



首创宏观“茶”：

PMI 呈“V”型反弹态势，外需疲弱是主要风险点

证券研究报告·宏观研究报告

2020年4月1日

——3月 PMI 数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 3月制造业 PMI52.00，预期值 45.0，前值 35.70；3月非制造业 PMI52.3，预期值 42.0，前值 29.6；3月综合 PMI53.0，前值 28.9。我们点评如下：
- 一、PMI 呈“V”型反弹态势，非制造业 PMI 弱于制造业；
- 二、复工复产推动生产指数大幅上行，4月缺乏大幅下行的基础；
- 三、内需强于外需，外需疲软是主要风险点；
- 四、工业企业盈利不容乐观，尤其是小型企业；
- 五、建筑业从业人员有望停留在荣枯线之上，但就业总体情况面临较大压力。

目录

一、PMI 呈“V”型反弹态势，非制造业 PMI 弱于制造业.....	4
二、复工复产推动生产指数大幅上行，4 月缺乏大幅下行的基础.....	5
三、内需强于外需，外需疲软是主要风险点.....	6
四、工业企业盈利不容乐观，尤其是小型企业.....	7
五、建筑业从业人员有望停留在荣枯线之上，但就业总体情况面临较大压力.....	8

图表目录

图 1：制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双“V”型反弹（%）	5
图 2：复工复产推动生产指数大幅上行（%）	6
图 3：国内需求表现优于国外需求（%）	7
图 4：主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均较前值下行（%）	8
图 5：建筑业从业人员有望停留在荣枯线之上（%）	9

事件：3月制造业PMI52.00，预期值45.0，前值35.70；3月非制造业PMI52.3，预期值42.0，前值29.6；3月综合PMI53.0，前值28.9。

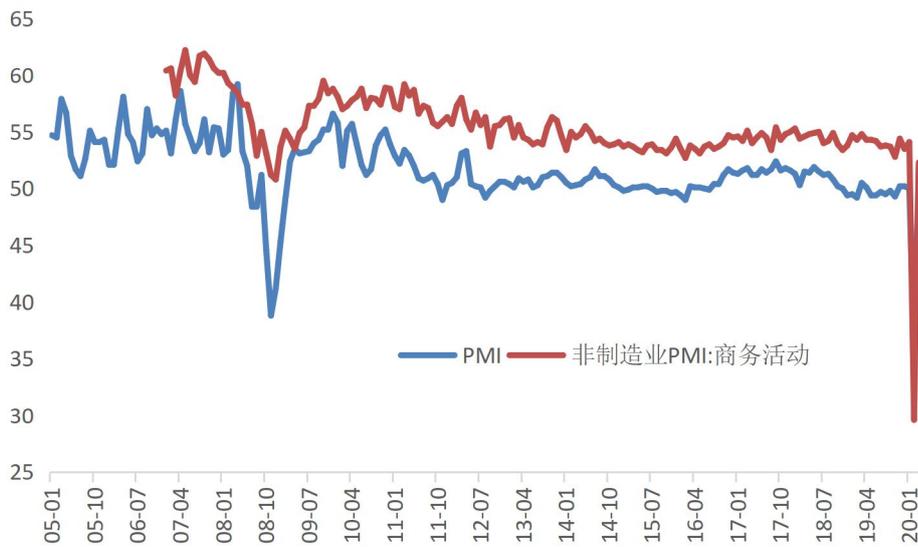
点评：

一、PMI呈“V”型反弹态势，非制造业PMI弱于制造业

3月PMI数据有两个典型特征：第一个特征是制造业PMI与非制造业PMI均“V”型反弹，具体看，3月制造业PMI录得52.00，高于预期7.0个百分点，较前值上行16.30个百分点，重返荣枯线之上，与此同时，3月非制造业PMI为52.3，高于预期10.3个百分点，较前值上行22.7个百分点，同样重返荣枯线之上；第二个特征是制造业PMI的表现强于非制造业PMI，体现为两点，一是3月制造业PMI反弹高度超过新冠肺炎疫情爆发前2020年1月的50.00，且创2017年10月以来新高，而3月非制造业PMI反弹高度低于2020年1月的54.10；二是在过往16年里的3月制造业PMI中，2019年位列第9，居于中游偏下水平，而在过往的14年里的3月非制造业PMI中，2019年位列倒数第1，严重弱于季节性。

3月制造业PMI与非制造业PMI“V”型反弹的原因在于，PMI数据是环比指数。2月我国宏观经济几近停摆，PMI主要指标均“断崖式”下跌，在此背景下，经过全国一致努力，终于迎来疫情防控积极向好，以及复工复产有序推进的良好局面。PMI数据反映的是本月比上月发生的经济变化情况，变化幅度与上月基数有很大关系。3月PMI数据“V”型反弹至荣枯线之上，并不意味着企业的实际生产经营已恢复至疫情前水平，只是表明超过一半的企业生产经营情况比上月有所改善。从主要的分项看，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得52.00、54.10、50.90、48.20、49.00，分别较前值上行22.70、26.30、19.10、16.10、15.10个百分点。其中，新订单、生产、从业人员均跃至荣枯线之上，是制造业PMI“V”型反弹的主要贡献项，而供货商配送时间与原材料库存依旧位于荣枯线之下，是制造业PMI“V”型反弹的拖累项。

图 1: 制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双“V”型反弹 (%)

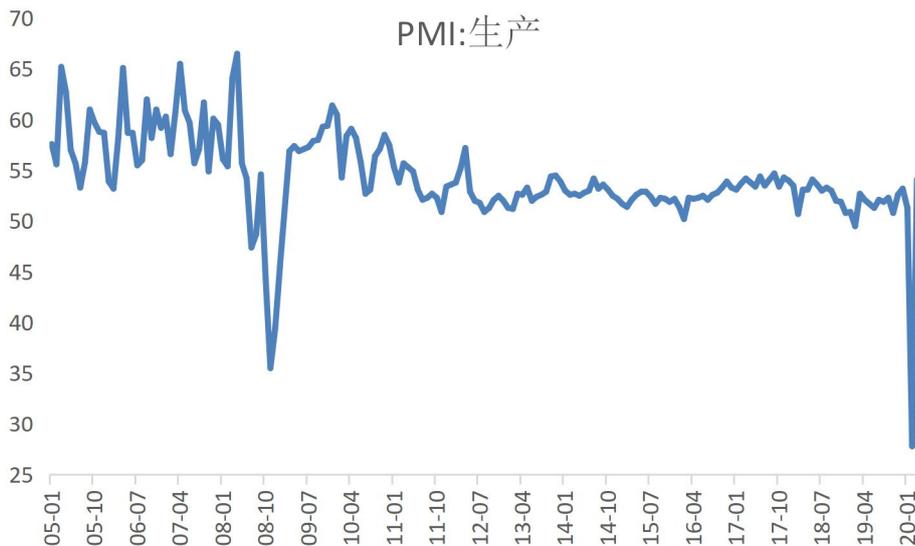


资料来源: wind, 首创证券研发部

二、复工复产推动生产指数大幅上行，4月缺乏大幅下行的基础

3月生产指数录得54.10，较前值上行26.30个百分点，持平于2018年5月，创2017年12月以来高点。2月是新冠肺炎疫情最严重的月份，其中2月12日全国新增确诊病例跳升至14109例。在此背景下，全国形成了全面动员、全面部署、全面加强疫情防控工作的局面，工业企业推迟复工复产，导致2月工业增加值累计同比降至历史新低。2月21日政治局会议在研究新冠肺炎疫情防控工作的同时，部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作，此后复工复产有序推进，截至3月25日，全国采购经理调查企业中，大中型企业复工率为96.6%，较2月调查结果上升17.7个百分点，其中制造业企业复工率为98.7%，上升13.1个百分点。经过全国人民1个多月的艰苦努力，“当前已初步呈现疫情防控形势持续向好、生产生活秩序加快恢复的态势”。因此3月制造业PMI生产指数大幅反弹也属正常。展望4月，在境外疫情呈加速扩散蔓延态势，世界经济贸易增长受到严重冲击的背景下，虽然我国疫情输入压力持续加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战，但是我们认为在政府稳增长政策的推动下，4月生产复工情况有望在3月的基础上取得边际好转，因此作为环比指标的生产指数缺乏大幅下行的基础。

图 2：复工复产推动生产指数大幅上行（%）



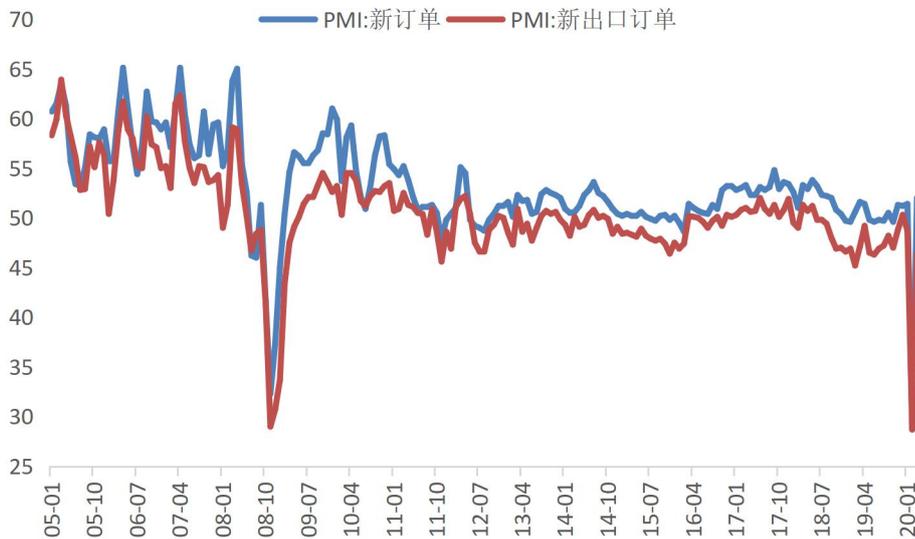
资料来源：wind，首创证券研发部

三、内需强于外需，外需疲软是主要风险点

新订单、新出口订单与在手订单分别录得52.00、46.40、46.30，分别较前值上行22.70、17.70、10.70个百分点。其中，国内需求表现优于国外需求，体现在以下三个方面：一是新订单上行22.70个百分点，远高于新出口订单的上行幅度17.70个百分点；二是新订单在荣枯线之上，而新出口订单位于荣枯线之下；三是新订单与新出口订单的差值录得5.60个百分点，创2009年6月以来高点。2月20日以来，海外疫情出现恶化倾向，受此影响，3月主要经济体制造业PMI虽然下行幅度低于市场预期，但是依旧承压进入收缩区间，具体看：美国方面，3月Markit制造业PMI录得49.2，较前值下行1.50个百分点；欧元区方面，3月欧元区制造业PMI录得44.80，较前值下行4.4个百分点，其中，德国的制造业PMI录得45.70，较前值下行2.3个百分点；英国方面，3月英国制造业PMI仅录得48.00，较前值下行3.70个百分点。3月海外主要经济体制造业PMI的下行幅度低于市场预期，很重要的原因是海外主要经济体对新冠肺炎疫情的认识不够，好的方面是生产生活照常进行，制造业PMI下行幅度低于市场预期，但是不好的方面是错过了最佳的疫情防控窗口。截至3月31日，不包括中国在内的全球确诊病例为777552例，当日新增73834例。目前看海外疫情的拐点尚未到来，预计4月海外主要经济体的制造业PMI大概率继续下跌。在此背景下，我们认为新出口订单大概率面临边际恶化的海外需求，4月将承受较大的下行压力。3月进口指数录得48.40，较前值上行16.50个百分点，依旧处于荣枯线之下，且低于疫情前2020年1月的49.0。在稳增长政策的推动下，预计4月进口指数面

临一定提振，但是鉴于海外疫情持续恶化导致海外供给收缩，即使我国保持一定的进口需求，进口指数也缺乏大幅上行的基础。

图 3：国内需求表现优于国外需求（%）



资料来源：wind，首创证券研究发展部

四、工业企业盈利不容乐观，尤其是小型企业

主要原材料购进价格指数为45.50，较前值下行5.90个百分点，创2019年1月以来新低；出厂价格指数43.80，较前值下行0.50个百分点，同样创2019年1月以来新低。虽然3月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为-1.70个百分点，较2月收窄5.40个百分点，但是我们认为3月工业企业利润总额累计同比不大乐观：一是因为主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均较前值下行，二是因为主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均位于荣枯线之下，预示因需求疲软导致价格进入收缩状态。在主要原材料购进价格指数与出厂价格指数双双在荣枯线下运行的背景下，预计4月PPI当月同比大概率较3月下行。分企业规模看，大中小

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_6109

