

政策加码的理由更加充分

——3月PMI数据点评 20220331

报告日期：2022-03-31

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

分析师：张伟

执业证书号：S0010522030003

电话：18811507660

邮箱：zhangwei@hazq.com

主要观点：

● 事件：

3月31日，统计局公布2022年3月PMI数据。3月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，比上月下降0.7个百分点；非制造业商务活动指数为48.4%，比上月下降3.2个百分点。

● 3月PMI描绘出怎样的宏观景象？

整体来看，宏观经济运行受本轮疫情的影响较大，3月PMI数据全线转弱，疫情对需求端和企业预期层面的冲击是拖累本次数据的核心因素。需求端明显承压，生产共振收缩，产成品被动累库；同时在预期转弱的情况下，企业主动放缓原材料采购，并加速原材料去化。大宗商品涨价对价格端的影响初步显现。在财政积极发力稳增长的逆周期调节下，基建带动建筑业景气度继续回暖，是本次数据中难得的亮点。

3月PMI受疫情影响较大，无法对宏观经济运行的趋势变化进行有效刻画，但至少证明了本轮疫情对经济的冲击可能较明显，意味着后续月份稳增长的难度加大，需要更大的政策力度予以对冲，政策加码值得期待。

◆ 需求明显承压，拖累生产共振收缩。

3月，制造业新订单指数录得48.8%，环比回落1.9pct，整体需求进入收缩区间，为近四年同期最低水平。由于2月存在春节扰动，3月新订单指数往往会出现较大程度的回升，本次逆季节性回落表明疫情对需求端的冲击较为明显。新出口订单指数录得47.2%，环比回落1.8pct，可能与疫情导致的出海条件恶化以及地缘冲突带来的需求走弱均有一定关系。在需求走弱、防疫停产的拖累下，生产指数结束了连续4个月的扩张趋势，仅录得49.5%，环比回落0.9pct。制造业企业出现了被动累库的情况，产成品库存指数上升1.6pct，导致“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数大幅回落3.5pct，进一步制约了企业的生产意愿。

此外，我们还观察到，供货商配送时间由48.2%回落到46.5%，显示供货周期进一步拉长。但与一般情况下经济走热导致供货周期拉长不同，本次更多是因为供应链受到了疫情的阻碍，需要关注其对4月经济运行的扰动。

◆ 价格指数抬升明显，预计 3 月 PPI 或在 8.0%左右。

受外围大宗商品涨价影响，本月 PMI 两大价格指数均有所抬升，原材料价格上涨更加明显，企业利润空间受到压缩。主要原材料购进价格指数录得 66.1%，抬升 6.1pct；出厂价格指数录得 56.7%，抬升 2.6pct。根据两大价格指数与 PPI 环比的相关性，我们对 3 月 PPI 进行了测算。测算结果显示，3 月 PPI 新涨价因素或达到 1.3%，在一定程度上对冲了翘尾因素的回落，导致 PPI 同比的下行幅度有所放缓。**预计 3 月 PPI 同比或将落在 8.0%左右。**

◆ 预期明显弱化，原材料采购放缓。

制造业企业经营预期较前两月有所弱化，生产经营活动预期指数录得 55.7%，环比回落 3.0pct，同样低于往年同期水平。

预期的弱化在企业备料方面有较为清晰的体现。本月制造业采购量指数仅录得 48.7%，回落 2.2pct。在采购放缓的同时，企业也在加速原材料的去化，原材料库存指数进一步回落 0.8pct，连续 4 个月出现下降。

我们认为，本月企业预期的转弱受疫情影响较大，企业出于规避不确定性而选择了谨慎备料，但同时大宗商品上涨带来的原材料价格上涨可能也是影响因素之一。

◆ 中型企业景气度大幅下滑，小型企业收缩放缓。

本月，不同规模的制造业企业景气度结束了自去年 12 月以来的分化，大、中型企业景气度下行，而小型企业景气度则有所回暖。

其中，中型企业 PMI 的下行幅度较大，环比回落 2.9pct，落入收缩区间；而小型企业 PMI 则录得 46.6%，环比回升 1.5pct，收缩程度有所放缓。疫情扰动、外需回落对中小型企业整体存在冲击，是中型企业景气度下行的核心因素。但小型企业景气度此前处于持续下行的状态，小型企业 PMI 去年 12 月到今年 2 月累计下行 3.4pct，而同期中型企业 PMI 则小幅上行 0.1pct，较低的基数使得小型企业景气度反弹难度更小。同时，今年针对小微企业的减税降费、再贷款等政策持续发力，也是助力小型企业景气回升的重要因素。

◆ 服务业受疫情冲击明显，存量项目支撑建筑业向好。

非制造业方面，商务活动指数录得 48.4%，回落明显，结束了连续 6 个月的扩张，再度落入收缩区间。分类指标中，新订单指数、业务活动预期回落幅度较大，表明需求、预期仍有压力；投入品价格、销售价格上升。结构方面，再次出现了分化，服务业走弱，建筑业向好。

服务业在需求方面受本轮疫情影响较大，新订单指数回落 1.6pct，预计疫情的约束将在四月继续体现。

建筑业商务活动仍处于扩张区间内的提升趋势中，建筑业商务活动指数录得 58.1%，环比提升 0.5pct。但新订单指数回落 3.9pct 至 51.2%，呈现减速扩张态势，说明 3 月建筑业的景气度更多依靠已开工的存量项目支撑，新项目同样受到了疫情的拖累。

● 投资策略：杠杆套息、哑铃策略、静候拐点。

由于疫情的存在，导致 3 月 PMI 对趋势的指示作用有所弱化，更多反映疫情的扰动冲击。但无论如何，3 月 PMI 数据说明，本次疫情对宏观经济的运行产生了较大的冲击，在政策决心较大、全年稳增长任务需要完成的前提下，意味着往后月份需要有更大的政策发力。

昨天国常会和一季度货币政策委员会例会均释放出了政策力度边际加码的信号，其中是货币政策例会主要的增量信息在于“加大稳健的货币政策实施力度”、“增加支农支小再贷款”和“着力稳定银行负债成本”，而国常会则主要锚定了财政政策和基建。

我们认为，解决当前问题的核心并不在于货币，货币政策并没有构成宽信用、稳增长的阻碍，反而是融资需求的缺位更加关键。在需求收缩、预期转弱的影响下，实体部门的贷款意愿并没有见到有效的改善，需要财政政策持续积极发力，同时产业政策宽松予以配合，货币政策在当前的环境下很难对融资需求产生提振。

在短期来看，疫情延缓了经济复苏的进程，“货币易松难紧、增长求稳未稳、信用要宽待宽”意味着当前债市尚无太大的调整风险，大概率维持震荡格局。

而政策稳增长决心则构成了中期维度的利空，利率方向上趋于上行，同时也制约了利率在短期内下行的空间，重点关注地产政策的变化。但考虑到今年宏观经济面临的现实约束较大、政策还需兼顾中长期目标等因素，预计调整的空间有限，上行斜率也不会太陡。

因此，我们建议将利率债策略分短、中期来看：

①短期内，需要缩短久期采取防御姿态应对可能出现的中期调整风险，但空仓天然的是债市的敌人，建议通过杠杆套息、加强交易的方式增厚收益，构建哑铃组合提高灵活性，规避偏凹的中间期限。

②中期内，当前并不是配置资金舒服的区间，建议配置型资金耐心等待利空释放，10Y 国债 3.0%附近可以关注中长久期利率债的配置机会。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

分析师与研究助理简介

分析师：颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5 年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

分析师：张伟，华安固收分析师，对外经济贸易大学本硕，3 年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

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_39919

