

中国经济走出低点，但仍存三大隐忧

——点评3月PMI数据

宏观数据点评

2020年4月1日

报告摘要：

3月PMI环比大幅反弹，确认经济低点已过。海外疫情压力下，国内经济复苏仍存三大隐忧。

- **隐忧一：需求恢复慢于生产。**

3月生产恢复较快与复工率相符。从供需修复情况看，生产指数高于新订单指数2.1个百分点，供给修复快于需求。一季度GDP增速明显会低于长期自然增长率，说明当前的产需缺口是负值，总需求肯定是不足的。

- **隐忧二：外需压力较大。**

海外疫情仍未接近拐点，美国延长社交隔离至4月底。美国经济二季度大幅负增长较为确定，下降幅度甚至可能高于金融危机时期。根据海外机构研究显示，美国今年小幅负增长是理想状态，欧盟在进入危机前的经济状况不如美国，需求打击可能更大。

- **隐忧三：外需承压加大稳就业压力。**

我国仍是贸易加工大国，近三成的制造业增加值需要靠海外需求来消化吸收。在下半年经济复苏斜率未知和短期外需快速枯竭的情况下，依赖外需的劳动密集型产业的就业压力尤其大，需要针对性的财政政策帮扶。

- **国内外经济形势不确定性仍然较大，进一步加大逆周期调节值得期待。**

货币宽松周期远未结束，稳就业将考验财政政策。以美联储为首的海外央行在较长时间内均会维持非常低的利率，直到看见经济明显复苏。失业率高升是疫情结束后全球各大经济体均要面对的问题，高失业带来的诸多问题无须赘述。美国采取国家注资中小企业共渡难关，以长期回报来弥补短期压力。中国如何使用财政政策值得期待。

- **风险提示：全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

中国 3 月官方制造业 PMI 52.0%，前值 35.7%。

中国 3 月官方非制造业 PMI 52.3%，前值 29.6%。

一、经济底部已过，需求决定反弹斜率，外需难言稳定

PMI 边际修复显著，大型企业和新动能改善更多。 PMI 是环比指数，反映的是本月比上月的经济变化情况。2 月 PMI 指数跌至历史最低点，导致 3 月 PMI 大幅回升至 52%。根据统计局解释，3 月数据的正确解读应为超过一半的企业认为 3 月较 2 月有所改善，至于是否出现趋势性变化，还需持续观察。3 月修复具有两个特点：（1）越是大型企业，景气回升越快。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；（2）新动能恢复较快，高技术制造业 PMI 高于总体。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。

需求回升低于生产。 3 月 PMI 生产指数环比回升 26.3 个百分点至 54.1%，新订单指数环比回升 22.7 个百分点至 52%。假设 1 月为基值 100，按照 2 月环比分别下降 23.5% 和 22.1%，我们可以简单计算 3 月生产和需求相对于 1 月来说分别是 96.6 和 95.6，生产恢复快于需求恢复，与 3 月复工复产明显加快相符。调查显示，截至 3 月 25 日全国大中型企业复工率为 96.6%。其实，一季度 GDP 增速明显会低于长期自然增长率，说明当前的产需缺口是负值，总需求肯定是不足的。另一方面，生产快速回升可以依赖机器启动和产能利用率的提高，总需求恢复则需要失业率、贸易、疫情和消费者信心等多方面指标出现改善，目前来看，从业人员 3 月移动平均值仍处在一个“大坑”中（图 1）。

图 1：3 月 PMI 从业人员移动平均数仍处在“大坑”中

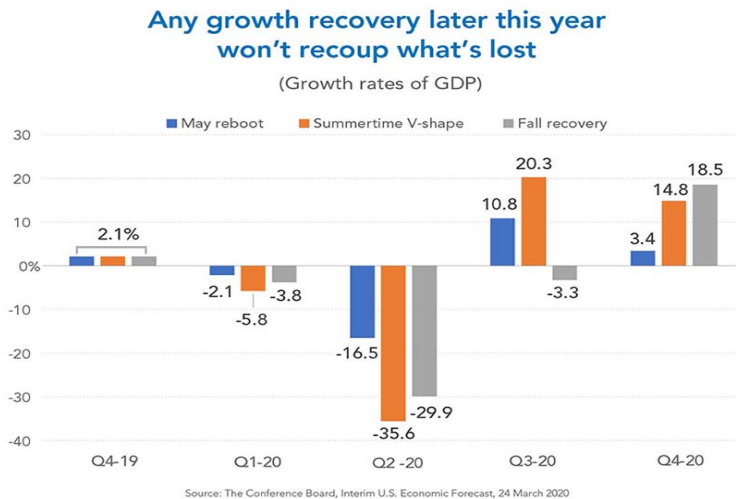


资料来源：Wind，民生证券研究院

外贸尤其不稳定。 3 月 PMI 新出口订单指数较上月回升 17.7 个百分点至 46.4%，不仅仍处于不景气区间，而且是 2019 年 7 月以来的新低（不含 2 月数据）。全球疫情错位，欧洲率先爆发的意大利和西班牙似乎出现改善迹象，其他国家仍未接近疫情峰值，美国则是直接将社交隔离政策延续至 4 月底。目前，美国市场的一致预期是二季度大幅负增长，部分机构认为二季度 GDP 增速会低于金融危机最低值，甚至可能创下历史新高

低（图 2）。不管下半年恢复如何，二季度的外贸压力非常大，尤其是中美加征关税仍存在。参考 2009 年金融危机经验，二季度部分月份的出口增速达到-20%并非不可能。

图 2：美国二季度可能大幅负增长，全年 GDP 小幅负增长是理想状态



资料来源：Conference Board，民生证券研究院

外需不稳加大稳就业压力。虽然我国经济一直在努力转型为消费驱动，但是加工贸易在经济中的占比仍不低。根据 2015 年 OECD ICIO 数据显示，近三成的制造业增加值需要依靠海外需求来消化吸收。以纺织业为例，纺织业既是劳动密集型产业，又是高度外贸依赖性产业。按照商务部课题组报告显示，每百万美元出口可以拉动纺织业从业人次约为 75 人，远高于高技术产业（表一）。2019 年，我国纺织品服装出口额约为 2715 亿美元，经营压力可见一斑。另外，2008 年下半年，国家为稳定纺织业外贸压力，对纺织业上调出口退税率及取消不合理收费，通过四万亿投资项目拉动房地产相关的家纺制品需求等。这一次，同样是外需不容乐观，政策需要平衡消费升级和稳就业，压力只会更大。

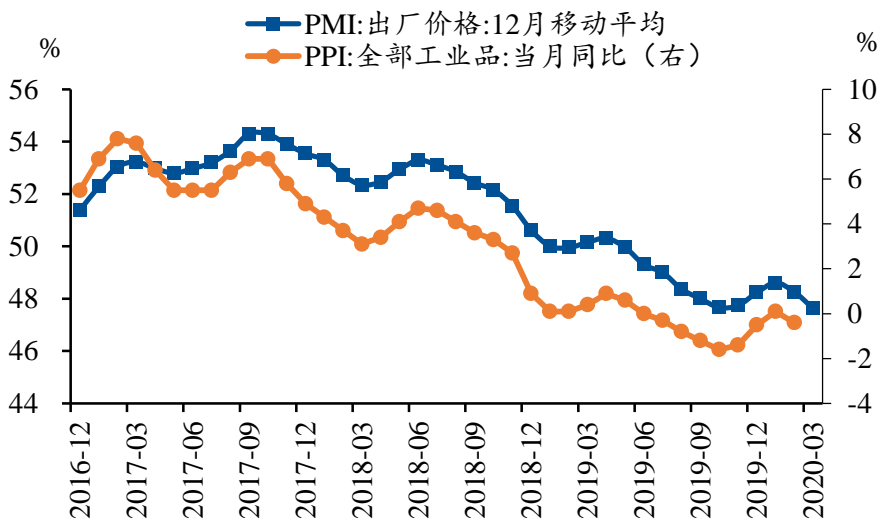
表 1：2018 年每百万美元出口可带动从业人次

部门名称	加工贸易（人次）	一般贸易（人次）	总出口（人次）
农林牧渔产品和服务	0	96.5	96.5
煤炭采选产品	0	33.5	33.5
石油和天然气开采产品	0	17.8	17.8
金属矿采选产品	0	32.6	32.6
非金属矿和其他矿采选产品	0	35.8	35.8
食品和烟草	48.4	81.3	76.1
纺织品	51.3	77.1	75.1
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品	45.2	63.7	61.6
木材加工品和家具	51.9	59.5	58.8
造纸印刷和文教体育用品	47.2	48.5	48
石油、炼焦产品和核燃料加工品	4.2	23.8	23
化学产品	26.2	44.3	40.5
非金属矿物制品	29.6	42.4	41.9
金属冶炼和压延加工品	13.9	32	30.1
金属制品	32.2	39.9	39
通用设备	23.2	38.9	35
专用设备	23.8	39.5	35.6
交通运输设备	21.9	33.7	29.5
电气机械和器材	22.9	40.3	34.8
通信设备、计算机和其他电子设备	23.1	33.6	26.9
仪器仪表	21.2	41.4	33.8

资料来源：商务部，民生证券研究院

价格通缩压力加大，财政刺激可防流动性陷阱。3月制造业出厂价格指数较上月下降0.5个百分点至43.8%，原材料购进价格指数较上月下降5.9个百分点至45.5%，两者均落入收缩区间，显示工业品通缩压力进一步加大（图3）。尤其是4月份，全球石油库存处于历史高位，美国“封城”措施逐渐升级，石油需求进一步下降，4月可能是全年需求底部，油价下跌压力仍在。从消费者行为来看，失业率修复需要时间，贷款还款压力不减，经济前景存在高度不确定性，加上疫情产生的恐惧心理，持有现金可能更加安全，导致消费动能较为缺乏。不同于美国的零利率和可能爆发的流动性泛滥，我国是否存在流动性陷阱的现实基础有待商榷。在全球利率处于下行趋势时，财政刺激政策的成本在下降，基建等需求拉动可以缩短甚至避免流动性陷阱。

图 3：全球需求不足导致 PMI 下行压力加大

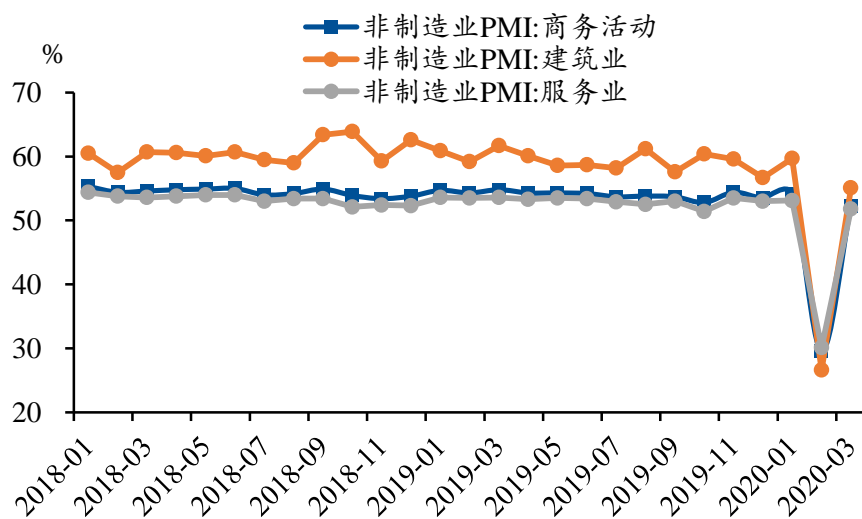


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、非制造业 PMI 有所改善，恢复速度慢于制造业

服务业总体回暖，建筑业生产加快恢复。3 月服务业商务活动指数为 51.8%，比上月回升 21.7 个百分点；建筑业商务活动指数为 55.1%，较上月回升 28.5 个百分点(图)。住宿餐饮、旅游、居民服务、文化体育娱乐等生活性服务业的复工复产较服务业总体滞后，而且 PMI 仍处于收缩区间。另一方面，3 月份非制造业 PMI 的分项指标均低于 1 月份，说明非制造业复苏进度滞后于制造业。服务业正常化仍需等疫情彻底解除。3 月份采购经理指数虽然反映本月企业生产经营状况与 2 月份相比发生了明显的积极变化，但当前国内外疫情防控和经济形势还在发生新的重大变化，世界疫情呈加速扩散蔓延态势，世界经济贸易增长遭受冲击严重，我国疫情输入压力加大，经济发展特别是产业链恢复面临新的挑战，采购经理指数后期走势仍需持续关注。

图 4：非制造业商务活动环比改善，但仍全面低于疫情前的水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、国内外经济形势不确定性仍然较大，进一步加大逆周期调节值得期待

货币宽松周期远未结束，稳就业将考验财政政策。中国疫情高峰期已过，未来的着力点将逐渐转向经济复苏。失业率高升是全球各大经济体都要面对的状况，而且失业率易升难降。通常，失业率上升都会伴随着大量的企业倒闭。根据3月1日银保监会公告显示，我国企业贷款的还本付息延至6月份。虽然解决了部分流动性压力，但是中小企业面对的是短期收入大幅下滑的难题。在这方面，美国为应对失业率爆发提供了两个选项，一是提高失业金，解决民生问题；二是向中小企业提供慷慨的贷款。作为主要贷款人的美联储更加希望企业选择第二选项，尽量少裁员。该部分贷款可免可展期（财政部愿意承受损失），前提是企业保留一定的员工数和继续支付薪水。这个项目的好处就是能够节省失业金支出，维持员工和企业的生存，达到降低失业率的目的，帮助企业维持到经济复苏。本质上，第二选项就是国家直接注资中小企业，以长期回报来弥补短期压力。

风险提示

全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。

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_6141

