业、中型企业及小型企业 PMI 数据相关系数分别为 0.97, 0.90, 0.75，折射 PMI 更多反应大中型企业生产活动，参见图表 2。

图表 2 PMI 大、中、小型企业生产指标



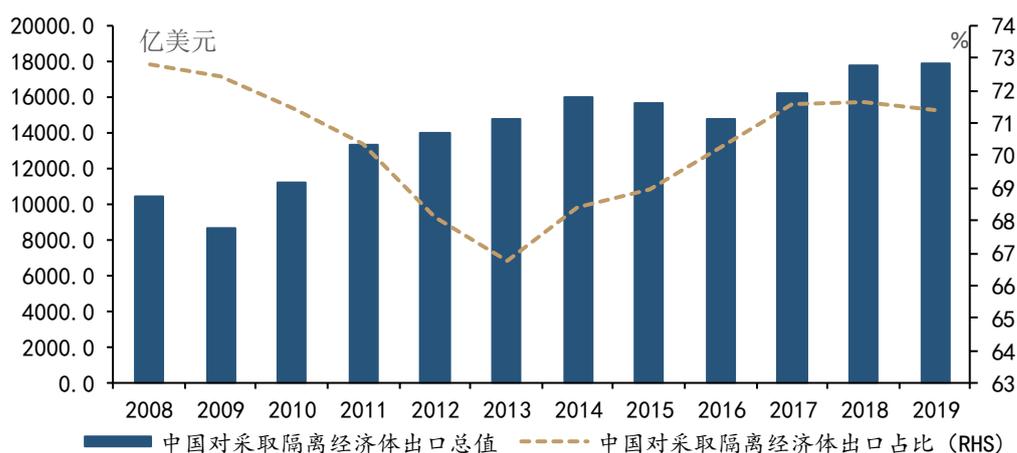
资料来源：WIND，兴业研究

本次疫情对小型及微型企业负面影响显著高于大型企业，中小企业生产复工进程也显著低于规模以上企业。根据工信部，截止至 3 月 28 日，全国规模以上工业企业平均开工率达到 98.6%，而中小企业复工率则为 76%。同时需要指出的是，受疫情影响个体工商户尤其是与餐饮个体户复工困难，个体工商户倒闭关门并不在少数，而这类消失的个体并不在 PMI 统计调查范围内。因此，我们有理由认为，由于 PMI 数据样本选择偏差，PMI 数据对当前经济恢复状况存在一定的夸大效应。

综上，2 月低基数效应叠加 PMI 统计样本偏差，3 月份数据大幅反弹对当前经济改善幅度并不能视作经济同比改善。同时，3 月制造业 PMI 数据部分说明，当前经济面临的矛盾已经由前期的供给不足转向需求不足，具体而言：

第一，海外疫情蔓延正反噬我国经济，新出口订单反弹力度不足，绝对值仍处荣枯线下。3 月新出口订单较前月反弹 17.7 个百分点至 46.4%，较其他分项指标反弹幅度较小，折射外需改善不足。3 月为海外疫情集中爆发期，海外各经济体为应对疫情扩散纷纷采取与中国趋同的隔离措施，如封城、学校关停、边境限制等。数据显示，目前已采取封锁隔离措施的国家占我国出口总值的 70% 左右，参见图表 3。受疫情影响，海外经济体纷纷取消外贸订单，我国外贸企业复工生产形势不容乐观。

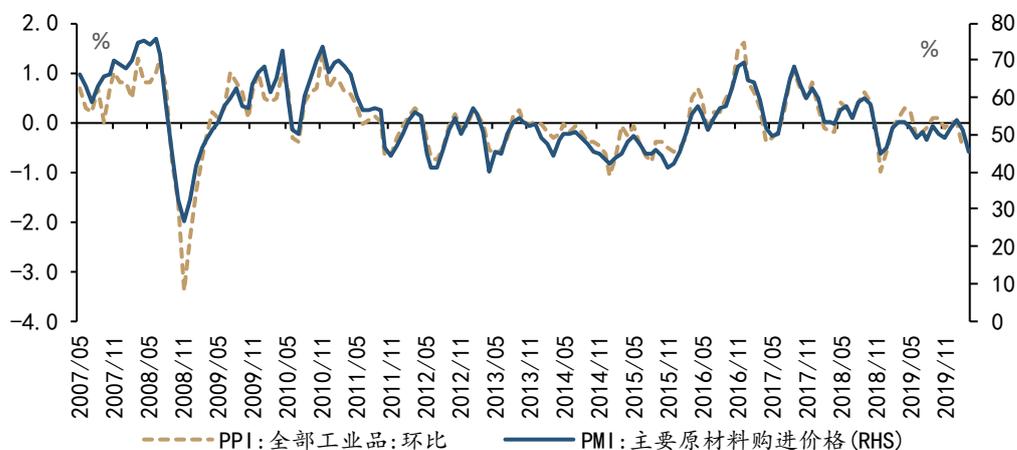
图表3 我国对采取隔离措施经济体出口总值



资料来源：WIND，兴业研究

第二，从价格看，3月PMI原材料价格及PMI出厂价格指数环比分别下滑5.9及0.5个百分点，这或折射：一方面，以原油为代表的大宗商品价格下跌拖累原材料价格；另一方面，随着我国生产复工，供给大幅改善而需求未能同步跟进，参见图表4。

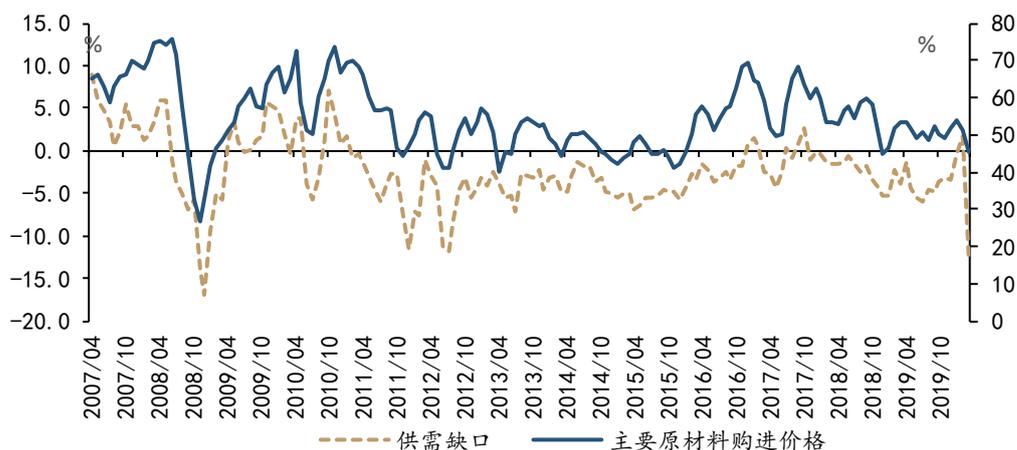
图表4 PPI与PMI主要原材料购进价格



资料来源：WIND，兴业研究

综合来看，本文用当月新订单+上月在手订单-当月生产-上月产成品库存量化当前的供需缺口，数据显示3月份供需缺口跌入-12.6%，较前月下降14.4个百分点，参见图表5。

图表5 供需缺口与PMI主要原材料购进价格



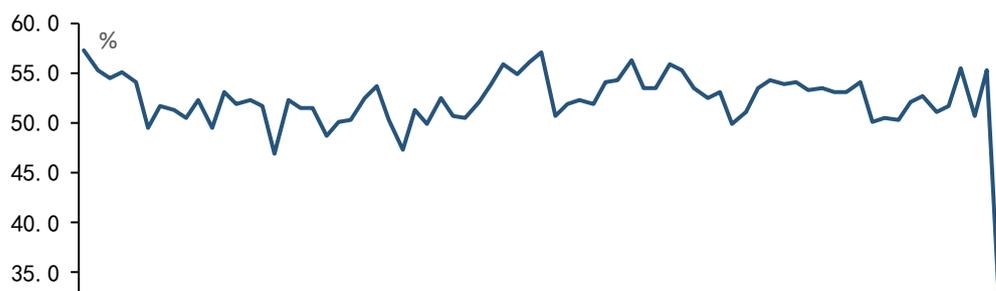
资料来源：WIND，兴业研究

二、非制造业：建筑业好于服务业

3月非制造业PMI商务活动较前月反弹22.7个百分点至52.33%，建筑业PMI较前月反弹28.5个百分点至55.1%而服务业PMI较前月反弹21.7个百分点至51.8%。从反弹力度看，建筑业复工复产效果好于服务业。具体而言：

一方面，随着国内疫情有效控制，受疫情影响大量滞留户籍地的建筑业工人逐步返工，3月建筑业从业人员PMI较前月回升20.8个百分点至53.1%，参见图表6。另一方面，疫情影响仍在持续，居民线下消费恢复力度不足，影响以餐饮为代表的线下服务业复工。

图表6 非制造业PMI建筑业从业人员



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_6101

