

宏观点评 20220331

奥秘克戎对 3 月 PMI 的冲击到底有多大？

2022 年 03 月 31 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

■ 疫情的冲击下市场对于 3 月经济数据回落已有预期。尽管跌破枯荣线，但如何去评估不乏亮点的 PMI 数据对于后续经济和政策走势的判断具有重要意义。2022 年 3 月制造业 PMI 呈现典型的“疫情冲击”模式，参考 2020 年 3 月，企业面临生产需求受限下的被动累库压力；供应链受限和大宗商品价格上涨的影响下，原材料成本压力继续上升。除了企业成本外，疫情的冲击似乎有限，我们认为如果剔除季节性因素 3 月制造业 PMI 的下滑幅度可能创 2020 年 2 月以来最大。

■ 2022 年 3 月 PMI 数据也出现一些亮点。例如建筑业景气度逆势继续扩张，小型企业 PMI 没有出现继续下滑。如何剔除疫情和季节性的噪音去看待 PMI 数据背后的信号？

■ 2022 年 3 月制造业所受的冲击可能比数据显示的更大。我们使用百城拥堵延时指数作为疫情冲击的度量，一般而言疫情冲击越严重，拥堵指数读数就越低。我们发现制造业 PMI 月度环比变化和拥堵延时指数存在比较明显的负相关性。从图 3 中，2022 年 3 月 PMI 的下滑并不突出，疫情的冲击似乎可控。

■ 剔除季节性因素，2022 年 3 月制造业 PMI 的下滑幅度可能创 2020 年 2 月以来最大。PMI 的环比变化具有一定的季节性特征，尤其是 3 月。随着春节因素的逐步消退，3 月 PMI 相较 2 月一般都会出现一定的上涨。剔除这一特征，如图 5 所示，疫情对制造业的影响程度可能创下了 2020 年初以来之最。

■ 疫情对服务业的冲击同样巨大，但是对建筑业的影响似乎不明显。我们用同样的方式对服务业和建筑业 PMI 进行处理，我们发现 3 月服务业 PMI 受到的冲击同样明显，如果考虑季节性因素（一般春节越早，3 月 PMI 越倾向于环比上涨），疫情的影响可能更大。值得注意的是，2021 年 8 月服务业的下滑除了疫情因素外，还与国家加强对教辅和互联网行业监管相关。另外，建筑业 PMI 的变化和疫情冲击的相关性并不明显，这可能和行业的特性以及国家政策相关。

■ 建筑业景气度逆势继续扩张和本轮疫情爆发的特点以及基建发力相关。本轮疫情爆发主要集中在东部沿海地区，作为大量交通、水利等基建工程项目所在地的中西部地区疫情蔓延相对可控，相关地区仍在推动基建投资适度超前发力，这一点我们从近期华东和西北地区水泥库容比的分化走势也能得到一定的印证。

■ 小企业 PMI 没有继续下滑有点出乎市场意料。一般疫情反复对于中小企业的冲击更大，不过从 2022 年 3 月的数据并没有看到这一点。反而是大型制造业企业所受的影响更明显。背后的原因，一方面可能是本轮疫情的爆发主要集中在大城市，对于大部分处于中小城市的小型制造业的冲击偏小，反而会因为大城市需求转移带来企业订单的改善；另一方面也可能存在所谓的“幸存者偏差”，倒闭的小型企业被剔出了调查样本。这一点要结合之后公布的就业和用电量等数据做进一步的分析。

■ 综合以上分析，我们认为 3 月疫情对于制造业和服务业的冲击可能比数据显示的更为严重。小型企业经营状况触底的持续性仍存疑，而目前持续低于枯荣线的情况会进一步拖累宽信用的传导和信贷结构的优化。往后看，国常会继续强调加强有效投资，央行季度例会表示“为实体经济提供更加有力支持”，基建依旧是 2022 年第一季度稳增长的重点，而货币政策将通过再贷款再贴现等结构性政策工具进一步扩大对小微企业的支持，着力改善信贷的结构。

■ 风险提示： 疫情扩散超预期，政策对冲经济下行的效果不及预期。

相关研究

《ESG 系列研究：GPF 剔除李宁——海外养老金频繁撤资的领域有哪三个？》

2022-03-28

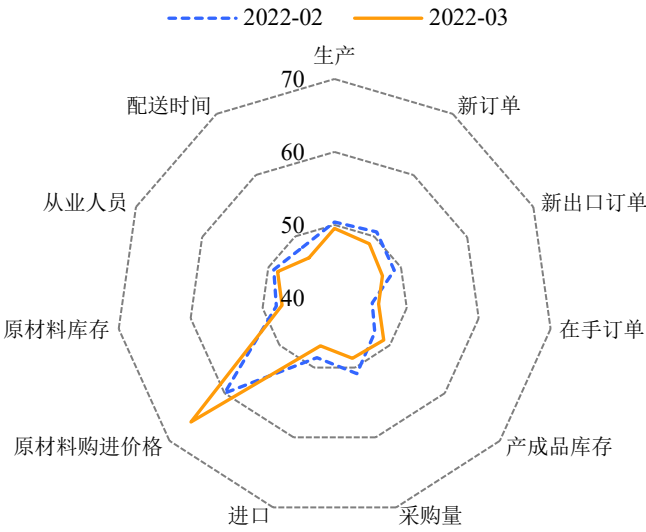
《美债利率飙升下的美股反弹可持续吗？》

2022-03-28

《海外镜鉴，金融稳定基金背后的稳增长含义》

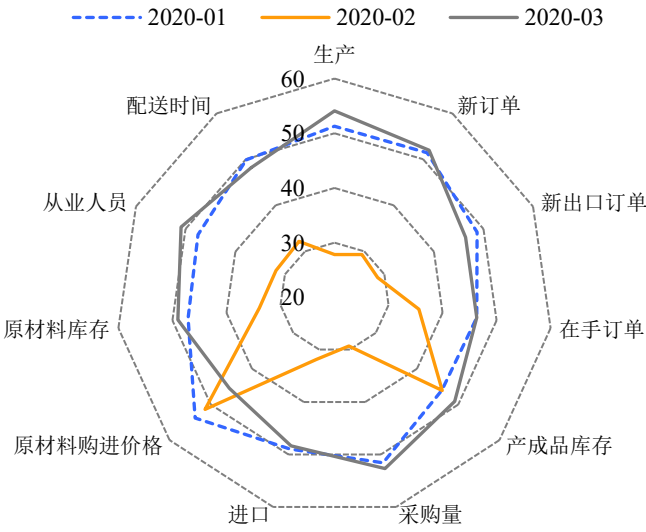
2022-03-28

图1: 2022 年 3 月制造业 PMI 的基本情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

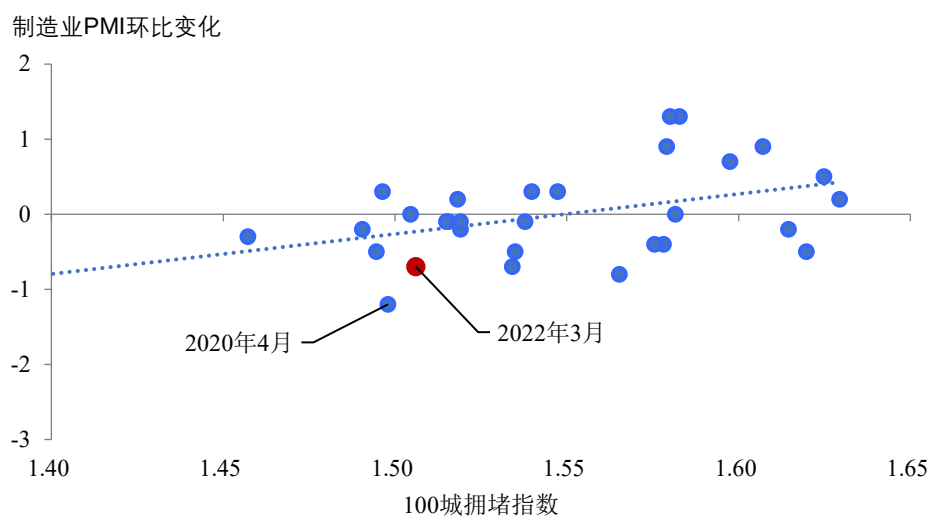
图2: 2020 年 1 月至 3 月制造业 PMI 的基本情况



注: 2020 年疫情冲击的影响主要体现在 2 月的 PMI 上。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

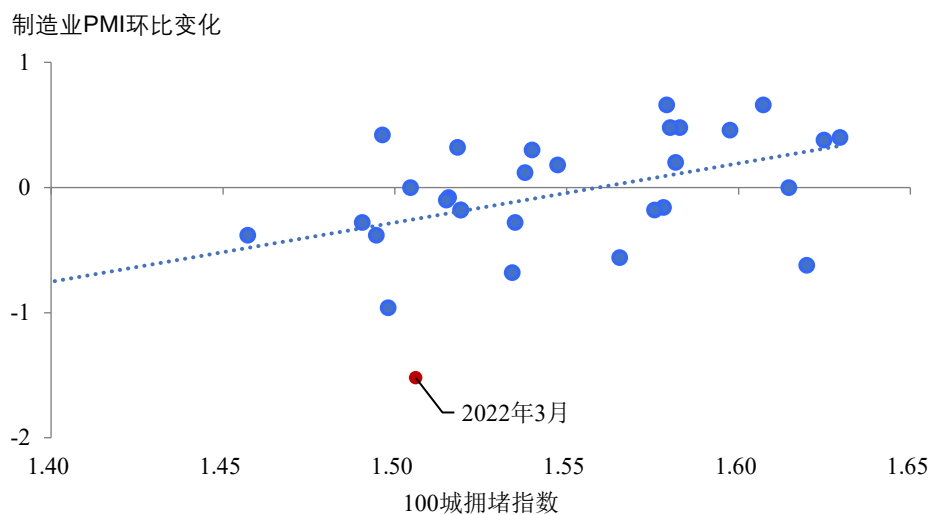
图3: 疫情冲击对制造业 PMI 环比变化的影响 (未剔除季节性成分)



注：时间区间是 2019 年 1 月至 2022 年 3 月，剔除 2020 年初疫情爆发的期间以及每年 1 月和 2 月的数据，下同。

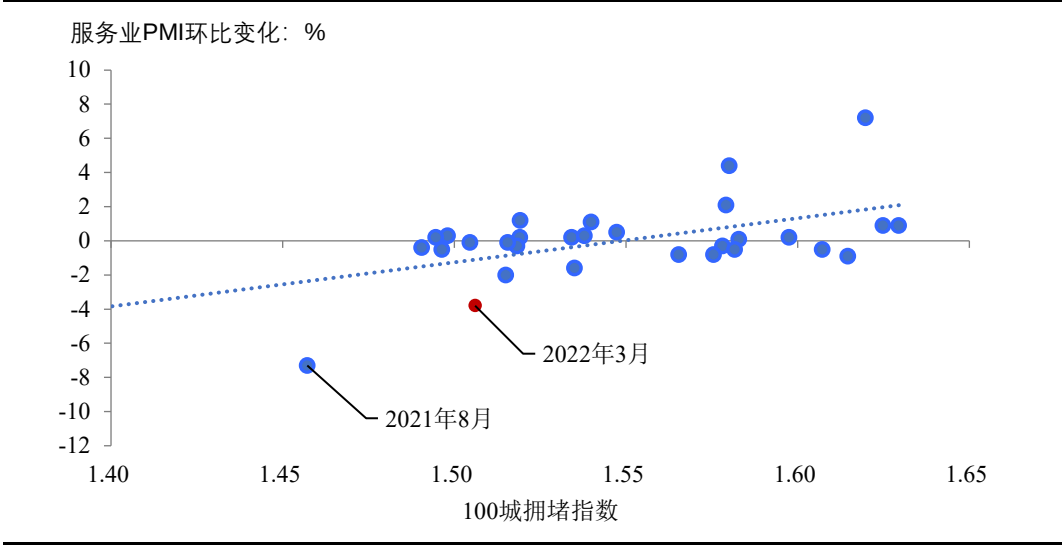
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4: 疫情冲击对制造业 PMI 环比变化的影响 (剔除季节性成分)



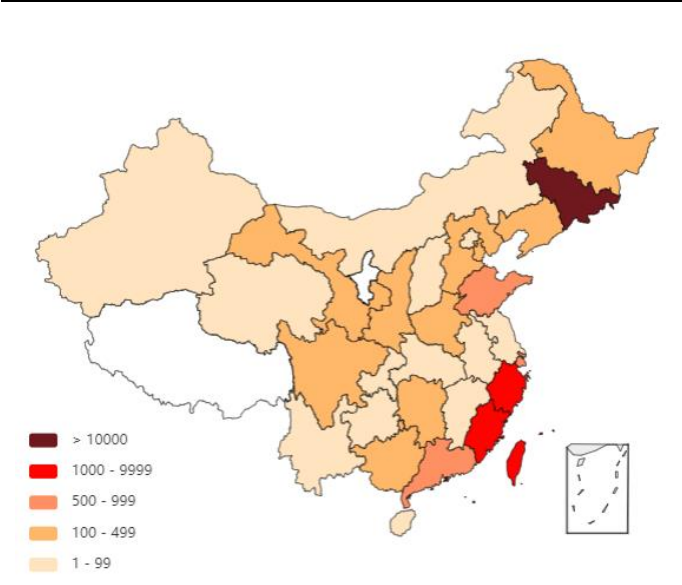
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 疫情冲击对服务业 PMI 环比变化的影响



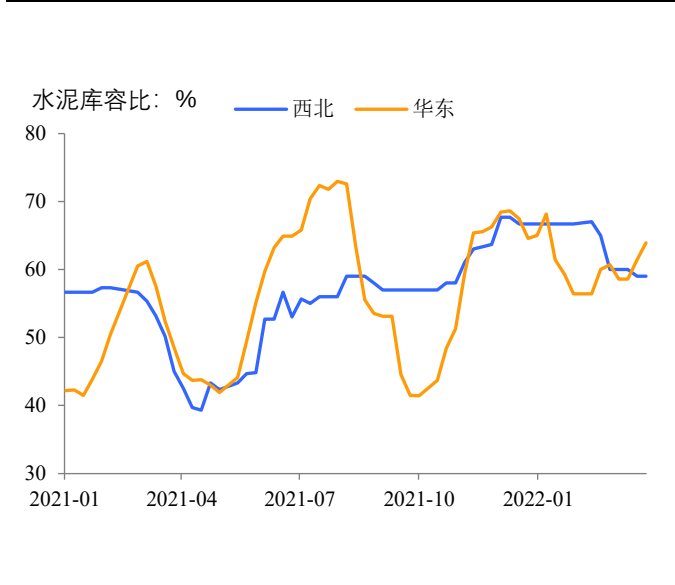
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 现有确诊病例分布 (截至 2022 年 3 月 30 日)



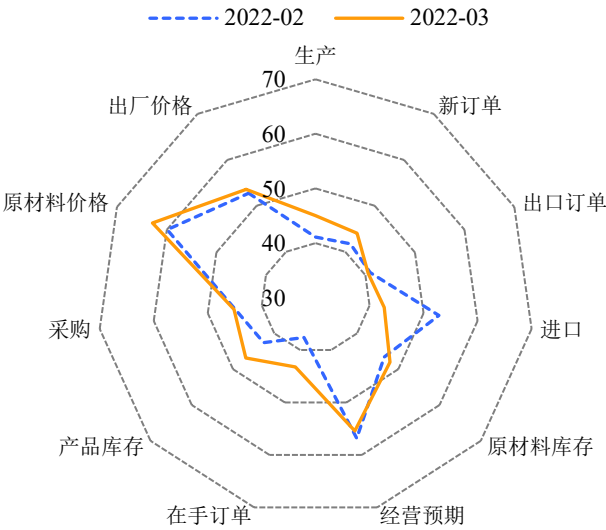
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 华东和西北的水泥库容比出现分化



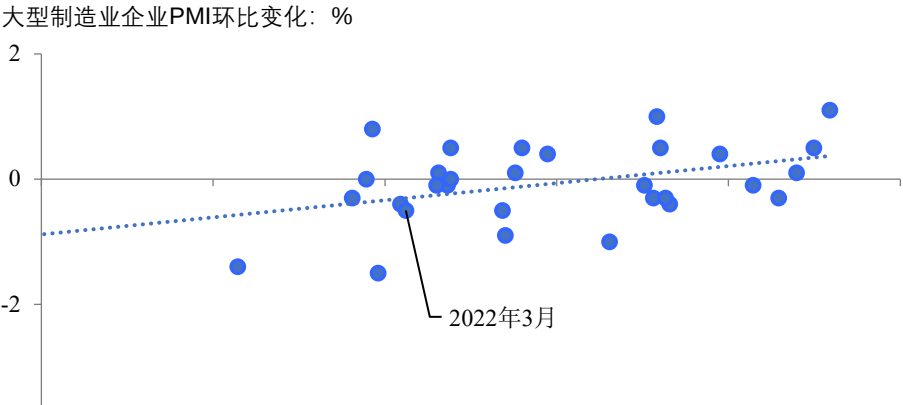
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：2022 年 3 月小型制造业企业 PMI 情况



数据来源：Wind,东吴证券研究所

图9：疫情冲击对大型制造业 PMI 环比变化的影响



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_39913

