

## 复工复产支撑 PMI 回升，但外需冲击尚未完全体现

**数据：**3月官方制造业 PMI 为 52（前值 35.7），非制造业 PMI 为 52.3（前值 29.6），综合 PMI 产出指数为 53.0（前值 28.9）。

**1、3月制造业 PMI 较上月明显回升，其中，生产、需求改善，价格环比下降，各类型企业景气度均有所改善。**

（1）供需角度看，生产较上月回升（+26.3 至 54.1），新订单指数回升（+22.7 至 52.0），生产、需求均较上月改善。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内上升（+15.1 至 49.0），产成品库存在收缩区内上行（+3.0 至 49.1），采购量上行（+23.4 至 52.7），制造业主要原材料库存、产成品库存降幅收窄。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数下行（-5.9 至 45.5），出厂价格指数在收缩区间下行（-0.5 至 43.8）。

（4）进出口看，进口收缩区内上升（+16.5 至 48.4），出口上行（+17.7 至 46.4）。

（5）就业压力有所改善，从业人员指数较上月上行（+19.1 至 50.9）。

（6）企业规模看，大型企业上行（+16.3 至 52.6），中型企业上行（+16 至 51.5），小型企业上行（+16.8 至 50.9），各类型企业景气度均有所改善。

（7）生产经营活动预期指数上行（+12.6 至 54.4），市场信心有所改善。

**2、3月非制造业商务活动明显上升，服务业、建筑业景气度均回升。**非制造业 PMI 大幅回升（+22.7 至 52.3），其中，服务业商务活动指数回升（+21.7 至 51.8），具体行业方面，交通运输、零售、银行等行业商务活动指数相对较高，生活性服务业其中住宿餐饮、旅游、居民服务、文化体育娱乐等行业受疫情影响较大，商务活动指数继续位于收缩区间。建筑业商务活动指数回升（+28.5 至 55.1），发展信心有所恢复。

**3、3月 PMI 数据有三点值得关注：（1）PMI 显著回升符合预期，但 Q1 经济仍预计将负增长。**3月 PMI 相对 2月显著回升，主要是由于 PMI 是环比指标，反映的是本月相对上月经济的变化情况，3月制造业 PMI 指数为 52.0，可以理解为 3月份有一半以上企业生产经营状况比 2月份有所好转。这个也与高频数据所反映的情况相一致，当前商品房成交、汽车销售，高炉开工率等均在改善，截至 3月 25日，大中型企业复工率为 96.6%，较上月上升 17.7 个百分点，预计 3月相关经济数据也将明显改善。但当前企业生产经营依然面临较大压力，3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%，较上月有所增加。Q1 经济构成中，3月份经济总量的比重大概占到约 40%，1-2月份占比是 60%，3月份的比重要高一点，但 3月经济的改善难以弥补前两月经济的大幅走弱，因此，预计 Q1 经济将负增长。（2）海外疫情不确定下，需要持续关注外部可能的负面冲击。

3月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，但处于较低水平。当前，中国、韩国以及亚洲部分国家疫情已经得到控制，欧洲、美国还处于爆发阶段，全球来看，疫情的发展还存在不确定性，正在冲击全球经济贸易的发展，我国二季度外需也将面临严重负面冲击。其中与出口相关度比较大的行业，如计算机、通信和其他电子设备制造业，金属制品、机械和设备修理业，文教、体育和娱乐用品制造业等可能会受到比较严重的影响。乐观估计下海外疫情可能在 4月中旬下达到高点，后续影响还需要持续关注。（3）土木工程建筑业 PMI 明显上升，逆周期调节下财政力度或有望增大。

3月建筑业生产加快恢复，其中土木工程建筑业 PMI 为 62.4，建筑业从业人员指数和业务活动预期指数分别为 53.1 和 59.9，比上月回升 20.8 和 18.1 个百分点，逆周期调节下财政力度或有望增大，我们预计预算赤字率或将突破 3%。

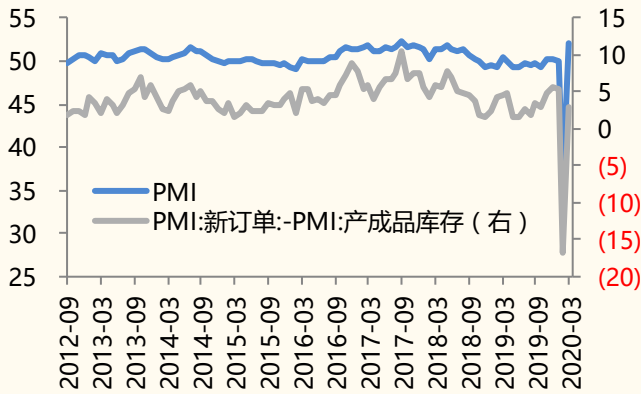
**风险提示：**财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

**段小乐** 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

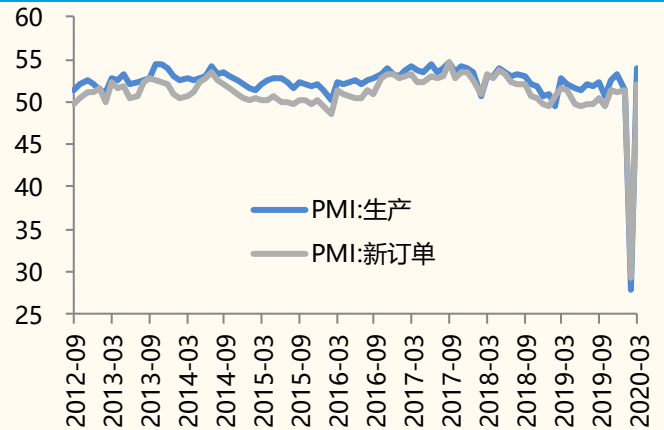
**邸鼎荣** 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1: 3月制造业 PMI 回升



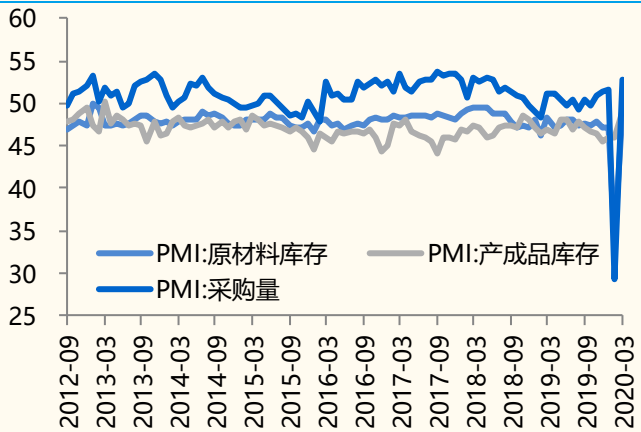
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 2: 制造业生产、新订单指数回升



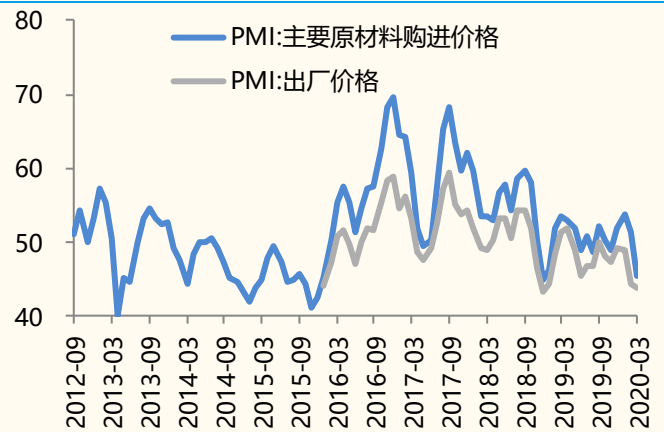
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 3: 原材料库存、产成品库存指数回升



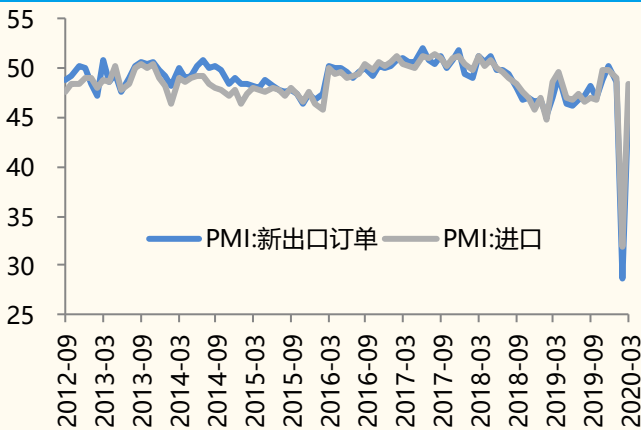
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 主要原材料购进价格, 出厂价格指数回落



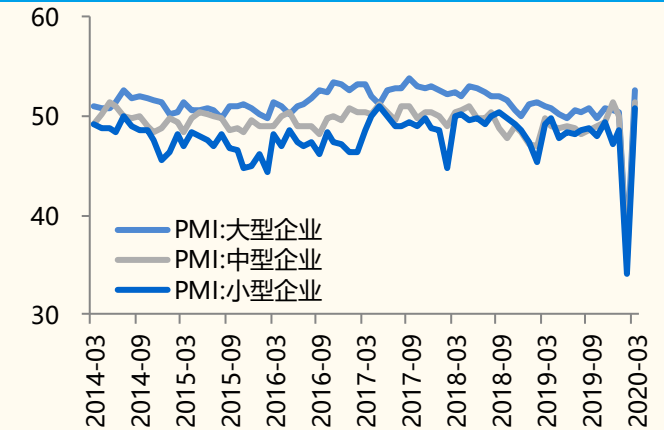
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 5: 进口、出口指数回升



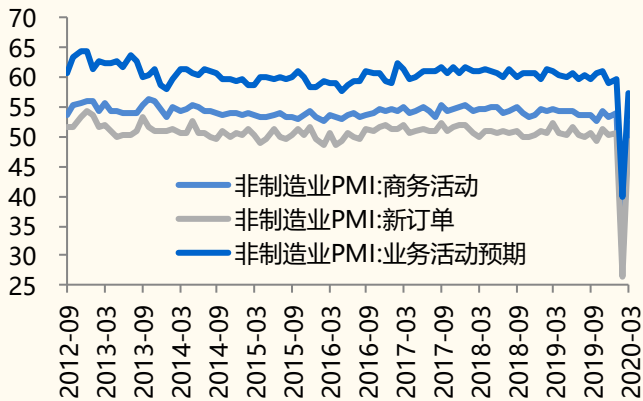
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 各类型企业景气度回升



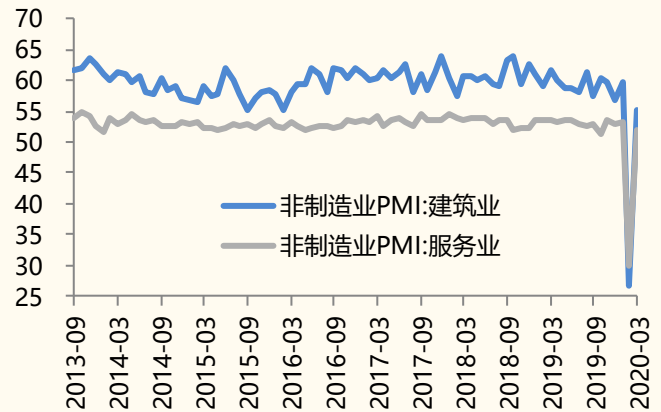
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表7：非制造业商务活动指数回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表8：建筑业、服务业指数回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

**风险提示：**

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；
4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；
5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址: 中国北京西城区长椿街3号4层	地址: 中国深圳福田区深南大道4001号 时代金融中心7GH

**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\\_6142](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6142)

