



## 宏观研究

## 52 的 PMI 意味着经济复苏吗

2020 年 03 月 31 日

## 投资要点

## 分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@y kzq.com

## 分析师：张德礼

执业编号：S0300518110001

电话：010-66235780

邮箱：zhangdeli@y kzq.com

## 近期报告

《全年经济数据的“单针底”》2020-03-16

《粤港澳大湾区何以成为中国经济的增长极——粤港澳大湾区研究系列之 12》

2020-03-18

《江浙地区的小微金融给我们什么启示》

2020-03-20

《粤港澳大湾区制造业如何转型升级——粤港澳大湾区研究系列之 13》2020-03-25

《赤字、特别国债与消费驱动》  
2020-03-27

## 52 的 PMI 意味着经济复苏吗

3 月官方 PMI 均大幅反弹到荣枯线之上，制造业 PMI 从 35.7 上升到 52.0，非制造业 PMI 从 29.6 上升到 52.3，综合 PMI 从 28.9 上升到 53.0。

官方 PMI 大幅回升，主要原因一是 PMI 属于环比指标，统计的是样本企业生产经营相比于 2 月的变化，在国内疫情得到初步控制后，3 月复工复产加快，整体经济相对于 2 月出现扩张，而 50 是荣枯线，因此 3 月官方 PMI 能够回升到 50 以上；原因二是官方 PMI 样本企业主要是国企、央企，这些企业比民企更快复工，整体经济扩张的速度并没有 PMI 反映得这么明显。

发电量、客运量、钢材库存等指标均显示，经济并未恢复到正常水平，国家统计局也指出了这一点。不能对 3 月官方 PMI 数据做过度乐观的解读，后续应继续跟踪高频数据，观察复工复产和需求的变化。

从制造业 PMI 的一些分项，也能看出目前的经济依然羸弱。一是主要原材料购进价格指数和出厂价格指数，分别从 51.4 和 44.3，下跌到 45.5 和 43.8。相比于环比的生产和需求指标，价格更能够真实反映经济的供需情况，两个价格指数都出现回落，表明经济并不强劲。二是产成品库存指数从 46.1 上升到 49.1，库存仍在被动累积。

制造业生产的完全修复，需要以下三个条件：一是总需求先修复；二是总需求恢复后顺利带动企业去库存，让企业能够回笼现金流；三是总需求恢复的强度能达到扭转改善企业悲观的程度。只有这样，制造业企业才能够正常生产，甚至主动补库存。

因此，提振总需求是推动制造业生产的第一步。外需将成为今年经济的拖累，而企业和家庭部门在资产负债表恶化、对未来预期不乐观的情况下，也很难主动大规模投资和消费。唯有政府加杠杆，才能走出当前的经济困境。

大规模的财政扩张，需等到两会召开后。财政扩张到能够对冲其它需求放缓，进而拉动总需求也需要时间，二季度制造业生产经营可能都处在恢复阶段。

## 风险提示

政策力度不及预期



## 图表目录

图表 1：新冠肺炎海外确诊病例数已超过 70 万 .....	4
--------------------------------	---



3月官方PMI均大幅反弹到荣枯线之上，制造业PMI从35.7上升到52.0，非制造业PMI从29.6上升到52.3，综合PMI从28.9上升到53.0。

官方PMI大幅回升，主要原因一是PMI属于环比指标，反映样本企业生产经营相比于2月的变化，在国内疫情得到初步控制后，3月复工复产加快，整体经济相对于2月出现扩张，而50是荣枯线，因此3月官方PMI能够回升到50以上；原因二是官方PMI样本企业主要是国企、央企，这些企业比民企更快复工，整体经济扩张的速度并没有PMI反映的这么快。

发电量、客运量、钢材库存等指标都显示，经济并未恢复到正常水平，国家统计局也指出了这一点。不能对3月官方PMI数据做过度乐观的解读，后续应继续跟踪高频数据，观察复工复产和需求的变化。

从制造业PMI的一些分项，也能看出目前的经济依然羸弱。一是主要原材料购进价格指数和出厂价格指数，分别从51.4和44.3，下跌到45.5和43.8。相比于环比的生产和需求分项指数，价格指数更能够真实反映经济的供需情况，两个价格指数都出现回落，表明经济并不强劲。二是产成品库存指数从46.1上升到49.1，库存仍在被动累积。

目前国内疫情防控已经取得了积极成效，后续制造业企业继续复工复产是确定的，但不确定的是生产经营反弹的高度。

现阶段，制约制造业生产恢复的因素主要有以下几个。

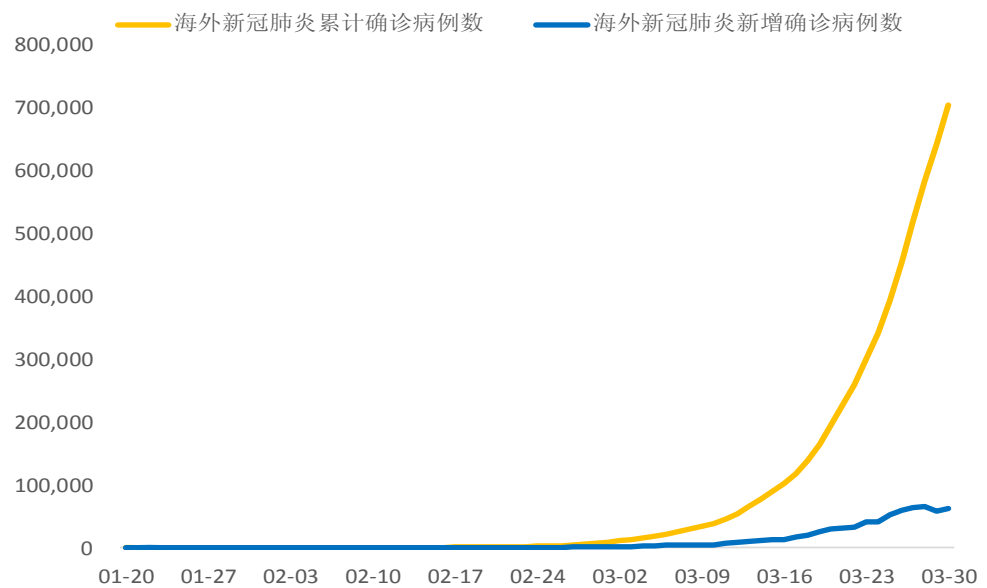
第一，新冠疫情的风险并未完全解除。近期国内新增确诊病例以海外输入的为主，但也出现了输入性病例的关联病例，各方对无症状感染者的关注度也在提高。如果复工，一旦有员工被感染，企业的经济损失可能比不复工更大，这会影响到制造业企业整体复工的节奏。

第二，疫情打乱了正常的经济活动，无论是刚性成本支出还是库存积压均使企业面临着不小的流动性压力，一些企业复产并不顺利。

第三，终端需求并不强劲。基建和房地产投资均受到了明显冲击，居民减少外出活动对消费和服务的影响更无需多言。随着国内疫情好转，一些消费和投资的需求会集中释放，但接近两个月的停工、停产拖累企业和居民收入，在目前的杠杆率水平下，报复性的消费和投资需求难以持续。疫情海外加速扩散，全球经济陷入衰退，2020年中国出口也并不乐观。



图表 1：新冠肺炎海外确诊病例数已超过 70 万



资料来源：Wind，粤开证券研究院

第四，复工需要产业链上下游的配合。如果上游没复工，或者物流受阻，上游的货供应不上来，即使复工也坚持不了多久。相应地，如果下游没复工，生产出来的货物也卖不出去。

国内疫情好转后，产业链上下游的压力主要来自于海外。一是外需差，3 月新出口订单指数 46.4，低于 50 的荣枯线，这意味着 3 月的出口订单要比 2 月差。海外疫情拐点还没有出现，出口订单需求低迷还将持续一段时间。二是全球产业链供应接近停摆，而中国在国际分工体系中扮演的是生产国角色，生产遭受冲击难以避免。在一些中国需要进口核心零部件的行业，如汽车、电子产品，未来生产受到的影响可能更明显。

制造业生产的完全修复，需要以下三个条件：一是总需求先修复；二是总需求恢复后顺利带动企业去库存，让企业能够回笼现金流；三是总需求恢复的强度能达到扭转改善企业悲观的程度。只有这样，制造业企业才能够正常生产，甚至主动补库存。

因此，提振总需求是推动制造业扩大生产的第一步。外需将成为今年经济的拖累，而企业和家庭部门在资产负债表恶化、对未来预期不乐观的情况下，也很难主动大规模投资和消费。唯有政府加杠杆，才能走出当前的困境。

3 月 27 日政治局会议，对财政扩张做了具体部署：

一是适当提高财政赤字率。中国长期遵守 3.0% 的赤字率红线，但这一红线是《马斯特里赫特条约》对欧盟成员国财政纪律的软约束，并非硬性约束，也不适合中国这样高速增长的国家。短期提高财政赤字率到 3.5%，对中国财政可持续性的影响很小。

二是增加地方政府专项债券规模。新基建今年的投资规模只有 1 万亿，难担基建稳增长的重任，老基建不可或缺。目前还没看到隐性债务放开、房地产调控全局放松、金融监管约束打开的信号，专项债将是“老基建”项目主要的增量资金来源。如果今年新增专项债额度 4 万亿、投向基建的比例为 70%，那么相比于 2019 年，专项债投向基建的资金将有 2.2 万亿的增量。

三是发行特别国债。中国曾四次发行特别国债，1989-1991 年发行 93.08 亿元长期建设国债投向基建，1998 年发行 2700 亿元特别国债向四大行注资，1998-2000 年发行



2100 亿元长期建设国债主要用于基建，2007 年发行 15500 亿元特别国债组建中投。

今年发行特别国债主要用于稳增长，但我们认为投向和 1989-1991 年、1998-2000 年这两次主要用于基建不同，将向消费、扶贫和受疫情影响明显的特定地区和特定行业倾斜。

大规模的财政扩张，需等到两会召开后。财政扩张到能够对冲其它需求放缓，进而拉动总需求也需要时间，二季度制造业生产经营可能都处在恢复阶段。

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\\_6171](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6171)

