

PMI 创 17Q4 以来新高，基本面逐渐修复

——对 2020 年 3 月 PMI 数据点评及债市观点

固定收益简报

◆ 事件

2020年3月31日，统计局公布3月PMI指数。3月份中国制造业PMI为52.0%，比上月回升16.3个百分点；非制造业商务活动指数为52.3%，比上月回升22.7个百分点。

◆ 点评

1、PMI 低位反弹创 17Q4 以来新高，基本面正在逐步修复

3月份制造业PMI为52.0%，比上月回升16.3个百分点，也创下2017年4季度以来新高。本月PMI指数在上月创历史最低后快速反弹，显示随着国内疫情逐渐得到控制，基本面正在逐步修复。

生产在国内疫情逐渐得到控制后快速回暖。3月制造业PMI生产指数为54.1%，比上月回升26.3个百分点，是22个月以来新高，环比增幅在本次公布的制造业所有指标中仅次于新订单指数。

国内需求改善强于国外。3月制造业PMI新订单指数为52.0%，比上月上升了22.7个百分点。新出口订单指数录得46.4%，较上月上升了17.7个百分点，但仍处荣枯线以下，国内需求改善强于国外。

两项库存指数现不同程度上升。3月原材料库存指数为49.0%，比2月上升了15.1个百分点；产成品库存指数为49.1%，较上升3个百分点。两项库存指数现不同程度上升，显示制造业在销售端现一定程度改善。

2、3月非制造业指数接近疫情前水平

3月份非制造业商务活动指数为52.3%，比上月回升22.7个百分点，已接近疫情前水平。服务业商务活动指数为51.8%，比上月回升21.7个百分点。建筑业商务活动指数为55.1%，比上月回升28.5个百分点。两项行业指数均同样接近疫情前水平。

当前我国疫情防控已经取得阶段性重要成效，经济社会秩序正在加快恢复，政府近期也不断出台相应刺激政策，后续在各项政策推动下，制造业也有望持续修复（PMI指数继续提升的空间可能不大），需要密切关注基本面是否实现趋势性好转。

◆ 债市观点

随着国内疫情防控取得阶段性成果，后续政策的重点将更多的是推动基本面尽可能快速的修复。后续主导国内债市走势的主线仍将是基本面的变化，而政策实施的效果情况则是基本面能否回到正常运行轨道的重要因素。

◆ 风险提示

当前疫情输入压力较大，后续如果疏于管控，国内疫情可能会有反弹；政策的落地和实施效果也有一定不确定性。

分析师

张旭 (执业证书编号：S0930516010001)
010-58452066
zhang_xu@ebscn.com

联系人

李枢川
010-58452065
lishuchuan@ebscn.com

相关报告

财政战“疫”，三箭齐发——从财政政策视角看3月27日中央政治局会议
..... 2020-3-28

疫情致利润明显下降，工业生产正在修复——对2020年1-2月工业利润点评兼债市观点
..... 2020-3-27

基本面受冲击明显，后续修复可期——对2020年1-2月经济数据点评兼债市观点
..... 2020-3-10

CPI 仍处高位，PPI 后续有望修复——对2020年2月CPI和PPI数据点评兼债市观点
..... 2020-3-10

如何看基建资金补短口的四个选项——从政策看利率债系列之五
..... 2020-2-27

当前环境下看地方债——从政策看利率债系列之四
..... 2020-2-9

20个重要问题看清专项债——从政策看利率债系列之三
..... 2020-1-14

事件

2020年3月31日，统计局公布3月PMI指数。3月份中国制造业PMI为52.0%，比上月回升16.3个百分点；非制造业商务活动指数为52.3%，比上月回升22.7个百分点。

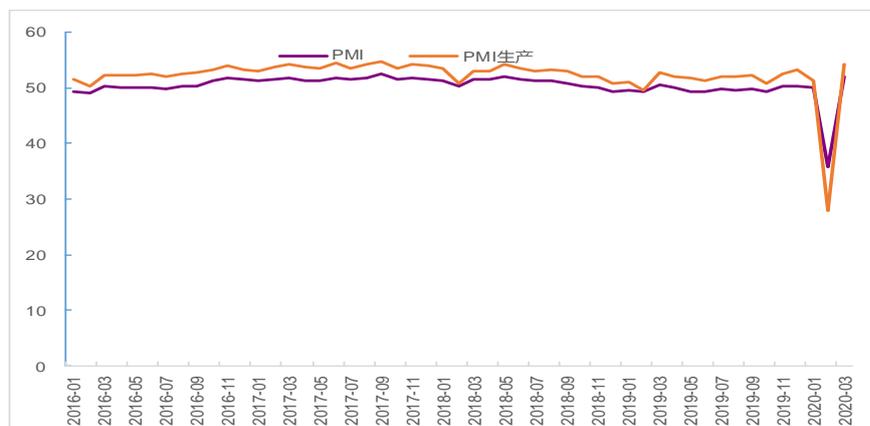
点评

1、PMI 低位反弹创 17Q4 以来新高，基本面正在逐步修复

3月份制造业PMI为52.0%，前值35.7%，比上月回升16.3个百分点，也创下2017年4季度以来新高。本月PMI指数在上月创历史最低后快速反弹，显示随着国内疫情逐渐得到控制，基本面正在逐步修复。

生产在国内疫情逐渐得到控制后快速回暖。3月制造业PMI生产指数为54.1%，比上月回升26.3个百分点，是22个月以来新高，环比增幅在本次公布的制造业所有指标中仅次于新订单指数。工业生产数据方面也呈现出类似情况。高频数据显示，截至3月30日6大发电集团3月日均耗煤量53.06万吨，比2月均值的39.49万吨环比增长了34.4%，但比1月的61.39万吨仍有一定的差距。截至3月27日，全国高炉开工率65.88%，比2月28日的62.85%提升了近3个百分点，但比1月份底的66.71%仍有近1个百分点的差距。另外，本月综合PMI产出指数为53.0%，比上月回升24.1个百分点，也表明企业生产经营活动出现修复。

图 1：3 月制造业 PMI 低位反弹创 17Q4 以来新高



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

国内需求改善强于国外。3月制造业PMI新订单指数为52.0%，比上月的29.3%上升了22.7个百分点。新出口订单指数录得46.4%，较上月(28.7%)上升了17.7个百分点，但仍处荣枯线以下，国内需求改善强于国外。

两项库存指数现不同程度上升。3月原材料库存指数为49.0%，比2月上升了15.1个百分点，表明制造业主要原材料库存量在增加，但增幅一般。产

成品库存指数为 49.1%，较上升 3 个百分点。两项库存指数现不同程度上升，显示制造业在销售端现一定程度改善。

不同规模企业 PMI 提升幅度相近。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为 52.6%、51.5% 和 50.9%，比上月回升 16.3、16.0 和 16.8 个百分点，均有明显提升，幅度也整体相近。

另外，3 月从业人员指数为 50.9%，比上月增加 19.2 个百分点，表明制造业企业用工水平明显提升。3 月主要原材料购进价格指数为 45.5%，较上月下降近 6 个百分点；出厂价格指数为 43.8%，较上月下降 0.5 个百分点。原材料购进价格和出厂价格比原材料购进价格均有不同程度下降，不利于后续企业生产修复，未来也还需要关注制造业价格变化。

图 2：库存指数现不同程度上升



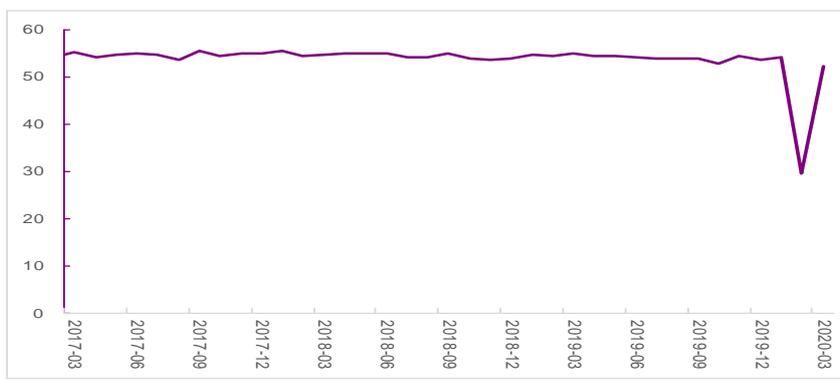
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

2、3 月非制造业指数接近疫情前水平

3 月份非制造业商务活动指数为 52.3%，比上月回升 22.7 个百分点，虽然比 1 月 54.1% 仍有近 2 个百分点的差距，但已接近疫情前水平。

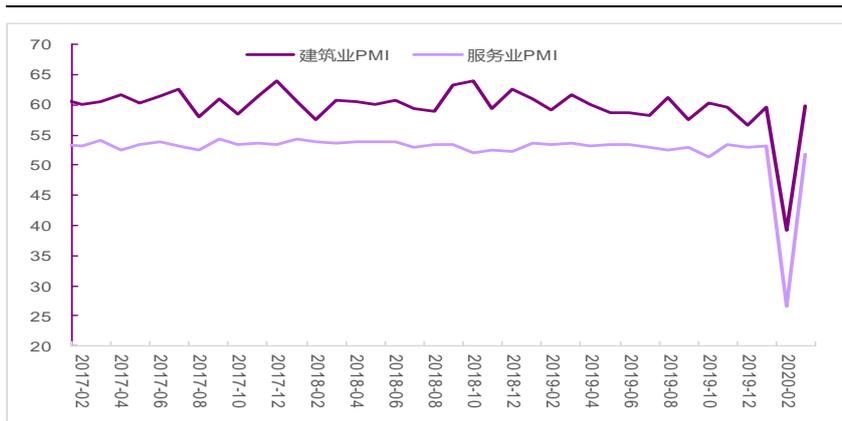
分行业看，服务业商务活动指数为 51.8%，比上月回升 21.7 个百分点。从行业大类看，除资本市场服务外，其他行业商务活动指数均有不同程度回升。建筑业商务活动指数为 55.1%，比上月回升 28.5 个百分点。两项行业指数均同样接近疫情前水平。

图 3：非制造业商务活动指数比 2 月回升 22.7 个百分点



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 4：3 月服务业和建筑业指数均在接近疫情前水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

在 2 月 PMI 各项指数出现较大幅度下降后，本月指数回升至临界点以上更多的是下降后反弹的结果，只能代表一半以上的调查企业复工复产情况比上月有所改善，但不能说明基本面已经恢复疫情前水平。当前我国疫情防控已经取得阶段性重要成效，经济社会秩序正在加快恢复，政府近期也不断出台相应刺激政策，后续在各项政策推动下，制造业也有望持续修复（PMI 指数继续提升的空间可能不大），需要密切关注基本面是否实现趋势性好转。

债市观点

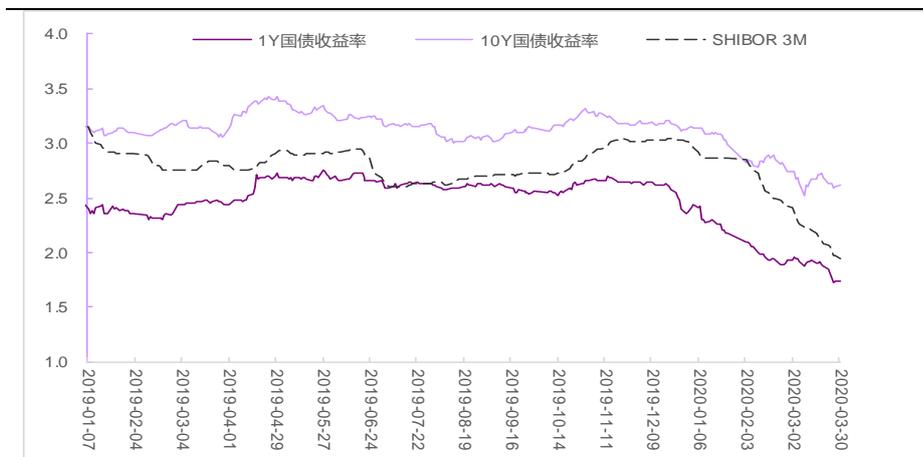
本季度 10 年期国债有不错表现，3 月份境内信用债发行规模也创历史单月最高。2020 年 3 月 27 日，中央政治局会议召开，强调要加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，全面做好“六稳”工作，力争把疫情造成的损失降到最低限度，努力完成全年经济社会发展目标任务。会议也对财政货币政策也进行了部署，强调：1) 积极的财政政策要更加积极有为，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目建设；2) 稳健的货币政策要更加灵活适度，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。要充分发挥再贷款再贴现、贷款延期还本付息等金融政策的牵引带动作用，疏通传导机制，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。

我们认为，随着国内疫情防控取得阶段性成果，市场因为美国流动性危机而出现的剧烈波动也将缓和，后续政策的重点将更多的是推动基本面尽可能快速的修复。我们预计，2020 年一般公共预算赤字率可能提升至 3.2-3.5%，主要用于弥补一般公共预算收支缺口；特别国债发行规模预计在 5000-10000 亿，主要用于对湖北等地区的转移支付；地方政府专项债规模在 3.5 万亿左右，主要投向基础设施建设，并将在前三季度密集发行；三种模式合计筹集财政资金规模在 7-8 万亿，预计占 2020 年 GDP 比重在 7-8%。

货币政策方面，央行 3 月 30 日公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了 500 亿元逆回购操作，期限为 7 天，中标利率为 2.2%，较上次下降 20 个基点，这也是自 2 月 17 日以来，央行首次开展逆回购操作。此次 OMO 降息，标志着货币政策进入了加大逆周期调节力度的阶段。

我们认为，后续主导国内债市走势的主线仍将是基本面的变化，而政策实施的效果情况则是基本面能否回到正常运行轨道的重要因素。

图 5：目前国债收益率和 Shibor 3M 情况



资料来源：wind，光大证券研究所 纵轴：% 注：数据截至时间为 2020 年 3 月 31 日

风险提示

当前疫情输入压力较大，后续如果疏于管控，国内疫情可能会有反弹；政策的落地和实施效果也有一定不确定性。

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_6165



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>