



须更多发力需求端，关注海外冲击风险

——2020年3月PMI数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **3月份PMI快速反弹至50%以上，反映了几个信号：**一是由于PMI为环比指标，反映3月份制造业景气状况较2月份有明显好转，但不能据此认为当前经济出现了反转，还需继续观察后续数月是否出现环比好转，即PMI指数是否能持续在50%的临界值以上运行；二是表明疫情对经济的影响相对于金融危机短暂，金融危机期间PMI指数长达7个月低于临界值；三是海外疫情将成为影响国内PMI后期走势的关键变量，当前海外疫情的蔓延和对国内的“倒灌”，国内出口订单面临减少或取消的困境，拖累出口企业的复工复产进展，进而影响到国内制造业的景气状况，因此后期PMI指数仍有反复的可能。
- **企业复工复产加快，制造业生产快于需求，大型企业好于中小型企业。**
 - 一、生产和需求均提速，但生产改善幅度好于需求，海外疫情已对国内贸易和产业链构成冲击。随着国内疫情防控取得阶段性成果，企业复工复产明显加快，3月制造业PMI较上月提高16.3个百分点至52.0%，环比改善较多。其中，生产指数和新订单指数分别较上月回升26.3%和22.7%至临界值上方，且生产指数高于新订单指数2.1个百分点，表明疫情后生产恢复速度快于需求。但新出口订单和进口指数均低于临界值，海外疫情对国内贸易和产业链的冲击不容忽视。
 - 二、不同规模企业PMI均回升，大型企业复苏相对较快。从企业类型看，3月大、中、小型企业PMI分别为52.6%、51.5%、50.9%，企业规模越大，PMI指数越高。从分项指标看，大型企业生产、新订单、生产经营活动预期指数均高于中小企业。
- **工业企业被动补库存。**3月原材料库存和产成品库存指数分别环比提高15.1%和3.0%。原材料和产成品库存均提高：一是企业复工复产加速推进，叠加大宗商品价格低位，企业原材料囤购意愿增强，原材料库存大幅提高；二是当前疫情虽取得阶段性成果，但交通物流尚未完全恢复，最终需求恢复力度不及生产，大量产品出现滞销，产成品库存被动增加。
- **预计3月PPI增长-1.1%左右。**受国际原油价格和其他大宗商品价格大幅下跌影响，3月份原材料购进和出厂价格指数分别较上月下降5.9和下降0.5个百分点，预示3月工业生产者价格指数PPI上涨动能有所减弱，预计3月PPI同比增长-1.1%左右。
- **服务业和建筑业景气度均回暖，生活性服务业恢复滞后，基建对建筑业形成支撑。**3月服务业PMI指数较上月提高21.7个百分点至51.8%。其中，生活性服务业（包括交通运输、住宿餐饮、旅游、居民服务等受疫情冲击较大行业）复工复产进度总体滞后，景气度低于整体服务业较多，是服务业的主要拖累项。3月建筑业指数较上月回升28.5个百分点至55.1%，其中代表基建的土木工程建筑业景气度为62.4%，是建筑业快速回升的主要贡献力量，预计逆周期调节力度加码下，基建将继续支撑建筑业快速发展。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
财信证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
电话：010-68080380
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、PMI 是环比指标，反弹至临界值上方反映 3 月情况好于上月，未来制造业景气仍面临海外疫情输入风险的冲击	3
二、企业复工复产加快，生产恢复速度快于需求，预计 3 月 PPI 增长-1.1%左右	4
（一）从供给指标看，制造业生产提速明显	4
（二）从需求指标看，制造业需求释放加速，但海外疫情对贸易和产业链的冲击已有所显现	4
（三）从供需指标看，疫情后生产恢复速度快于需求	5
（四）从周期指标看，工业企业被动补库存	5
（五）从价格指标看，预计 3 月 PPI 约增长-1.1%	5
三、不同规模企业 PMI 均回升，大型企业复苏相对较快	6
四、服务业和建筑业景气度均回暖，生活性服务业恢复滞后，基建对建筑业形成支撑	6

正文：

事件：2020年3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为52.0%，较上月提高16.3个百分点；中国非制造业商务活动指数为52.3%，较上月回升22.7个百分点；综合PMI产出指数为53.0%，较上月回升24.1个百分点。

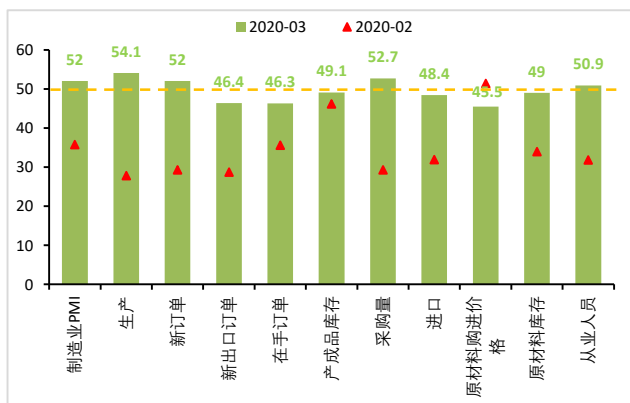
一、PMI是环比指标，反弹至临界值上方反映3月情况好于上月，未来制造业景气仍面临海外疫情输入风险的冲击

除价格指标外，3月份PMI各分项指数均较2月份大幅回升，且关键指标生产、新订单、从业人员都回升至临界值之上（见图1）。由于PMI指数是月度环比指标，反映的是本月比上月发生的经济变化情况，与上月基数有很大关系。3月份PMI指数的大幅反弹，反映的是3月份制造业景气状况较2月份有明显好转，但不能据此认为当前经济出现了反转，还需继续观察后续数月是否出现环比好转，即PMI指数是否能持续在50%的临界值以上运行。

此次肺炎公共卫生危机与2008年金融危机对经济的影响时间相比，前者的影响相对短暂。如3月份PMI指数出现大幅反弹，预计随着后期企业复工复产的逐步推进和政策措施的相继落地起效，国内经济增长动能将逐步加快恢复，PMI指数虽然仍有反复的可能，但预计整体围绕50%的临界值上下小幅波动。但在2008年金融危机期间，除2008年9月外，2008年7月至2009年2月PMI均低于临界值，持续时间长达7个月。

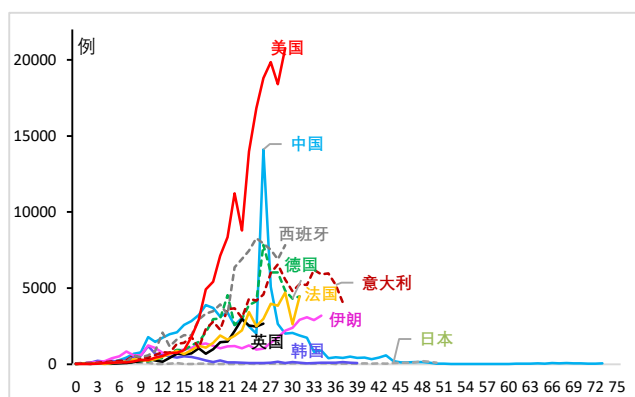
展望未来数月制造业PMI走势，预计仍将有所波动反复，因为虽然国内疫情得到了有效控制，有助于生产生活活动的恢复，但海外疫情仍处于扩散期（见图2），我国面临疫情“倒灌”压力增加，不利于全球产业链的正常运转，国内出口订单面临减少或取消的困境，出口企业的复工复产面临居多挑战，会影响到国内制造业的景气状况。如2、3月份大中小型企业新出口订单指数均在50%的临界值以下。海外疫情将在一定程度上拖累我国经济社会活动的正常恢复，为对冲海外疫情输入的负面冲击，逆周期调节力度仍需加码。

图1：3月份PMI各指标均出现大幅回升



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：海外疫情加速蔓延恶化



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

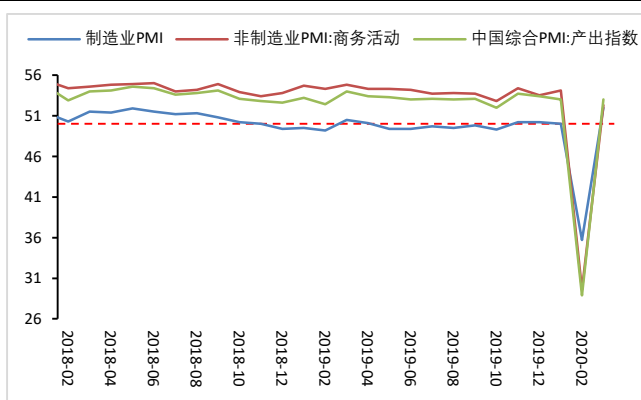
注：横轴为各国累计确诊病例超过100例的天数

二、企业复工复产加快，生产恢复速度快于需求，预计3月PPI增长-1.1%左右

（一）从供给指标看，制造业生产提速明显

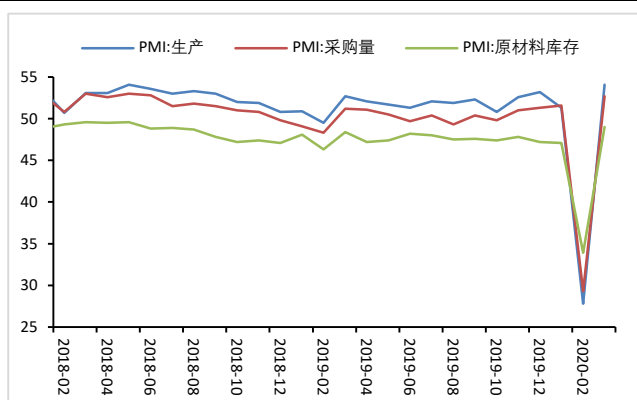
随着国内疫情防控取得阶段性成果，企业复工复产明显加快。3月生产指数为54.1%，较上月和去年同期分别提高26.3和1.4个百分点，制造业生产明显提速。具体看，一方面企业采购意愿提升较多，3月份采购量指数为52.7%，比上月提高23.4个百分点，企业生产意愿提高较多；另一方面，原材料库存指数为49.0%，较上月提高15.1个百分点（见图4），出现较大幅度提升。

图3：制造业、非制造业PMI均大幅反弹



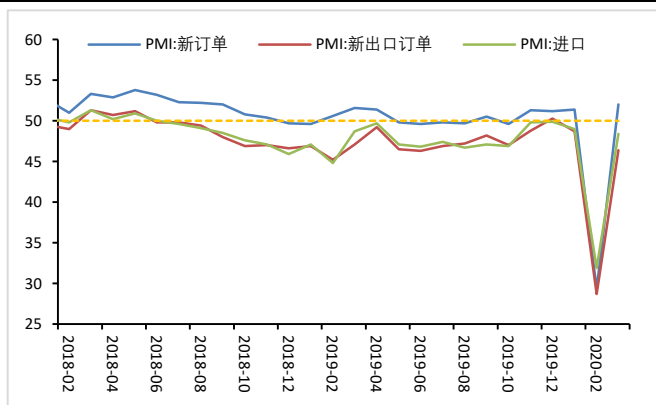
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图4：制造业生产扩张加快



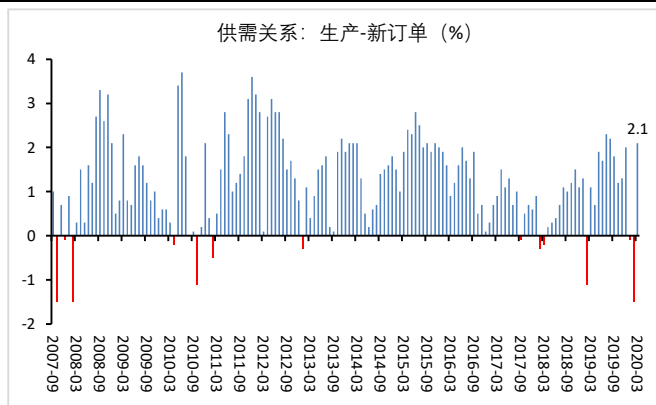
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图5：制造业内外需指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图6：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）从需求指标看，制造业需求释放加速，但海外疫情对贸易和产业链的冲击已有所显现

3月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为52.0、46.4%、48.4%，分别比上月提高22.7、17.7和16.5个百分点（见图5）。其中新订单、新出口和进口订单指数分别反应总需求、国外需求和国内需求情况。随着国内疫情逐渐得到控制，防控措施对需求的压制得到一定程度的缓解，新订单指数回升至临界值以上，表明国内需求有所释放。

放提高。但新出口订单和进口指数仍低于临界值，海外订单环比减少，国内进口恢复落后于整体需求，表明海外疫情对贸易和产业链的负面冲击已经有所显现。若根据国内疫情防控情况对海外疫情进行推演，我们预计随后几个月我国贸易下行压力将有所加大。

（三）从供需指标看，疫情后生产恢复速度快于需求

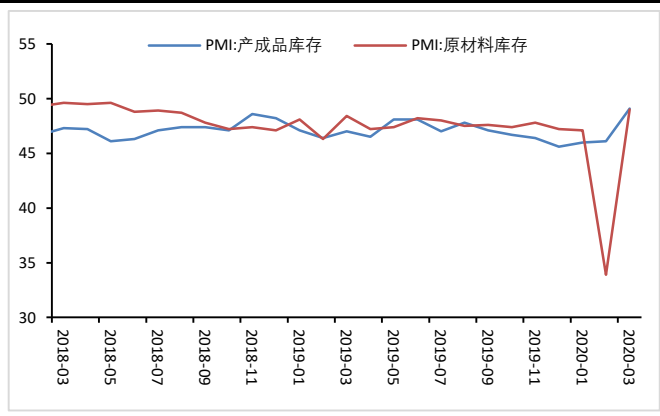
从疫情对供给和需求端的冲击看，对供给端冲击更大。生产和新订单指数分别代表供给和需求，3月生产和需求指数分别较上月提高26.3和22.7个百分点，生产回升幅度大于需求，“生产和新订单指数差”也从上月的-1.5%升为2.1%，供需缺口由负转正（见图6）。表明疫情冲击后，相对于需求，生产的恢复更快。

（四）从周期指标看，工业企业被动补库存

由于产成品库存和原材料库存分别代表下游需求的紧张程度和上游投资情况，所以两者的相对走势变化反应了经济周期状态。

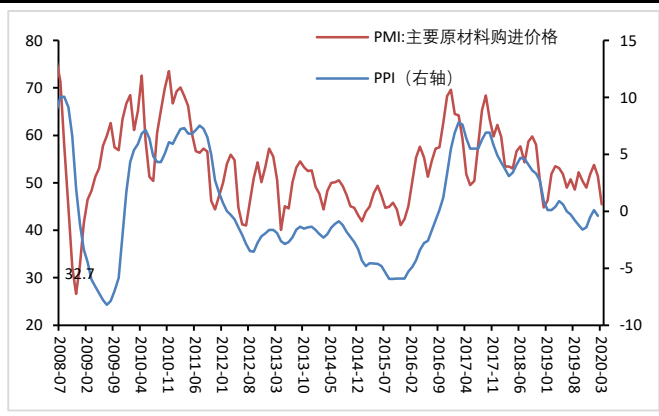
3月份产成品库存和原材料库存指数分别为49.1%和49.0%，分别较上月提高3.0和15.1个百分点，均继续处于收缩区间（见图7）。3月份原材料库存和产成品库存均有所提高：一是企业复工复产加速推进，叠加大宗商品价格低位，企业原材料囤购意愿增强，原材料库存大幅提高；二是当前疫情虽取得阶段性成果，但交通物流还未完全恢复，最终需求恢复力度不及生产，大量产品出现滞销，产成品库存被动增加。预计在疫情冲击下，国内逆周期调节力度将继续加码，制造业供需两端将在疫情后较快修复，企业库存将逐步回归正常状态。

图7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图8：2月份PPI上涨动能有所减弱



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

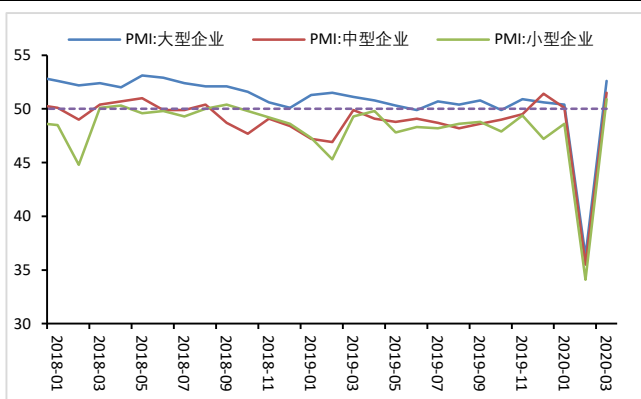
（五）从价格指标看，预计3月PPI约增长-1.1%

受国际原油价格和其他大宗商品价格大幅下跌影响，3月份PMI原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为45.5%和43.8%，分别较上月下降5.9个和0.5个百分点，均出现一定程度的回落（见图8）。3月原材料购进价格回落幅度高于出厂价格，中下游企业成本压力暂时性缓解。3月购进价格有所下降，预示3月工业生产者价格指数PPI上涨动能有所减弱，预计3月PPI同比增长-1.1%左右。

三、不同规模企业 PMI 均回升，大型企业复苏相对较快

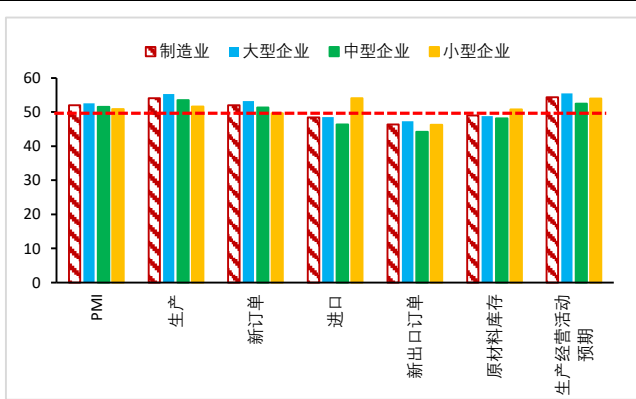
3 月份大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 52.6%、51.5%、50.9%，分别较上月提高 16.3、16.0、16.8 个百分点，不同规模企业景气度均有所回升，其中大型企业复苏相对较快（见图 9）。从分项指标看，大型企业生产、新订单、生产经营活动预期指数均高于中小企业，说明大型企业复工复产更快，需求和预期也较好；不同规模企业新出口订单指数均低于临界值，表明我国面临的贸易压力确实较大；海外疫情蔓延下，未来进口指数对小型企业的支撑将有所减弱（见图 10）。

图 9：大中小型企业 PMI 均出现大幅下滑



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：大中小型企业 PMI 分项指标情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

四、服务业和建筑业景气度均回暖，生活性服务业恢复滞后，基建对建筑业形成支撑

3 月非制造业商务活动指数为 52.3%，较上月和去年同期分别提高 22.7 和降低 2.5 个百分点（见图 11）。分行业看：

图 11：非制造业商务活动指数

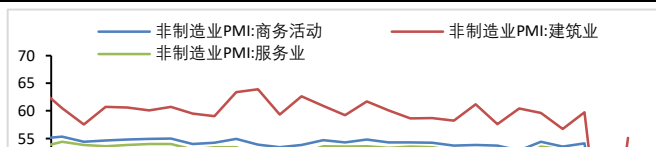
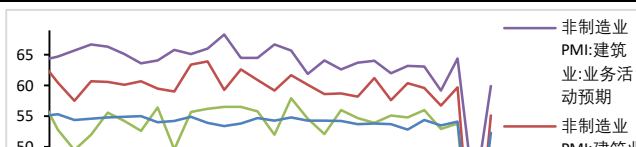


图 12：建筑业商务活动指数



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_6150

