

低基数放大数据反弹程度

——2020 年 3 月制造业 PMI 指数点评

■ 主要观点：

制造业较 2 月显著恢复

3 月份，制造业 PMI 为 52%，比上月回升 16.3 个百分点，重回 50 临界点以上，并超过了疫情前水平。由于 PMI 是环比数据，因此本月 PMI 的大幅好转只能说明较 2 月的低点，本月一半以上的调查企业复工复产情况比上月有所改善。从具体数据来看，除价格指数外，制造业采购经理指数的各分项指数均有所回升。较 2 月经济的停滞，3 月以来市场供需情况明显改善，企业采购环比增加。从外贸景气度来看，虽环比有所回升，但仍处于正常阶段的较低水平，也反映了 2 月底疫情在海外的扩散对于外需的影响。价格指数进一步回落，三月以来由于油价的大跌，预计三月 PPI 跌幅将进一步扩大。疫情冲击下，非制造业受到的冲击也远大于制造业。因此此次的反弹中非制造业的表现也要优于制造业。综合 PMI 产出指数为 53.0%，回升 24.1 个百分点。企业生产经营加快恢复。

资本市场波动中向好

中国资本市场中波动中向好趋势不变，核心资产仍是首选。海外疫情恶化导致海外市场波动性加大，非常规政策增多，情绪传染暂时会增加市场波动性，但在经济好转确认、利率下降、流动性趋松下，资本市场好转趋势不变。海内外疫情的变化带来的预期变化和货币政策操作框架变化，推动了中国利率期限结构下降，形状改善，信用风险缓释态势延续，市场平稳中趋于活跃；股市伴随通胀预期扭转和经济内生动力上行，趋向好转，分化延续、核心资产中科技主线突出。货币政策宽松的降低市场利率效应，更是对债市有直接地推动作用。年初降准+降息后，货币市场利率水平已下台阶，定向降准后，再次配合回购利率的下调，利率下行的趋势不变。

经济恢复，低基数放大数据反弹程度

3 月 PMI 指数大幅反弹，符合我们的预期。我们始终认为，疫情对经济只有扰动，不改变趋势。短期疫情冲击下，2020 年 1 季度的经济增长回升势头将暂时停止，原先已表现出的经济内在动力回升趋势将受阻，经济增速将略有下降，下调 1 季度 GDP 增速至 5.0-6.0 之间。但当疫情消除、对冲性宏观调控政策出台后，经济将恢复正常回升态势；疫情造成的短期压力，甚至还促进了中国经济的转型和调整。由于 PMI 是环比指数，2 月受疫情冲击，指数一度低于 08 年金融危机时期，也造就了 2 月的超低基数。目前国内疫情防控以取得积极成效，企业复工复产加快，经济将逐步恢复正常。但低基数放大了数据改善程度，不能因此就对经济形势抱以过于乐观态度，要认清由于疫情海外扩散，不仅疫情防控面临输入压力，海外经济的衰退，企业停产将对我国产业链的恢复造成冲击，中小企业经营生存压力仍大等问题。

事件：3月官方制造业 PMI 数据公布

3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为52.0%，比上月回升16.3个百分点。从企业规模看，大、中、小型企业PMI分别为52.6%、51.5%和50.9%，比上月回升16.3、16.0和16.8个百分点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数和从业人员指数均升至临界点之上，原材料库存指数和供应商配送时间指数低于临界点。3月份，综合PMI产出指数为53.0%，比上月回升24.1个百分点，表明我国企业生产经营活动总体恢复较快。

事件解析：数据特征和变动原因

3月份，制造业PMI为52%，比上月回升16.3个百分点，重回50临界点以上，并超过了疫情前水平。由于PMI是环比数据，反映的是跟上个月相比本月的情况。因此本月PMI的大幅好转只能说明较2月的低点，本月一半以上的调查企业复工复产情况比上月有所改善，并不能表明经济已大幅回暖，甚至超过了疫情前水平。从具体数据来看，除价格指数外，制造业采购经理指数的各分项指数均有所回升。较2月经济的停滞，3月以来市场供需情况明显改善。企业采购环比增加。生产指数和新订单指数分别为54.1%和52.0%，比上月回升26.3和22.7个百分点，生产指数高于新订单指数2.1个百分点，显示制造业产能有所恢复。采购量指数为52.7%，比上月回升23.4个百分点，企业采购活动较上月活跃。从外贸景气度来看，3月份我国制造业新出口订单指数和进口指数分别为46.4%和48.4%，虽环比有所回升，但仍处于正常阶段的较低水平，也反映了2月底疫情在海外的扩散对于外需的影响，3月外贸数据虽将有恢复，但压力仍存。价格指数方面，原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为45.5%和43.8%，较上月下降5.9和0.5个百分点。三月以来由于油价的大跌，主要大宗商品价格回落，预计三月PPI跌幅将进一步扩大。而工业品价格的低迷对于企业的盈利也将造成负面影响。

从各类型企业来看，不同规模企业均有回升，大型企业复苏相对较快。大、中、小型企业PMI分别为52.6%、51.5%和50.9%，比上月回升16.3、16.0和16.8个百分点。从市场预期看，大、中、小型企业生产经营活动预期指数分别为55.5%、52.5%和54.0%，高于上月11.2、12.5和16.6个百分点。

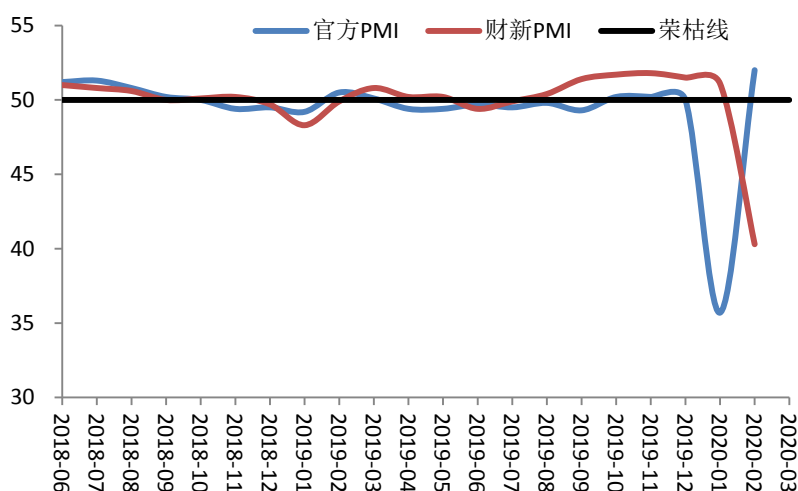
从行业角度来看，21个制造业行业PMI均有不同程度回升，食品及酒饮料精制茶、医药、专用设备、汽车、计算机通信电子设备等制造业均高于平均水平。从重点领域看，高技术制造业、装备制造业和消

费品行业 PMI 为 55.8%、54.5%和 52.0%，其中高技术制造业 PMI 高于制造业总体 3.8 个百分点。

但本月反映资金紧张和市场需求不足的企业比重分别为 41.7%和 52.3%，比上月上升 2.6 和 4.1 个百分点，说明企业经营压力仍然较大。疫情冲击下，非制造业受到的冲击也远大于制造业。因此此次的反弹中非制造业的表现也要优于制造业。3 月份，非制造业商务活动指数升至 52.3%，高于上月 22.7 个百分点，其他分类指数也均有不同程度回升。3 月份，非制造业商务活动指数升至 52.3%，高于上月 22.7 个百分点，其他分类指数也均有不同程度回升。其中部分人员聚集性较强的消费行业如住宿餐饮、旅游、居民服务、文化体育娱乐复工复产程度相对滞后，商务活动指数继续位于收缩区间。建筑业生产恢复加快，建筑业商务活动指数为 55.1%，较上月回升 28.5 个百分点，其中土木工程建筑业为 62.4%，基建行业恢复较快。

3 月份，综合 PMI 产出指数为 53.0%，比上月回升 24.1 个百分点，构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.1%和 52.3%，环比均有不同程度回升。

图 1：官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI (%)

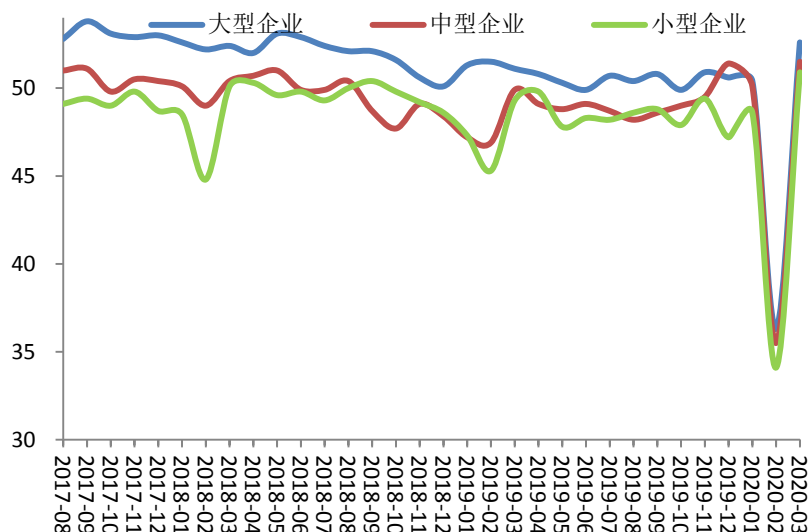


数据来源：wind，上海证券研究所

1. 大中小企业较 2 月均明显改善

从企业规模看，不同规模企业均有回升，大型企业复苏相对较快。大、中、小型企业 PMI 分别为 52.6%、51.5%和 50.9%，比上月回升 16.3、16.0 和 16.8 个百分点。从市场预期看，大、中、小型企业生产经营活动预期指数分别为 55.5%、52.5%和 54.0%，高于上月 11.2、12.5 和 16.6 个百分点。

图 2：大中小企业 PMI (%)

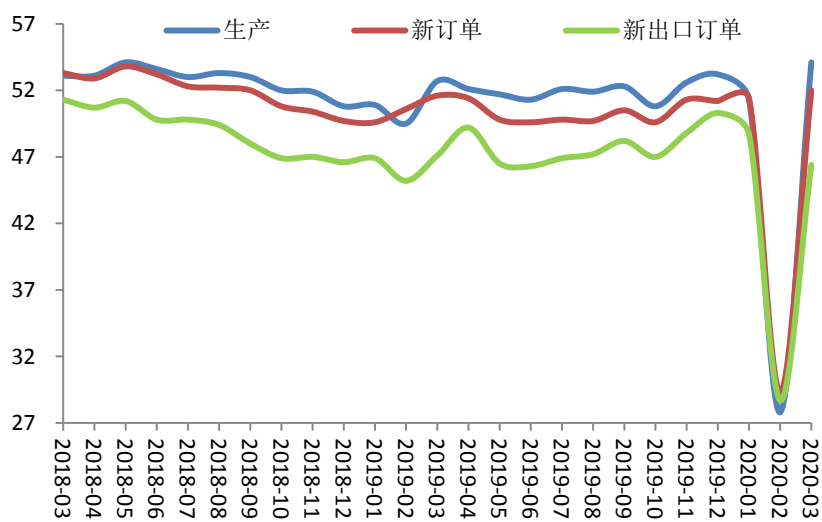


数据来源: wind, 上海证券研究所

2.供需双双回暖

3月生产指数和新订单指数分别为54.1%和52.0%，比上月回升26.3和22.7个百分点，生产指数高于新订单指数2.1个百分点，显示制造业产能有所恢复。外贸景气度方面，3月份我国制造业新出口订单指数和进口指数分别为46.4%和48.4%，虽环比有所回升，但仍处于正常阶段的较低水平，也反映了2月底疫情在海外的扩散对于外需的影响，3月外贸数据虽将有恢复，但压力仍存。

图3: 新订单及生产指数(%)



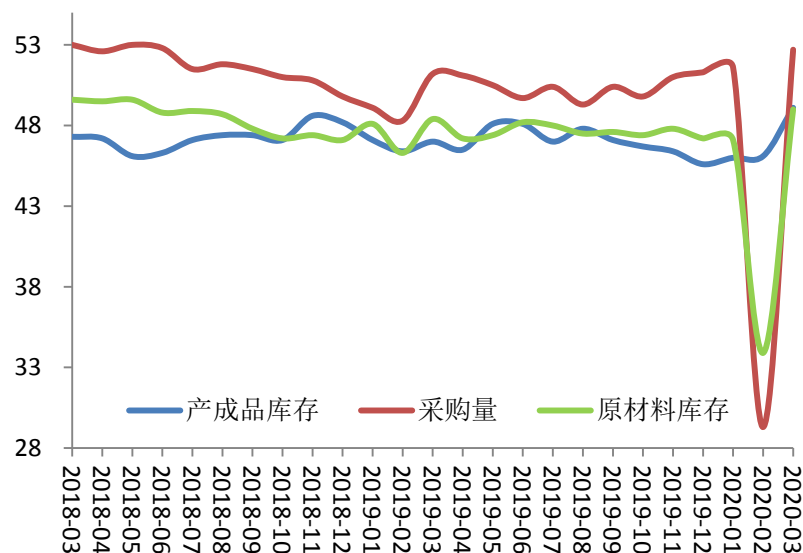
数据来源: wind, 上海证券研究所

3.库存回升

3月，原材料库存指数为49%，比上月上升15.1个百分点。产成品库存指数为49.1%，上升3个百分点。采购量指数为52.7%，比上月回

升 23.4 个百分点，企业采购活动较上月活跃。总体来看，由于企业复工复产加快，采购量活跃，库存上升，尤其是原材料库存上升幅度较大。

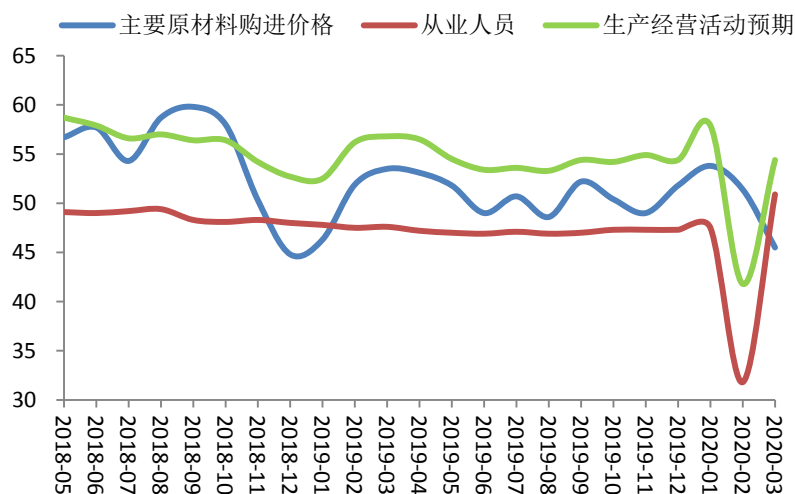
图 4：库存及采购量指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

制造业价格指数继续下跌。原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 45.5% 和 43.8%，较上月下降 5.9 和 0.5 个百分点。三月以来由于油价的大跌，主要大宗商品价格回落，预计三月 PPI 跌幅将进一步扩大。从业人员指数为 50.9%，比上月回升 19.1 个百分点，表明制造业企业复工人数有所增加。供应商配送时间指数为 48.2%，比上月回升 16.1 个百分点，虽有上升但仍偏低表明制造业原材料供应商交货仍然较慢。

图 5：购进价格、从业人员及经营活动指数指数 (%)



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

制造业较 2 月显著恢复

3 月份，制造业 PMI 为 52%，比上月回升 16.3 个百分点，重回 50 临界点以上，并超过了疫情前水平。由于 PMI 是环比数据，反映的是跟上个月相比本月的情况。因此本月 PMI 的大幅好转只能说明较 2 月的低点，本月一半以上的调查企业复工复产情况比上月有所改善，并不能表明经济已大幅回暖，甚至超过了疫情前水平。从具体数据来看，除价格指数外，制造业采购经理指数的各分项指数均有所回升。较 2 月经济的停滞，3 月以来市场供需情况明显改善。企业采购环比增加。生产指数和新订单指数分别为 54.1% 和 52.0%，比上月回升 26.3 和 22.7 个百分点，生产指数高于新订单指数 2.1 个百分点，显示制造业生产恢复较快，企业订单也有所增加。

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_6117

