

冲击制造业的不止是疫情

——3月pmi数据点评

相对市场表现

事件：

3月31日国家统计局公布3月PMI下滑到49.5（前值50.2）。经过季节调整，主指数和主要分项指数全面走弱。我们认为疫情在一些区域再度扩散对经济活动构成的显著冲击是制造业3月下行的主要原因；此外，国际油价的上行、出口订单可能的转弱以及互联网行业裁员等因素可能也影响总需求和总供给，并拖累制造业。展望未来，我们预计货币和地产方面更强有力的政策放松仍然可期。

投资要点：

► PMI数据显示制造业需求产出下行、价格上涨

经过季调以后的PMI综合指数和主要子指数全面下行。新订单，生产，原材料库存，就业，产成品库存，以及出口和进口子指数都显示出制造业部门面临需求生产双重下滑的压力，甚至存在库存被动积累的现象。与此同时，与价格相关的PMI指数则有所反弹，可能与国际大宗商品价格上涨密切相关。整体而言，制造业部门滞胀的压力仍然相当显著。

► 疫情，大宗商品，出口及互联网裁员多因素影响制造业部门

我们认为，从二月底以来疫情的扩散同时冲击需求和供给，俄乌冲突之后国际大宗商品价格特别是原油价格的上行带来的供给冲击，以及微观证据所暗示的出口部门潜在的需求下行，叠加互联网行业的调整和裁员可能共同对3月份宏观经济构成冲击，并拖累到制造业部门。

► 更有力的宏观政策调整可期

从近期国常会的部署和福州放松房地产限购的举措来看，政策的进一步调整可能已经箭在弦上。我们预计四月份降准降息仍有可能，而地产政策也有望进一步调整。我们继续看好稳增长相关的一些板块。

► 风险提示

政策低于预期，疫情恶化超预期，地缘政治环境恶化超预期

分析师 樊磊
执业证书编号：S0590521120002
电话：
邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《美国经济能实现软着陆吗？》— 2022.03.28
- 2、《一半是火焰，一半是海洋》— 2022.03.25
- 3、《加息落地》— 2022.03.18

正文目录

1	3月PMI数据显示制造业部门下行压力明显.....	3
2	多重因素冲击制造业.....	5
2.1	疫情冲击供需.....	5
2.2	大宗商品价格上涨冲击供给.....	6
2.3	出口需求的隐忧.....	6
2.4	互联网裁员.....	6
3	更强有力的需求刺激政策可期.....	7

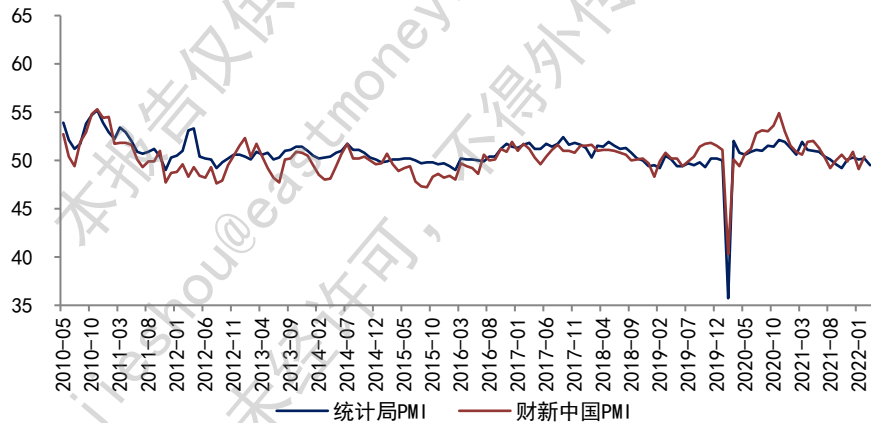
图表目录

图表 1: 中国 PMI.....	3
图表 2: PMI 新订单和生产.....	3
图表 3: PMI 就业和原材料库存.....	3
图表 4: PMI 出口订单和进口指数.....	4
图表 5: PMI 原材料购进价格和出厂价格.....	4
图表 6: 新冠肺炎全国新增单日确诊.....	5
图表 7: 全国无症状感染者: 当日新增.....	5

1 3月PMI数据显示制造业部门滞胀压力明显

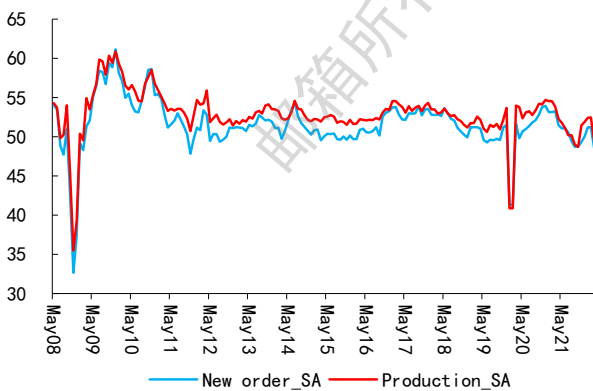
统计局公布的3月PMI数据从前一个月的50.2下降到49.5，显示制造业面临明显下滑的压力。实际上，经过季节调整以后，不仅仅主指数，构成主指数的主要子指数如新订单，生产，从业人员和原材料库存也都全面下滑。

图表 1：中国 PMI



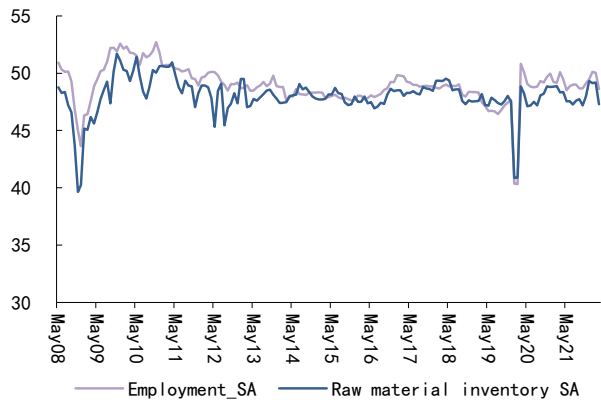
来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：PMI 新订单和生产



来源：Wind，国联证券研究所

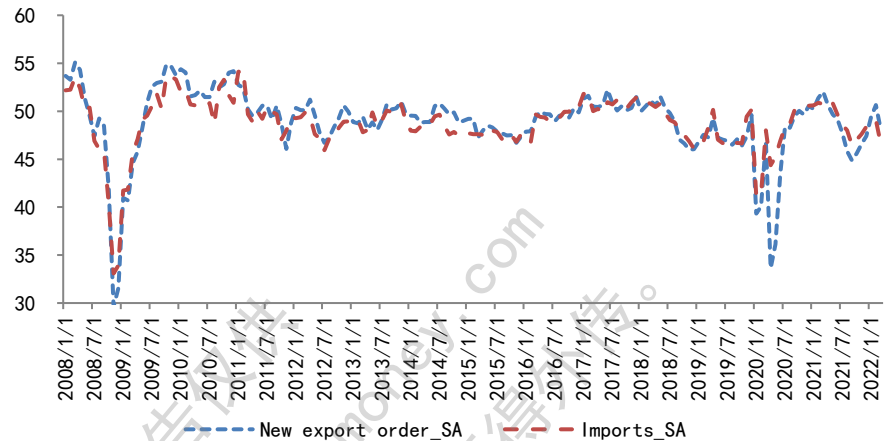
图表 3：PMI 就业和原材料库存



来源：Wind，国联证券研究所

从其他的与价格无关的一些扩散指数来看，也体现出制造业部门下滑的态势，包括新出口订单和进口，以及预期。当然，产成品库存略有一些反弹，可能意味着在需求不足的局面下出现了库存的堆积。

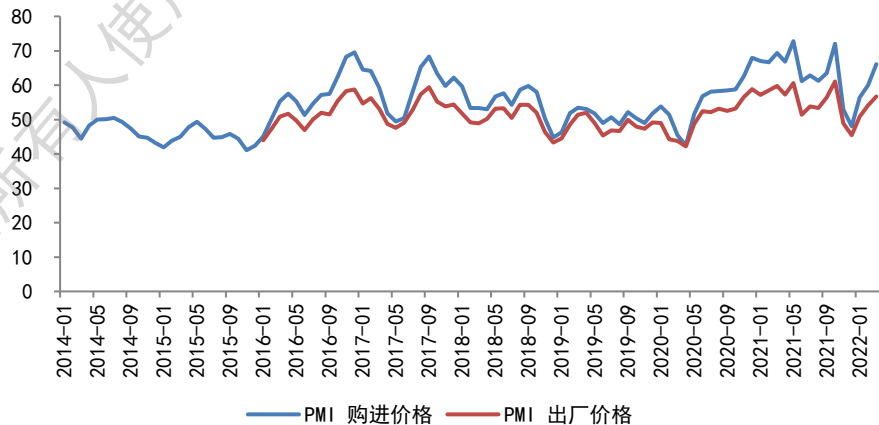
图表 4: PMI 出口订单和进口指数



来源: Wind, 国联证券研究所

虽然需求与生产都在下滑, 与价格有关的 PMI 子指数则出现持续反弹, 包括原材料购进价格和出厂价格指数, 我们认为近期国际大宗商品价格特别是原油价格的上行可能是主要原因。整体而言, 制造业部门存在滞胀现象。

图表 5: PMI 原材料购进价格和出厂价格



来源: Wind, 国联证券研究所

值得关注的是 3 月份 PMI 供应商送货时间也出现了下滑。通常而言, 在经济景气阶段, 供应商来不及及时送货会导致该指数下滑, 这反而是经济形势较好的体现。在当前的局面下, 该指数的下滑可能不是经济景气, 而是供给受到抑制——可能与管控疫情的一些政策有关。由于这个指数是以“100 减去该指数”加权计入 PMI 综合指数的, 那么这个指数还可能造成 PMI 综合指数高估当前制造业运行的实际状况。

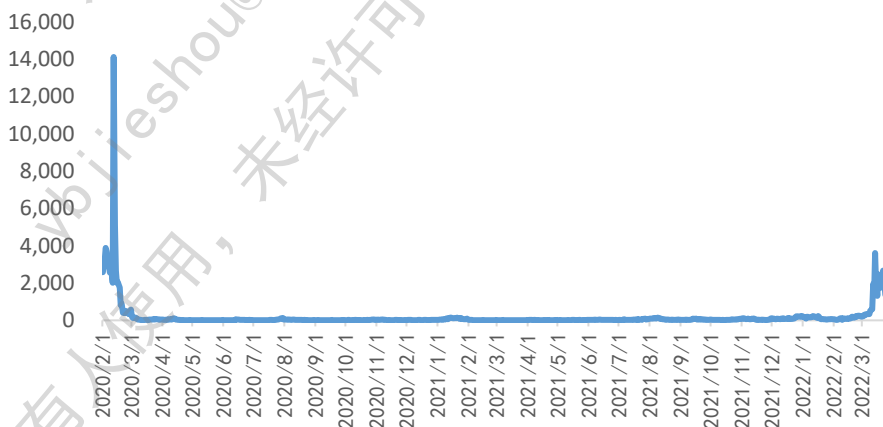
2 多重因素冲击制造业

我们认为多重因素的共同冲击可能导致了 3 月 PMI 数据的偏弱和背后制造业部门运行压力。

2.1 疫情冲击供需

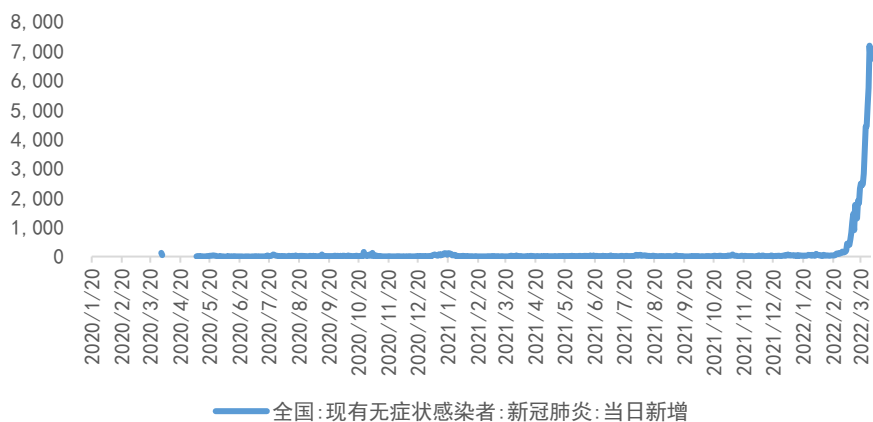
首当其冲的是疫情。2 月底以来，新冠德尔塔变种在中国内地一些区域明显扩散，包括经济最发达的一些城市如深圳和上海。参考 2020 年初的经验，为了抑制疫情扩散采取的一系列措施对经济整体的需求和供给都有冲击，当然需求冲击可能更加显著一些（《武汉疫情如何影响 2020 年中国经济》）。

图表 6：新冠肺炎全国新增单日确诊



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：全国无症状感染者：当日新增



来源：Wind，国联证券研究所

具体而言，疫情和相关限制措施不仅仅会直接影响终端消费需求，也会直接影响许多行业的资本形成，例如出行的限制会影响居民的购房需求并拖累地产投资。同时，

由于收入下降，居民和企业也会减少相应的支出，间接冲击终端需求。

与此同时，许多行业的供给也会受到影响。不仅仅劳动力的流动和供给会受到冲击，而且整体的供应链也会受到影响，包括物流和一些关键产品和服务的供应。实际上，历史经验显示疫情爆发对出口部门的冲击就是以供给冲击为主（《欧洲二次疫情爆发对中国影响几何？》），一些微观的反馈显示疫情已经导致从深圳港的出口受到一定影响。

上述供需双重冲击有一部分会由制造业部门承担。

2.2 大宗商品价格上涨冲击供给

第二个因素与大宗商品价格上涨导致的供给冲击有关。自俄乌冲突爆发以来，国际大宗商品价格特别是国际原油价格出现了明显的上涨。3月布伦特原油均价上升到了113美元，较2月94美元的水平上升超过20%。我们的研究指出原油价格上涨10%不仅仅可能造成CPI额外上行0.1-0.2%，还可能导致GDP下降略小于0.1%（《中美距离滞胀有多远？》）。制造业部门也不可避免的受到影响。

2.3 出口需求的隐忧

此外，从近期一些微观反馈的情况来看，出口的需求存在下行的隐忧。

一方面，中欧航线的航运零售价格明显下滑，与中欧集装箱航运价格指数的下行方向是一致的，程度还要超出。有航运公司反馈当前的下行与货物显著不足有关。不能排除需求下降与俄乌冲突之后欧洲经济增速放缓有关的可能性。

另一方面，近期一些中小外贸工厂开始主动向贸易公司询问是否有订单；此前的情况都是订单相对较多，贸易公司询问各类企业是否愿意接。这也可能反映出出口需求存在下行的隐忧。

2.4 互联网裁员

最后，与去年的教培行业类似，我们认为互联网行业近期出现的裁员压力可能也对短期总需求构成了负面影响，并通过商品消费、地产投资等渠道拖累制造业行业。

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_39911

