

2020年03月31日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

超预期的数据与弱于预期的基本面

——3月PMI数据点评

相关报告

《证监会《问答》及保险业股权投资放宽简评：定增战略投资者门槛提升，放宽保险权益投资》——2020-03-22

《国务院下放用地审批权点评：建设用地总供给仍有约束，项目审批效率提升》——2020-03-16

《1-2月宏观经济数据点评：疫情冲击之下的经济有多糟？》——2020-03-16

《人民银行定向降准点评：抗疫情、稳就业新举措》——2020-03-15

《总理国常会讲话点评：稳就业取代稳增长，下调GDP预测》——2020-03-12

事件：

3月31日，国家统计局公布3月制造业PMI为52.0%，回升到扩张区间。虽然数据显著超过市场一致预期，但这更主要是由于市场对计算方法的误解所致。实际上，数据所反映的经济反弹弱于预期。我们维持第一季度GDP增长在-11%的预测。考虑到当前经济面临需求供给的双重收缩，当前的政策调整在刺激需求之外，可能还会着重直接补贴缓解就业压力和企业现金流压力。

投资要点：

- **PMI显著超出市场预期，但这可能是由于市场对计算方法的误解。** 3月PMI预期值为44.8，但此次公布的数据显示远超前值和预期，升至荣枯线之上。但是我们认为公布数据超出市场预期可能主要是由于市场对PMI计算方法的误解——认为其绝对值与经济同比增速有关。而实际上PMI是一个环比指标，反映了本月相对于上月的经济变化；故3月的PMI是以2月的制造业活动情况为基础得到的结果。而受新冠疫情冲击，2月制造业严重收缩，当月PMI仅35.7。在3月份复工复产取得进展的情况下，PMI回到扩张区间属于意料之中的情况。
- **制造业扩张仍低于市场预期，外需拖累需求生产复苏。** 实际上，52的扩张程度非常温和，考虑到2月的低基数，这种程度的复工复产实际上低于市场的预期。从子指数上看，新订单，生产和从业人员都出现了超过50的扩张现象，其中生产的回升更加显著。与之相匹配的是产成品存货的反弹，说明当前工业企业库存的积累仍是支持生产的重要因素。而出口指数是自指数中最弱的之一，仅有46.4，这也可能反映了疫情在海外扩散之后外需订单较二月份进一步下行的影响。此外，原材料购进价格指数的大幅下行可能意味着工业部门通缩的压力会进一步增加。
- **维持一季度GDP负11%的预判，后续可能出台更多缓解疫情冲击政策。** 从三月复工复产低于市场预期的情况来看，我们维持一季度GDP同比增长-11%的预测（《政治局会议背后的逻辑是什么？》3月28日）。就政策而言，最近货币和财政政策都进行了一系列调整，但是在海外疫情扩散以及国内疫情持续防控——包括近期出现的无症状患者风险——的压力之下，中国面临着需求和供给的双重约

束。所以政策安排可能不仅是简单的刺激总需求，也可能出台一些直接补贴、金融救济缓解就业压力和企业现金流压力的政策。

风险提示：经济低于预期，政策力度不及预期，疫情持续恶化

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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_6143

