



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

相关研究

疫情放开是主导制造业变动的原因吗？ ——防疫复苏专题系列二

投资要点：

- **核心观点：**今年 3 月份以来海外经济体陆续进入最后的放开阶段，但制造业景气程度均未出现显著回升，表明**疫情的放开并非主导制造业走势的主要原因**。目前欧美经济体制造业的主要矛盾在于能源价格高企下的高通胀，而亚洲经济体制造业的主要矛盾在于全球需求的快速回落。
- **疫情以来制造业的修复情况：**从疫情以来主要经济体制造业的修复情况来看，德国、日本等较为倚重制造业的国家自疫情以来修复态势较为缓慢，目前制造业景气程度仍未修复至疫情前的水平，其主要原因在于疫情以来全球货物贸易的疲软，而德国和日本制造业出口占其商品出口的比重超过 80%，这部分缺口或将在下一轮全球上行周期才能逐步修复；而法国、新加坡等较为倚重服务业的国家自疫情以来制造业快速修复，目前已经恢复并超过疫情前同期的水平，这表明不同经济结构的经济体在制造业修复路径方面有显著差异。
- **疫情导致部分国家制造业就业的“永久性缺失”：**从疫情以来主要经济体制造业就业的变动情况来看，疫情可能造成了制造业强国德国、日本和美国等国家制造业就业的“永久性缺失”，尽管从制造业就业增速来看这些国家基本已经恢复到了疫情前的水平，但从绝对值来看这些国家制造业就业均离疫情前的趋势线有一定差距，这部分缺失的供给在短期内或难以填补；而与之相反的是，服务业较为发达的法国和新加坡在疫情前制造业就业处于下滑的趋势，而目前法国和新加坡制造业就业已经恢复到了疫情前同期的水平，且增长速度高于疫情前同期。
- **需警惕工资上行造成的工资通胀螺旋：**在制造业就业人口的薪酬方面，大部分经济体在经历疫情初期用工短缺而造成的工资上涨之后，其制造业就业薪资水平已经逐步回到了疫情前的水平和趋势。但美国和韩国制造业就业薪资水平较疫情前上涨明显，且目前美国制造业就业仍存在较大缺口，需警惕疫情影响下劳动力供给不足所导致的工资通胀螺旋。
- **风险提示：**疫情管控政策放松后病例数量发生反弹；国家经济结构受疫情影响发生变化；工资通胀压力加剧海外通胀黏性。

内容目录

1. 制造业景气程度：疫情放开非主要矛盾	4
1.1. 美国制造业景气程度已超疫情前同期	4
1.2. 能源价格高企是当下欧洲制造业主要矛盾	5
1.3. 全球需求回落下亚洲制造业修复受阻	6
2. 制造业就业：疫情使部分就业“永久性缺失”	8
2.1. 美国目前仍存在较大制造业就业缺口	8
2.2. 欧洲制造业就业情况出现分化	9
2.3. 日本	10
3. 风险提示	12

图表目录

图 1: 今年 3 月疫情政策放松以来制造业 PMI 加速回落 (%)	4
图 2: 产能利用率已恢复至疫情前同期	4
图 3: 德国制造业修复进程较为缓慢 (%)	5
图 4: 疫情管控放松以来制造业订单大幅下滑 (%)	5
图 5: 意大利制造业修复接近疫情前的水平 (%)	6
图 6: 法国制造业已修复至疫情前同期水平 (%)	6
图 7: 出口回升是日本近期制造业保持韧性的重要原因 (%)	6
图 8: 整体来看日本制造业仍未修复至疫情前的水平	6
图 9: 疫情以来韩国制造业修复速度较快 (%)	7
图 10: 石油需求的提升使新加坡制造业保持韧性 (%)	7
图 11: 制造业非农就业人数仍低于趋势线	8
图 12: 疫情以来制造业时薪增速位于高位	8
图 13: 美国制造业就业仍存在较大缺口	8
图 14: 德国制造业就业或出现“永久性缺失”	9
图 15: 德国制造业劳动力成本短期快速提升后逐步回归趋势线	9
图 16: 意大利制造业就业基本恢复至疫情前同期水平	10
图 17: 意大利制造业劳动成本较为稳定 (%)	10
图 18: 法国制造业就业水平超过疫情前同期	10
图 19: 法国制造业劳动力成本仍相对可控 (%)	10
图 20: 日本制造业就业较疫情前有明显缺口	10
图 21: 日本制造业工资已经恢复至疫情前同期水平 (%)	10
图 22: 韩国制造业就业已修复至疫情前水平	11
图 23: 韩国制造业就业人员工资水平增速高于疫情前同期	11
图 24: 新加坡制造业就业已经恢复至疫情前水平	11
图 25: 新加坡制造业劳动力水平低于疫情前同期	11

今年 3 月份以来，欧美和亚洲主要经济体相继进入了放松疫情管控的最后阶段，其经济修复状况及走势也呈现了不同的路径，在此前的报告《海外防疫政策调整后的消费恢复》中我们对三个典型国家在历次疫情冲击下国内消费的修复情况进行了梳理，本篇报告我们聚焦于制造业，对一些主要经济体疫情以来制造业的修复情况进行梳理总结。

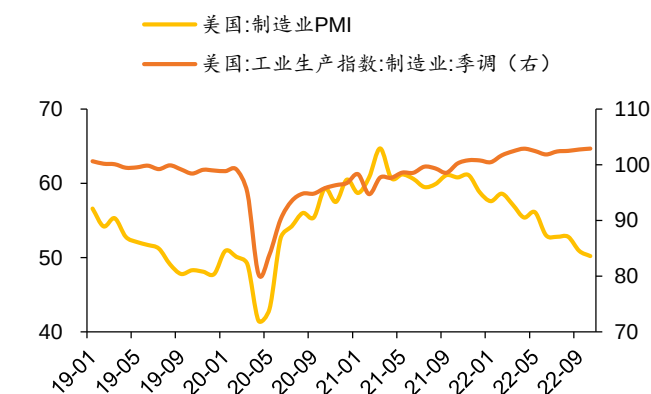
1. 制造业景气程度：疫情放开非主要矛盾

1.1. 美国制造业景气程度已超疫情前同期

在此前的报告《海外防疫政策调整后的消费恢复》中我们提及尽管美国防疫撤销后完全解除了场景限制，但美国服务消费中枢永久受损，而相比于消费，美国的制造业修复进程较为迅速，目前已经基本恢复至了疫情前的水平。

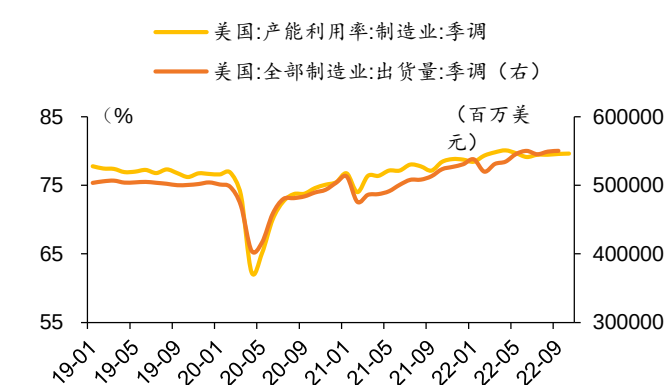
从美国制造业生产指数的走势来看，自疫情初期制造业生产指数大幅回落以来，美国制造业一直处于持续修复的态势，在 2021 年 7 月就已经恢复到了疫情前同期的水平，尽管后续受到供应链冲击的影响制造业生产有一定回落，但自今年 2 月份以来，美国制造业生产指数已经完全恢复并超出了疫情前的水平。而从 ISM 发布的美国制造业 PMI 来看，在疫情初期美国制造业 PMI 经历了 3 个月的短暂收缩之后，在 2020 年 6 月美国制造业 PMI 就恢复至荣枯线以上，截止 10 月份已经经历了连续 29 个月的扩张。此外，从制造业产能利用率和出货量来看，制造业产能利用率已超过疫情前的水平且位于历史高值，而制造业出货量在绝对值和增速上也均已超出疫情前的水平，以上数据都证实美国制造业已经修复至疫情前的水平。

图 1：今年 3 月疫情政策放松以来制造业 PMI 加速回落（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：产能利用率已恢复至疫情前同期



资料来源：Wind，德邦研究所

而在今年 3 月以来，美国各个州开始解封并放松防疫政策，但制造业 PMI 却呈现逐步回落的态势，10 月 ISM 制造业 PMI 录得 2020 年 5 月以来的最低值，且过去 5 个月内新订单分项指数 4 次处于收缩区间，表明美国制造业生产正面临快速的减速。由此可见，疫情的放开并非主导制造业走势的主要原因，制造业走弱的原因在于美联储为控制通胀进行的持续激进加息以及国内外需求的持续走弱。

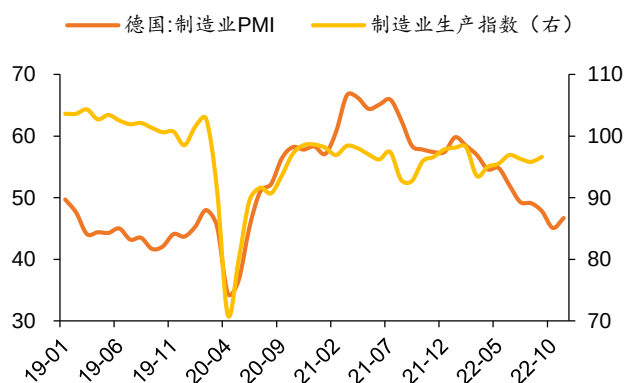
1.2. 能源价格高企是当下欧洲制造业主要矛盾

作为传统制造业强国，德国受疫情的影响较为长远，疫情以来多次的罢工潮使得德国制造业仍未修复至疫情前的水平，截止 9 月份德国的制造业生产指数仅为 96.6%，距疫情前同期的 101.3% 仍有较大差距。造成德国疫情以来制造业修复缓慢的主要原因是全球货物贸易的萎缩，而德国的制造业出口占商品出口的比重超过 80%，这部分缺失的出口使得德国制造业景气程度与疫情前始终保持一定差距。在明年欧美经济衰退预期提升的背景下，全球需求将进一步回落，因此德国缺失的制造业产能或需要等到下一轮全球经济上行周期才能逐渐恢复。

而自 2022 年 3 月底开始，德国开始逐步取消大部分防疫措施，仅保留在公共交通、医院和养老院等场所中的强制口罩令，基本实现了疫情放开。但在疫情放开之后，德国制造业并没有出现明显修复，而是继续延续了此前的下行态势，10 月份制造业 PMI 录得 45.1%，创下了自 2020 年 6 月以来新低，而与此同时，德国工业信心指数也处于加速下行期，这意味着德国后续制造业景气程度也难以在短期内回升。而从制造业订单情况来看，3 月份放开以来，德国制造业订单呈现回落态势，且国内和国外订单数量均有一定程度下滑。

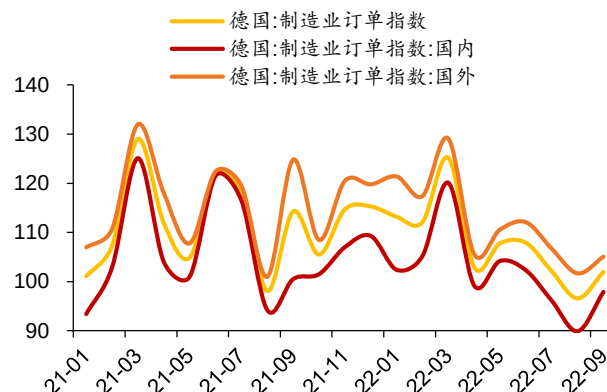
但造成目前德国制造业景气程度下降的主要原因是天然气价格的飙升，此前德国制造业赖以生存的一大优势就是从俄罗斯进口价格较为低廉的天然气，而俄乌冲突下天然气价格供应量的减少和价格的飙升使得大量制造业企业产量下降，造成了目前制造业持续下行的现象。

图 3：德国制造业修复进程较为缓慢（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：疫情管控放松以来制造业订单大幅下滑（%）

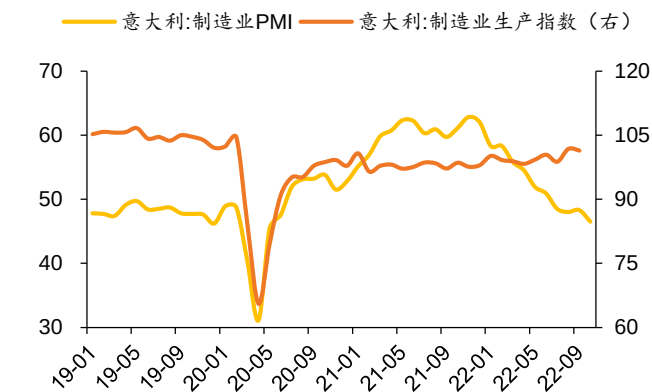


资料来源：Wind，德邦研究所

而相比于德国，意大利和法国在疫情初期制造业受到的冲击更加显著，但制造业修复速度要快于德国，目前制造业生产基本已经修复至了疫情前的水平，截止 9 月份意大利和法国的制造业生产指数均恢复至了 100% 以上，其中法国 9 月份制造业生产指数录得 106.6%，已经超过了疫情前同期的 105.7%。

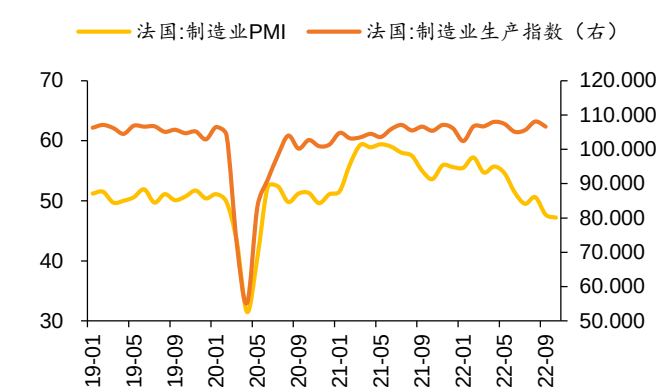
而与德国的情况相类似的是，法国和意大利在 3 月份先后放松疫情防控以来，制造业也呈现整体回落的态势，这一定程度上表明当前欧洲制造业景气程度的矛盾主要在于高企的能源价格，而非疫情放松程度。

图 5：意大利制造业修复接近疫情前的水平（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：法国制造业已修复至疫情前同期水平（%）

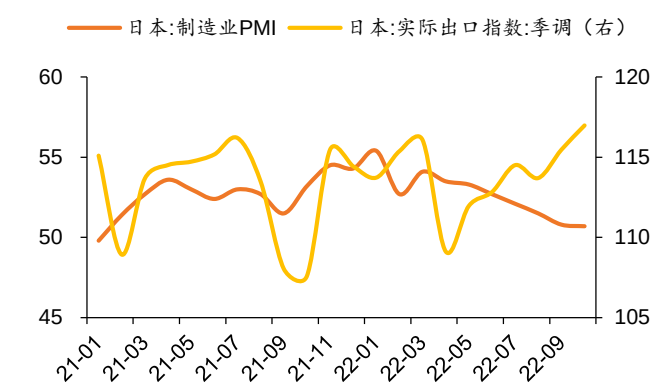


资料来源：Wind，德邦研究所

1.3. 全球需求回落下亚洲制造业修复受阻

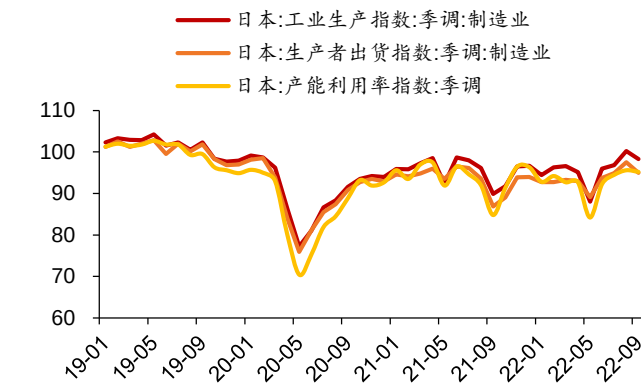
亚洲经济体方面，日本的制造业在疫情以来呈现缓慢修复的态势，到目前仍未完全恢复至疫情前的水平，截止 9 月份日本制造业生产指数和产能利用率均较疫情前同期有一定差距。疫情防控方面，在 3 月 21 日起日本开始解除境内防疫限制，同时进一步放宽了边境管制限制，在疫情逐步放开后，日本制造业 PMI 呈现下滑态势，但始终位于荣枯线以上，今年以来日元大幅贬值下出口保持了较快增速，使得日本制造业保持了一定韧性。

图 7：出口回升是日本近期制造业保持韧性的重要原因（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

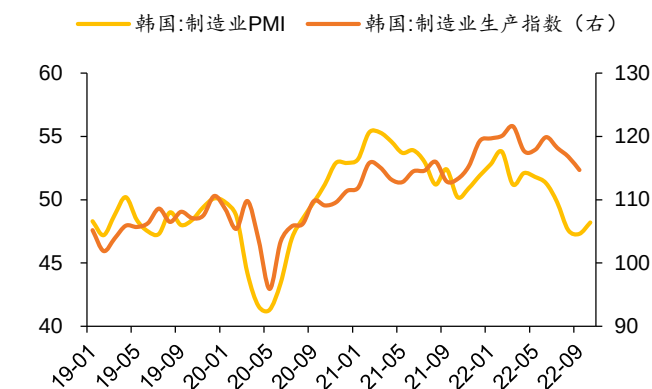
图 8：整体来看日本制造业仍未修复至疫情前的水平



资料来源：Wind，德邦研究所

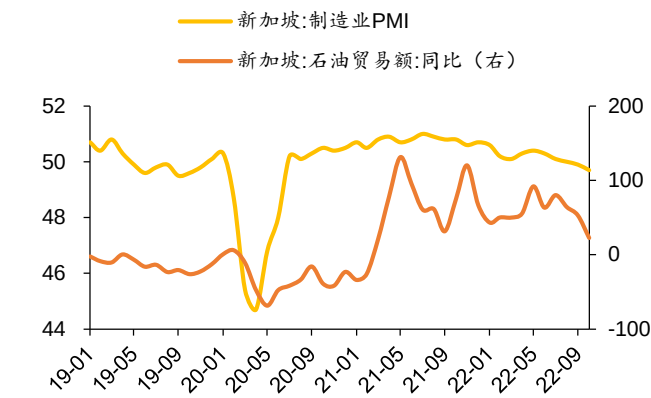
而韩国和新加坡在疫情以来制造业维持了较为强劲的态势，其制造业 PMI 分别在 2020 年 10 月和 2020 年 7 月就回归至荣枯线以上，制造业生产指数也较快的修复到了疫情前的水平。疫情防控方面，韩国和新加坡分别在 4 月 18 日和 4 月 26 日全面解除了限制措施，但其制造业均呈现波动回落的态势，主要原因在于全球需求的疲软。其中韩国 10 月份出口同比增速已经转负，外需的持续下滑是制约其制造业修复的重要因素；而新加坡方面，其在疫情防开以来制造业的变动与其石油相关产品出口有着直接关系，近几个月随着石油相关产品出口增速的回落，制造业 PMI 也逐渐回落至荣枯线以下。

图 9：疫情以来韩国制造业修复速度较快（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：石油需求的提升使新加坡制造业保持韧性（%）



资料来源：Wind，德邦研究所

综合来看亚洲经济体放松疫情管控后的制造业修复情况，解除疫情管控措施的短期内制造业均有一定程度的修复，但修复程度和韧性更多受海外需求变动的影响，如日本和新加坡分别因为日元贬值和石油需求而保持了出口的较高增速，使得其制造业仍保有一定韧性，而韩国、中国香港和中国台湾的出口增速则由于欧美主要经济体需求的快速回落而大幅下滑，对其制造业修复形成了明显的压制，整体来看疫情放开对制造业影响并不显著。

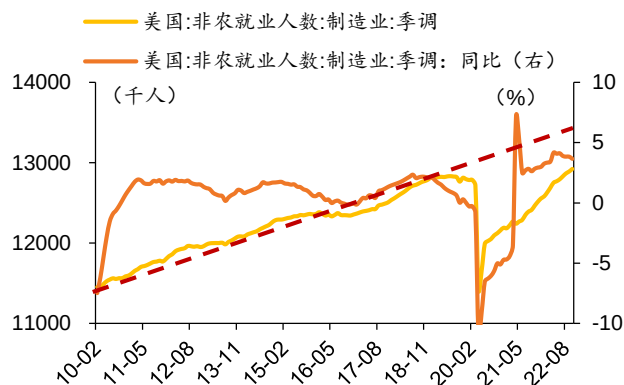
2. 制造业就业：疫情使部分就业“永久性缺失”

2.1. 美国制造业需警惕工资和通胀的螺旋

从美国制造业就业人数的变动来看，截止 2022 年 8 月份美国制造业非农就业人数已经恢复至了疫情前同期的水平，但从近些年美国制造业非农就业的趋势线来看，疫情还是使得美国制造业就业产生了一定的缺口，而从非农就业的增速来看，目前制造业非农就业的增速已经从 4 月份的高点开始波动回落，因此整体来看疫情可能造成美国制造业就业存在一部分“永久性缺失”。

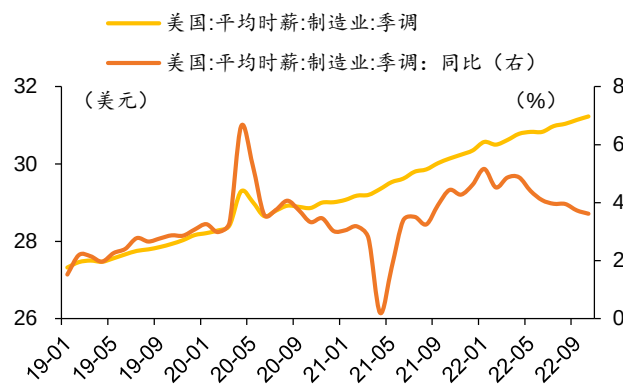
而从制造业就业人员的时薪来看，疫情以来美国劳动力市场的短缺显著推升了工资上涨的速度，工资的上涨在助推通胀走高的同时使得企业将成本转嫁给消费者，促使就业人员要求更高的工资，最终形成了工资和通胀的螺旋式上升。尽管今年 4 月以来平均时薪增速已经开始回落，但距离与通胀水平相适宜的 2% 增速仍有较大差距，此外制造业职位空缺数和职位空缺率也仍居于高位，因此制造业时薪增速回归至疫情前的水平或仍需时日。

图 11：制造业非农就业人数仍低于趋势线



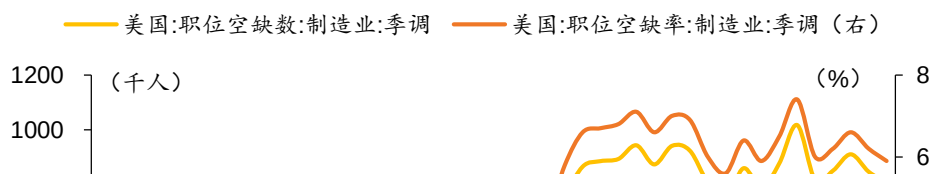
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：疫情以来制造业时薪增速位于高位



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：美国制造业就业仍存在较大缺口



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_49362

