

## 3月份PMI数据点评：

# 低基数推动景气反弹，趋势好转仍待政策加码

### ■ 核心摘要

1) 3月份采购经理指数回升至临界点以上是2月份大幅下降后的反弹，更多反映的是一半以上的调查企业复工复产情况比上月有所改善，并不能代表我国经济运行已恢复正常水平。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。当前企业复工复产情况仍未恢复至疫情前的正常水平，加之3月份境外疫情呈加速扩散蔓延态势，仅凭3月份PMI数据尚不能判断经济是否已经企稳回升，经济是否回暖还要看未来几个月采购经理指数能否延续扩张走势。

2) 3月制造业PMI主要表现如下：一是复工复产进度加快，生产与内需逐渐恢复，需求的扩张主要由内需新订单拉动。二是高技术行业恢复较快。三是各类型企业生产活动均有所恢复，大型企业景气度要好于中小企业，这与大型企业复工复产情况较好有关，疫情对中小企业的负面冲击更大。

3) 外贸景气度边际改善但仍位于枯荣线以下，这可能与国内疫情影响逐渐缓释，但海外疫情恶化，对外贸易受境外负面因素影响加剧有关。随着外贸企业的复工复产，外贸经营压力由生产停滞转为产业链中断、需求不足，在海外疫情出现拐点之前，外贸景气度压力恐将加剧。

4) 3月份PMI的大幅好转意味着中国经济已经走出最低点，但我们仍要看到经济存在的隐忧：外需疲弱、制造业通缩压力加大以及服务业反弹较弱，经济下行压力较大。未来经济是否会出现趋势好转将更多的依赖政策刺激的力度，327政治局会议标志着中国的逆周期调控将会加码。货币政策方面3月30号逆回购利率下调20BP，打开了新一轮货币宽松的窗口，31日的国常会要求增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿，扩大涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。财政政策方面，国常会要求再提前下达一批地方政府专项债额度，后续财政赤字和特别国债仍将继续发力稳增长。

3月31日，国家统计局与中国物流与采购联合会公布：制造业PMI为52.0%，比上月回升16.3个百分点；非制造业商务活动指数为52.3%，比上月回升22.7个百分点；综合PMI产出指数为53.0%，比上月回升24.1个百分点。

### ■ 复工复产加速，PMI整体回升

具体来看，3月制造业PMI主要表现如下：一是复工复产进度加快，生产与内需逐渐恢复。反映生产的生产指数为54.10%，较上月反弹26.3个百分点，而反映需求的新订单指数为52.0%，较上月反弹22.7个百分点。需要注意的是，虽然新订单指数重回景气区间，但新出口订单与在手订单均落于枯荣线以下，表明3月需求的扩张主要由新内需订单拉动，复工复产进度加快，内需逐渐回暖。二是高技术行业恢复较快。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。三是各类型企业生产活动均有所恢复，大型企业景气度最佳，这可能与大型企业复工复产情况较好有关。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。3月30日联防联控机制会议表示，全国规上工业企业平均开工率达98.6%，而中小企业复工率为76.8%，二者差距显著。

### ■ 经营预期好转，企业去库存速度减缓，库存周期尚未反弹

3月,PMI 指标中生产反弹幅度强于需求( 分别反弹 26.3 和 22.7 个百分点 ),产成品库存指数回弹 3 个百分点至 49.1%, 表明**企业去库存速度有所减缓**。采购量指数回弹 23.4 个百分点至 52.7%, 重回扩张区间, 原材料库存指标反弹 15.1 个百分点至 49.0%, 原材料库存下降速度减缓, 企业经营预期有所好转。虽然 3 月数据显示出一定的主动补库存迹象, 但其本质是 2 月经济活动趋于停滞, 3 月复工复产后企业生产活动重回正轨的自然表现, 并不代表库存周期的反弹。

### ■ 外贸景气度边际改善但压力仍存

3 月份, 反映外贸的新出口订单指数与进口指数分别反弹 17.7 个百分点与 16.5 个百分点至 46.4%和 48.4%, 仍位于枯荣线以下, 低于整体制造业 PMI。这可能与国内疫情影响逐渐缓释, 但海外疫情恶化, 对外贸易受境外负面因素影响加剧有关。根据 WHO 统计, 截至北京时间 3 月 31 日上午 8 时, 全球新冠肺炎累计确诊病例已升至 78 万, 美国、日本、欧盟、东盟、中国香港五大贸易伙伴无一幸免, 并均采取了各类经济社会活动限制措施。随着外贸企业的复工复产, 外贸经营压力由生产停滞转为产业链中断、需求不足, 在海外疫情出现拐点之前, 外贸景气度压力恐将加剧。

### ■ 原材料价格指数转入收缩区间, 通缩压力进一步增加

受供给端影响, 通缩压力进一步增加。3 月, 出厂价格指数回落 0.5 个百分点至 43.8%, 主要原材料购进价格回落 5.9 个百分点至 45.5%, 由景气转入收缩区间, 而采购量指标则大幅反弹 23.4 个百分点至 52.7%, 位于扩张区间, 表明本轮原材料购进价格的回落主要来自于供给增加造成的价格下跌。3 月, 欧派克会议谈崩, 原油供给增加造成油价大幅跳水。4 月 1 日起, 欧派克和非欧派克产油国将取消对各缔约国的产量限制, 俄罗斯能源部与沙特能源部已宣称要进一步增加产量, 国际原油价格短期恐难回弹, 通缩压力将进一步加大。

### ■ 非制造业 PMI 整体反弹, 重回扩张区间

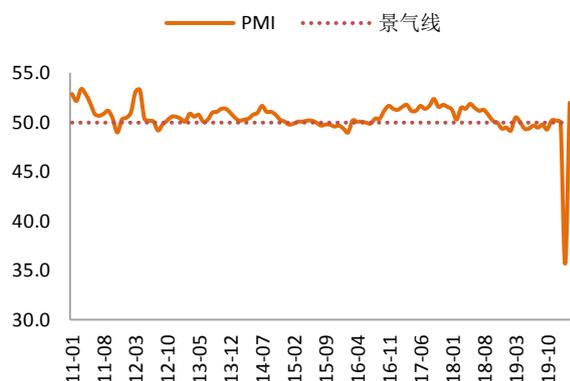
3 月份, 非制造业 PMI 反弹 22.7 个百分点至 52.3 为 52.3%, 重回扩张区间。其中, 建筑业商务活动指数回弹 28.5 个百分点至 55.1%, 其中土木工程建筑业为 62.4%, 位于高景气区间; 服务业商务活动指数回弹 21.7 个百分点至 51.8%, 其中交通运输、零售、银行等行业商务活动指数相对较高。

整体看, 服务业反弹幅度整体更弱, 建筑业反弹更强, 这可能与各行业受疫情影响程度不同, 以及复工复产进度不同有关。建筑业受重大项目开工影响, 复工复产速度更快; 服务业中, 住宿餐饮、旅游、居民服务、文化体育娱乐等行业受疫情影响较大, 复工复产进度较为缓慢, 商务活动指数依旧位于收缩区间, 拖累了服务业商务活动指数的反弹, 但邮政快递、零售、电信等行业受“宅经济”影响, 回弹幅度高于整体。市场预期看, 建筑业业务活动预期回弹至 59.9%, 服务业业务活动预期回弹至 56.8%, 表明预期均有好转。

### ■ 3 月 PMI 回弹不代表经济已回正轨, PMI 强势反弹难以为继

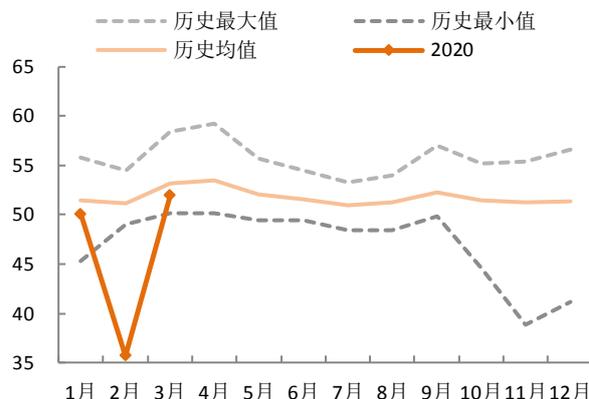
3 月制造业 PMI 重回景气区间, 表明企业复工复产情况回暖, 国内疫情对于经济的影响有所缓释, 但并不意味着经济形势已经步入正轨。这主要有两方面原因: 第一, PMI 本身为环比指标, 低基数效应是 3 月 PMI 回弹的主要因素。2 月经济活动近乎停滞, PMI 低于 2008 年 11 月金融危机期间最低值, 随着复工复产加快, PMI 的回弹是必然现象。第二, 海外疫情持续恶化, 疫情拐点到来之前, 外需不振与产业链中断造成的供应不足均可能阻碍制造业回弹。通常而言, PMI 需要连续 3 个月同向变化才能反映经济运行的趋势性变化, 考虑到疫情影响下的特殊性, 这一周期可能更需拉长以观察经济的实际走势。考虑到复工复产仍在继续, 4 月 PMI 可能仍能维持在景气区间, 但扩张幅度恐有所收窄, 短期预计 4 月制造业 PMI50.9%。

图表1 制造业 PMI 走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 3月 PMI 回弹主要受2月基数过低导致 (%)



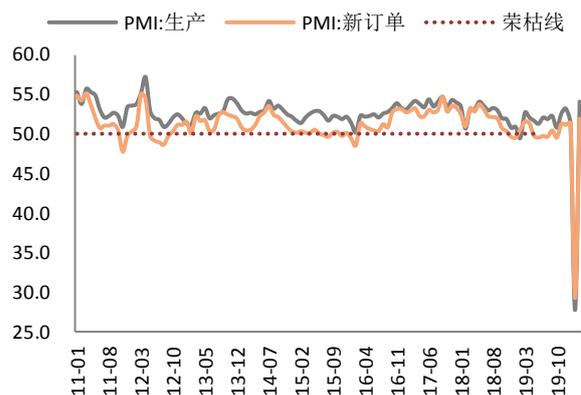
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 进、出口指标走势 (%)



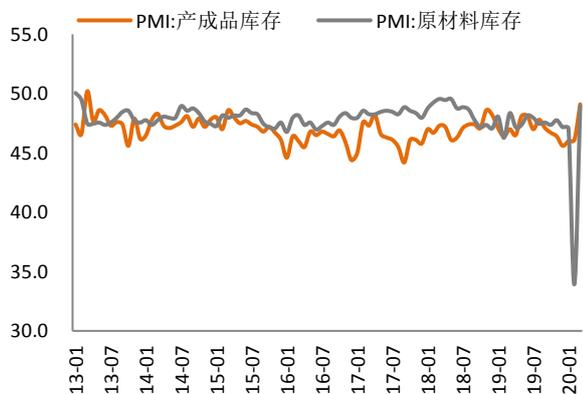
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 生产、需求指标走势 (%)



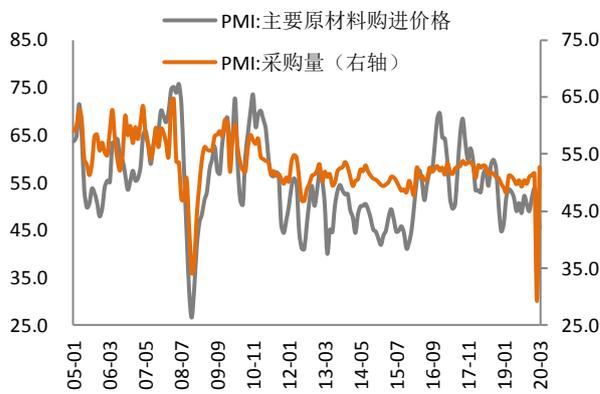
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表5 库存指标走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 采购量指标走势 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

## 报告作者：

证券分析师：陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001 电话（010-56800138）邮箱（CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN）

证券分析师：魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001 电话（021-38634015）邮箱（WEIWEI170@PINGAN.COM.CN）

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能会参与此报告所提及的发行商的证券投资或行业务或投资其发行的证券

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\\_6136](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6136)

