

## 环比大反弹，同比弱修复

——2020年3月PMI点评

行业点评

### ● 复工复产打开供给约束，PMI 环比显著改善

3月PMI大幅回升至52%，一方面，国内疫情防控形势持续向好，企业复工复产明显加快，根据统计局数据，截至3月25日，全国采购经理调查企业中，大中型企业复工率为96.6%，较2月调查结果上升17.7个百分点，复工复产打开了供给约束，PMI生产、新订单等分项较2月明显改善。另一方面，由于PMI本质是环比指标，2月经济处于“半停摆”状态，低基数也推升了3月PMI，我们预计2020年3月经济数据环比大概率好于1-2月，这与3月发电耗煤量、高炉开工率、商品房销量等高频数据环比改善一致。

### ● 高基数下经济数据同比弱修复

PMI本质是环比指标，而经济数据更关注同比，通过环比累乘法得到PMI同比增速，3月PMI同比下降29.2%，降幅较2月(-31.3%)仅略有收窄。2019年3月生产、出口等经济数据处于偏高水平，当时市场还一度出现经济复苏的幻觉，高基数或将抑制2020年3月经济数据的反弹高度。

### ● 未来外需或断崖式回落，扩内需迫在眉睫

3月PMI主要还是反应国内供给约束打开，但未来主要矛盾将从供给收缩转向外需回落。海外疫情的进一步蔓延迫使越来越多国家采用封城等隔离措施，迫使经济处于“半停摆”状态，接下来海外经济可能像中国2月经济数据一样出现深跌，并且持续时间可能更长，中国外需回落压力可能比过去任何时候都大，国内经济或将受到二次冲击，铜、螺纹钢等商品价格的快速回落已经反映增长预期从之前的V型向U型的下修。此时企业能活下去是最重要的，需要政府及时出台扩内需刺激政策，近期拉基建、促消费、降息、财政扩张等相关政策是积极的信号。

### ● 风险提示：海外疫情全面扩散；政策落实不及预期

#### 潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

#### 刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

#### 邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

#### 陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

#### 相关报告

宏观报告：高基数下的弱反弹——2020年3月宏观经济月报

2020-3-29

## 目 录

1、 复工复产打开供给约束，PMI 环比显著改善.....	3
2、 高基数下经济数据同比弱修复.....	4
3、 未来外需或断崖式回落，扩内需迫在眉睫.....	5

## 图表目录

图 1: 3月 PMI 大部分分项出现改善.....	3
图 2: 生产指数回升幅度大于新订单.....	4
图 3: 发电耗煤量已回升至近年同期均值九成左右.....	4
图 4: PMI 同比略有反弹.....	5
图 5: 近期沪铜与螺纹指数快速下滑.....	5

事件: 2020年3月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。3月非制造业商务活动指数为52.3%, 比上月回升22.7个百分点; 其中, 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%, 比上月回升28.5个百分点。

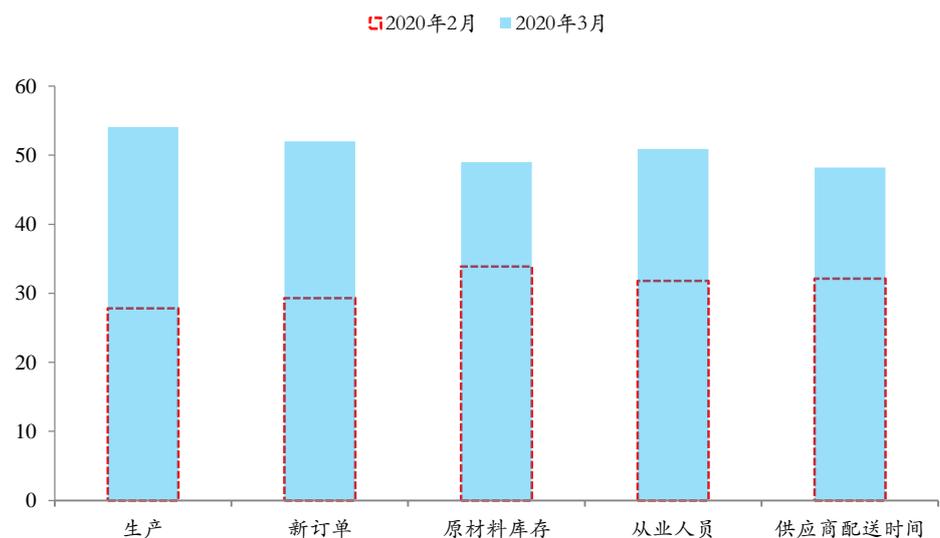
## 1、复工复产打开供给约束, PMI 环比显著改善

**企业复工复产加速下, PMI 环比显著改善。** 3月PMI大幅回升至52%, 一方面, 国内疫情防控形势持续向好, 企业复工复产明显加快, 根据统计局数据, 截至3月25日, 全国采购经理调查企业中, 大中型企业复工率为96.6%, 较2月调查结果上升17.7个百分点, 其中制造业企业复工率为98.7%, 上升13.1个百分点, 复工复产打开了供给约束, PMI生产、新订单等分项较2月明显改善。另一方面, 由于PMI本质是环比指标, 2月经济处于“半停摆”状态, 低基数也推升了3月PMI, 我们预计2020年3月经济数据环比大概率好于1-2月, 这与3月发电耗煤量、高炉开工率、商品房销量等高频数据环比改善一致。

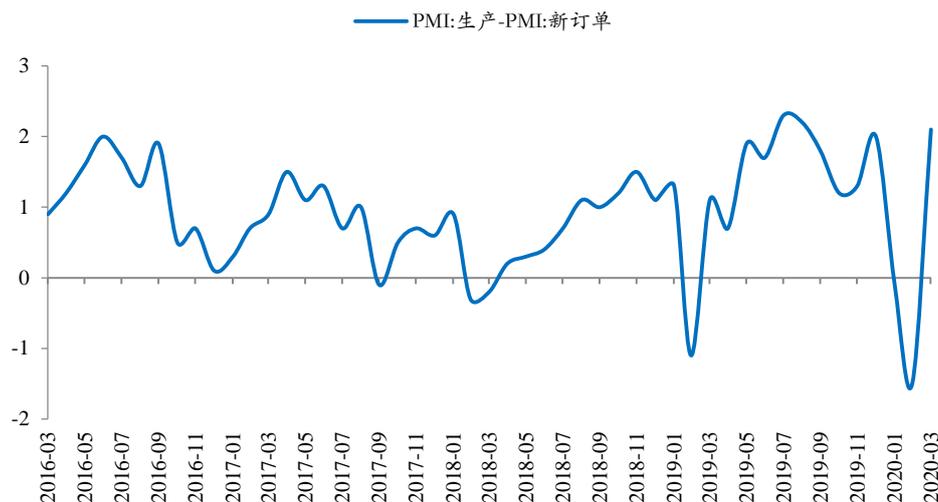
**生产指数改善好于新订单。** 3月生产指数较2月上升26.3个百分点, 新订单指数较2月上升22.7个百分点, 生产指数反弹幅度明显大于新订单, 我们从高频数据中也看到这一点, 比如3月发电耗煤量已回升至近年同期均值九成左右, 而3月30大中城市商品房日均销售面积仅恢复至近年同期均值五成左右。

**新出口订单指数回升或因供给约束打开而非外需好转。** 2月新出口订单指数大幅回落20个百分点, 主要原因是供给收缩, 疫情导致春节假期延长、出口企业复工缓慢, 2月宁波港与广州港集装箱吞吐量同比降幅均超过20%。随着3月国内疫情数据的好转, 出口企业供给能力快速恢复, 此前积压在港口的订单可以履约执行。而2-3月欧美等经济体综合PMI大幅回落, 表明外需是在下滑而非好转。

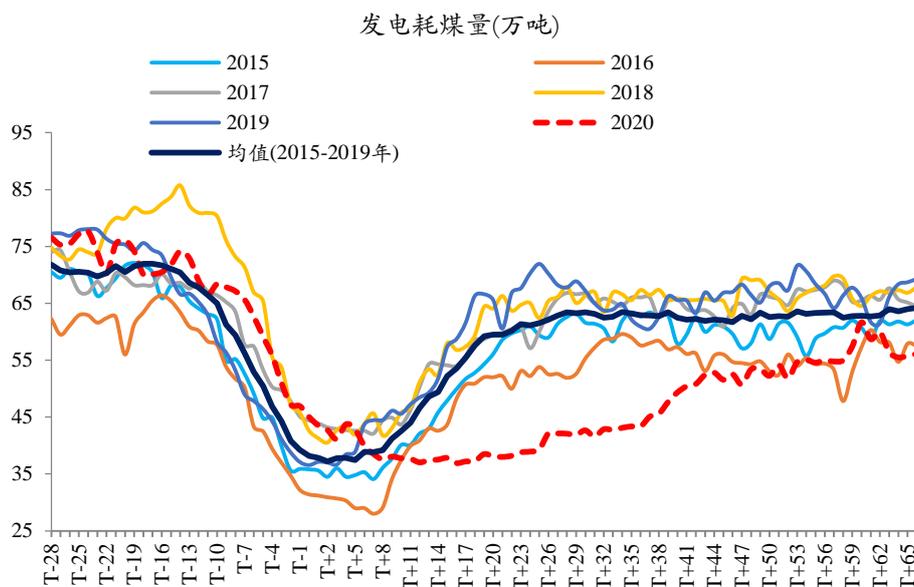
图1: 3月PMI大部分分项出现改善



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

**图2： 生产指数回升幅度大于新订单**

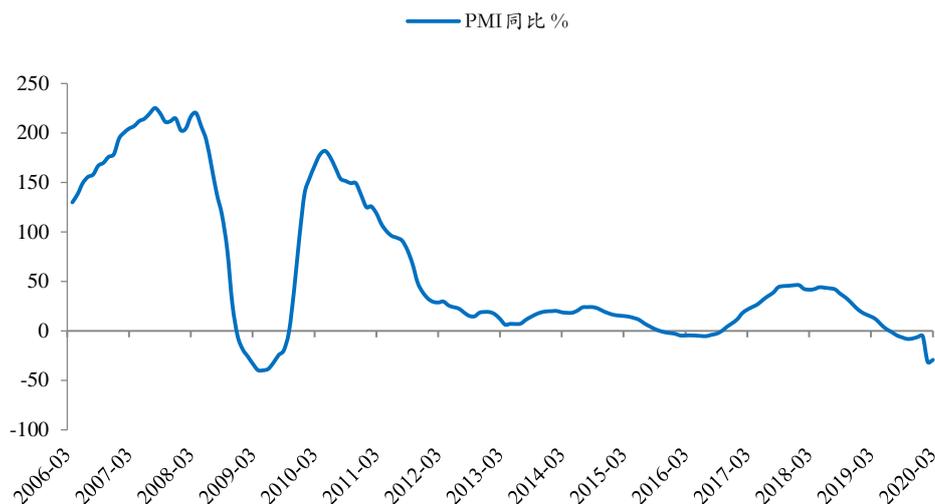
资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图3： 发电耗煤量已回升至近年同期均值九成左右**

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：第T期为大年初一，横轴以天为单位

## 2、高基数下经济数据同比弱修复

PMI本质是环比指标，而经济数据更关注同比，通过环比累乘法得到PMI同比增速，3月PMI同比下降29.2%，降幅较2月(-31.3%)仅略有收窄。2019年3月生产、出口等经济数据处于偏高水平，当时市场还一度出现经济复苏的幻觉，高基数或将抑制2020年3月经济数据的反弹高度。

**图4： PMI 同比略有反弹**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 3、未来外需或断崖式回落，扩内需迫在眉睫

3月PMI主要还是反应国内供给约束打开，但未来主要矛盾将从供给收缩转向外需回落。海外疫情的进一步蔓延迫使越来越多国家采用封城等隔离措施，迫使经济处于“半停摆”状态，3月海外各国综合PMI断崖式下跌、铜金比创历史新低、3月21日当周美国初请失业金人数创历史新高、3月26日美国经济政策不确定性指数创历史新高等极端数据都反映出疫情对经济杀伤力之大，接下来海外经济可能像中国2月经济数据一样出现深跌，并且持续时间可能更长，中国外需回落压力可能比过去任何时候都大，国内经济或将受到二次冲击，铜、螺纹钢等商品价格的快速回落已经反映增长预期从之前的V型向U型的下修。此时企业能活下去是最重要的，需要政府及时出台扩内需刺激政策，近期拉基建、促消费、降息、财政扩张等相关政策是积极的信号。

**图5： 近期沪铜与螺纹指数快速下滑**

— 收盘价:沪铜指数      — 收盘价:螺纹指数(右轴)

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\\_6151](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6151)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>