

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## PMI 如期反弹 提防二次冲击

—3 月 PMI 数据点评

2020 年 4 月 1 日

分析师:

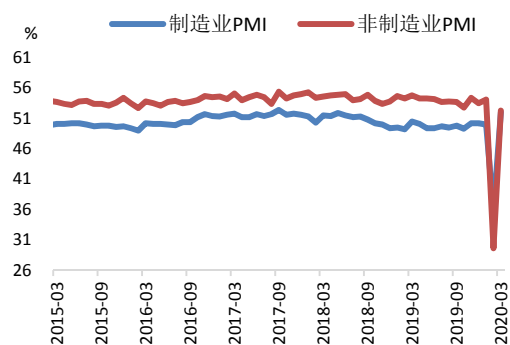
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

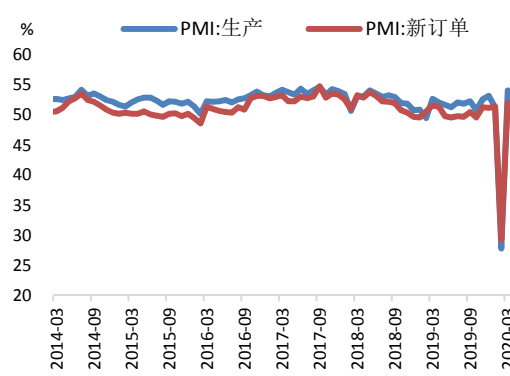
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

PMI



生产与订单



### 相关报告

1. 《识时知务 静待花开—2020 年国内宏观经济展望》
2. 《疫情对一季度经济影响超预期显著—2 月经济数据点评》

### 内容提要:

3 月中国综合 PMI 产出指数为 53.0%，环比回升 24.1 个百分点；制造业 PMI 指数为 52.0%，回升 16.3 个百分点；非制造业商务活动指数为 52.3%，环比回升 22.7 个百分点。

3 月制造业 PMI 大幅回升 16.3 个百分点，好于市场预期（42.5%）。一方面，3 月回升符合季节性规律；另一方面，2 月 PMI 受疫情影响骤降至历史最低（35.7%），3 月国内疫情得到基本控制，制造业复工复产率上升，PMI 回升成为必然。不过，2-3 月制造业 PMI 均值为 43.9%，仍显著低于正常时期水平。

供需均出现改善，但需求回升力度弱于供给。生产指数、新订单指数分别回升 26.3、22.7 个百分点至 54.1%、52.0%，其中外需萎缩导致新出口订单（46.4%）回升相对缓慢从而拖累新订单以及整体 PM。未来外需持续萎缩对国内出口、制造业甚至产业链的二次冲击需要高度重视。从中观高频数据看，3 月生产指标持续回升，需求修复但仍然较弱。

通常情况下，当 PMI 连续三个月以上同向变化时，才能反映经济运行的趋势性变化，仅仅单月数据升至荣枯线上，并不能判断我国经济已完全恢复正常水平，实现趋势性好转，还需持续观察变化。短期而言，PMI 持续回升的基础不牢固，仍然需要政策面的不断呵护。

**风险提示:** 通胀超预期，央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

**事件：**国家统计局 3 月 31 日公布的数据显示，3 月中国综合 PMI 产出指数为 53.0%，环比回升 24.1 个百分点；制造业 PMI 指数为 52.0%，回升 16.3 个百分点；非制造业商务活动指数为 52.3%，环比回升 22.7 个百分点。

**点评：**3 月 PMI 大幅回升，符合市场预期，但考虑到其是在 2 月骤降的基础上取得且 2-3 月均值仍低于荣枯分界线，近期海外疫情加速扩散对国内制造业二次冲击的可能性增加，未来 PMI 持续回升的基础不牢固，仍然需要政策面的不断呵护。

### 1、制造业 PMI 大幅回升且好于预期

3 月制造业 PMI 大幅回升 16.3 个百分点，好于市场预期（42.5%）。一方面，3 月回升符合季节性规律；另一方面，2 月 PMI 受疫情影响骤降至历史最低（35.7%），3 月国内疫情得到基本控制，制造业复工复岗率上升，PMI 回升成为必然。不过，2-3 月制造业 PMI 均值为 43.9%，仍显著低于正常时期水平。

此外，虽然 3 月的复工率与复岗率均较 2 月大幅提升，但从 PMI 仅超过 50% 分界线 2 个百分点来看表现得并不十分明显。根据工信部的数据，截至 3 月 28 日，全国中小企业的复工率已经达到了 71.7%，比 2 月 23 日提高了 46.4 个百分点，3 月份以来日均升幅在 1 个百分点左右；规模以上工业企业平均开工率为 98.6%，人员平均复岗率为 89.9%，比 2 月 23 日分别提升 15.5 个和 38 个百分点。

分项指标中，除了购进价格指数继续下降外，其他指标均出现不同程度的上升。

### 2、供需均有所改善但外需仍处于萎缩状态

供需均出现改善，但需求回升力度弱于供给。生产指数、新订单指数分别回升 26.3、22.7 个百分点至 54.1%、52.0%，其中外需萎缩导致新出口订单（46.4%）回升相对缓慢从而拖累新订单以及整体 PMI。

从中观高频数据看，3 月生产指标持续回升，需求修复但仍然较弱。其中，六大发电集团日均耗煤量同环比继续回升，后半个月的同比增速（-16.4%）较前半个月提高 7.5 个百分点，3 月全月的绝对量则恢复至 2019 年同期的 80% 左右；高炉开工率同环比增速亦回升，3 月全月同比回升 1.9 个百分点。需求方面，节后 30 大中城市商品房成交量环比连续 8 周回升，但 3 月下旬的绝对量仍只有去年同期的 60%；乘用车销售环比好

转但3月下旬的同比仍下滑40%以上。此外，由于实质复岗率仍然不足，下游需求恢复滞后，叠加供给增加，钢铁库存同比增幅屡创历史新高。总体而言，市场预期的（传统）基建投资进展仍相对较慢，在国内仍对疫情控制的情况下终端消费修复还尚需时日。

新出口订单受海外疫情发酵的影响开始显现，未来不确定性较大。在已经公布的数据中，3月欧元区制造业PMI跌至2012年8月以来最低，服务业PMI（28.4%）更是接近腰斩。此外，截至3月30日7点，全球（除中国）新冠疫情累计确诊64万例左右（中国为8.2万例），其中美国、意大利、西班牙、德国、法国、英国确诊数靠前，而上述6个发达国家在中国2018年出口中占比29.6%。考虑到海外疫情出现偏晚，防控措施不尽相同，短期内仍难言整体拐点，对中国出口的影响至少持续1-2个季度。国内外贸企业多为劳动密集型行业且中小企业居多，外需回落冲击下的就业压力正处于显性化阶段。今年2月调查失业率上行至6.2%，为2018年创设以来最高纪录（此前多为5.0-5.3%），除了国内疫情影响外，也有海外订单减少有一定的关系。未来外需持续萎缩对国内出口、制造业甚至产业链的二次冲击需要高度重视。

### 3、非制造业指数触底反弹但生活性服务业恢复较慢

3月非制造业商务活动指数环比回升22.7个百分点至52.3%。其中，服务业总体回暖，在调查的21个行业中，除证券行业外，其他行业均不同程度回升，其中交运、零售、银行等行业商务活动指数相对较高。生活性服务业商务活动指数为50.2%，低于服务业总体指数1.6个百分点，其中住宿餐饮、旅游、居民服务、文化体育娱乐等行业受疫情影响较大，复工复产进度较服务业总体滞后，商务活动指数继续位于收缩区间。

总体而言，3月PMI环比大幅回升反映了当前多数企业随着复工复产的有序推进，企业生产经营情况比上月有所改善，但并不意味着企业的实际生产经营已恢复至疫情前水平。正因为如此，3月PMI实际值比我们从前复工复岗率反推的预测值（55%）要低，毕竟PMI反映的是月度环比情况而非绝对规模或同比水平。通常情况下，当PMI连续三个月以上同向变化时，才能反映经济运行的趋势性变化，仅仅单月数据升至荣枯线上，并不能判断我国经济已完全恢复正常水平，实现趋势性好转，还需持续观察变化。

**风险提示：**通胀超预期，央行超预期调控，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，国际经济形势急剧恶化，海外黑天鹅事件等。

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\\_5995](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5995)

