



2020 年 4 月 1 日

金信期货研究院

刘文波

· 从业资格编号 F3070864

· 投资咨询编号 Z0014931

## 景气度回升在预期内，难言经济复苏

——3 月中国 PMI 数据点评

### 内容提要

2020 年 3 月中国制造业 PMI52.0，前值 35.7，预期 45，非制造业 PMI52.3，预期 42，前值 29.6。

1、主要受疫情影响，2 月 PMI 较低，因 PMI 是环比指标，3 月制造业 PMI 大幅反弹在预期之中。

PMI 大幅攀升的原因：首先，上月基数低，制造业 PMI 前值 35.7，为 2005 年以来最低值；其次，企业开工率大幅抬升，据我们测算，截止 3 月 27 日，企业开工率约为去年农历同期的 97%，而 2 月 29 日企业开工率约为去年农历同期的 50%；最后，3 月企业加大开工力度，居民外出时间明显增多，国内需求有所反弹，企业生产预期好转。

2、内需和外需均大幅转好，但外需转好程度偏弱，或与国外疫情爆发有关。3 月新订单 PMI52.0，较 2 月增加 22.7 个百分点。3 月新出口订单 PMI46.4，较 2 月上升 17.7 个百分点。

我们预计 4 月新订单 PMI 较 3 月维持平稳，但外需预计仍低迷。当前我国制造业企业开工率或已恢复至去年农历同期水平，制约制造业和服务业开工率的主要矛盾已经由员工隔离转向需求萎缩，预计 4 月居民外出活动边际增多且各地刺激消费逐步落地，相对来说内需仍有韧性，但居民预期全年收入萎缩一定程度压制消费，内需难持续攀升。

截止 3 月 31 日，疫情已经扩散至全球六大洲 200 余个国家，国家间扩散继续的同时国内扩散深度进一步加大，欧美新增确诊病例高峰预计在 4 月中才会出现，欧美是我国前三的贸易伙伴，我国与欧美人员流动和货物流动受到负面冲击且国外生产放缓，4 月外需或仍低迷。

3、单月 PMI 位于枯荣线上方并不能判断经济明显回暖。其一，因为 PMI 表示环比变化，其值与上月值大小密切相关；其二，PMI 统计的是定性判断占比，不含量的信息，即 PMI 在枯荣线上方只传达有一半以上的采购经理认为景气度边际好转，但不含好转程度的信息。

3 月以来疫情进入尾部阶段，企业开工率在 3 月已经接近去年同期水平，4 月企业开工率难明显攀升，4 月制造业景气度受外需疲软影响难上行，服务业景气度受居民外出活动增多影响，反弹的概率较大。

4、就工业品价格看，PPI 环比在近 9 年（三个 PPI 同比变化周期）平均值为 0.01%，显示工业品价格涨跌不明显，当前疫情大爆发引起需求萎缩，PMI 新出口订单低于枯荣线

请务必仔细阅读正文之后的声明

显示我国外需疲弱，4 月全球主要经济体 PPI 环比下行的概率高，拖累工业品价格再度走低。

5、相较而言，4 月农产品价格指数相较其他商品类别而言或更有韧性。首先，在商品价格大跌阶段，由于必需消费品的特征使农产品指数更加抗跌；其次，疫情导致货物流通困难，部分产粮国限制粮食出口，一定程度或推升农产品价格；最后，3 月以来国外主要经济体货币政策极度宽松，资本市场偏好确定性较高的产品，农产品大概率受资金青睐。

6、就黄金而言，3 月美联储采取大幅宽松的货币政策，使美国资本市场流动性紧张局面显著缓解，叠加美联储本周宣布与海外央行启动临时性回购便利操作，允许外国央行利用其持有的美国国债获取美元，有助于缓解相关国家资本市场的稳定，美元升值压力缓解，预计美元指数短期箱体震荡，对黄金价格的影响边际转弱。欧美疫情仍在快速蔓延，中国 PMI 数据虽然环比大幅回升，但难言经济复苏，尤其数据显示企业生产同比明显放缓，市场避险情绪或依然浓厚，黄金价格二季度或震动上涨。

7、供需对原油价格均有显著影响，当前正处供给扩张和需求萎缩时期，对油价形成明显压制。需求方面，受疫情影响，全球生产转慢，4 月全球原油需求或下降达 1000 万桶/日；供给方面，全球原油总产量仍在提升，虽然美国、沙特和俄罗斯正在协调，但短期难达成新的减产协议，当前全球原油库存（美国商业原油库存量同比持续上升）快速攀升料将持续，原油价格仍承压。

## 风险提示

疫情导致经济大幅波动



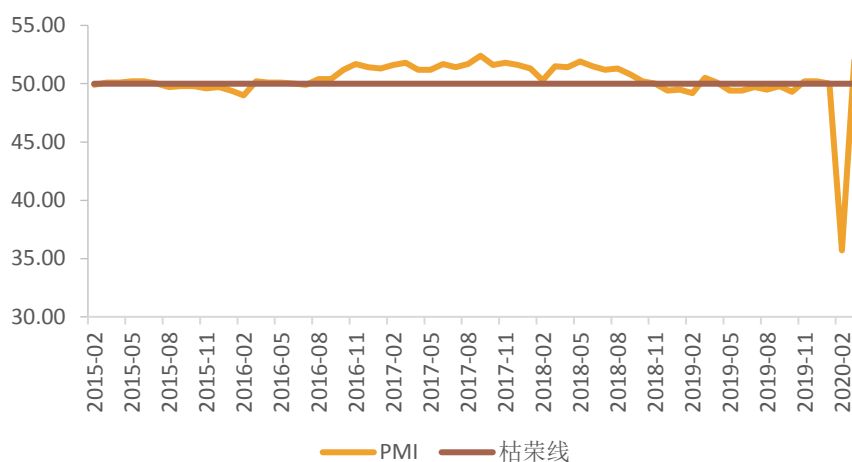
## 一、事件

2020 年 3 月中国制造业 PMI52.0，前值 35.7，预期 45，非制造业 PMI52.3,预期 42，前值 29.6。

## 二、点评

1、主要受疫情影响，2 月 PMI 较低，因 PMI 是环比指标，3 月制造业 PMI 大幅反弹在预期之中。

图 1: PMI: 单位: %

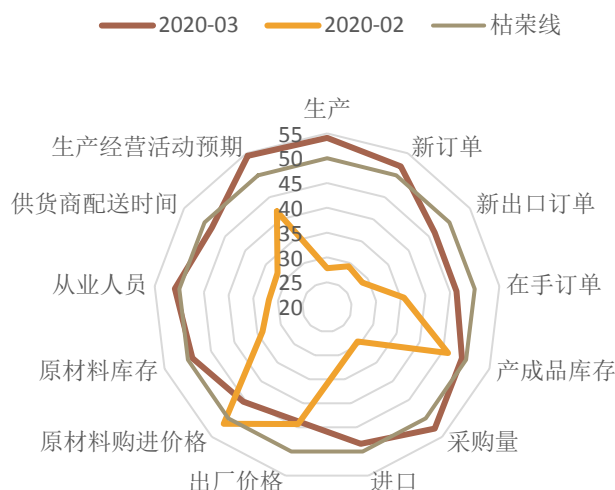


资料来源: WIND, 金信期货研究院

PMI 大幅攀升的原因: 首先, 上月基数低, 制造业 PMI 前值 35.7, 为 2005 年以来最低值; 其次, 企业开工率大幅抬升, 据我们测算, 截止 3 月 27 日, 企业开工率约为去年农历同期的 97%, 而 2 月 29 日企业开工率约为去年农历同期的 50%; 最后, 3 月企业加大开工力度, 居民外出时间明显增多, 国内需求有所反弹, 企业生产预期好转。

3 月 PMI 分项中, 除出厂价格和主要原材料购进价格较上月下降 0.5 和 5.9 个百分点外, 其他分项均较大幅度回升。其中, 生产、新订单、新出口订单、在手订单、产成品库存、采购量、进口、原材料库存、从业人员供应商配送时间和生产活动预期分别为 54.1、52.0、46.4、46.3、49.1、52.7、48.4、49.0、50.9、48.2 和 54.4, 较 2 月分别上升 26.3、22.7、17.7、10.7、3.0、23.4、16.5、15.1、19.1、16.1 和 12.6 个百分点。

图 2: 2 月、3 月 PMI 分项: 单位: %



资料来源： WIND，金信期货研究院

2、3月企业主要原材料购进价格 PMI 较前值下降 5.9 个百分点，出厂价格 PMI 较前值下降 0.5 个百分点，显示在疫情得到基本控制后，供给和需求均萎缩的情形下，供给收缩对价格的影响更明显。3月原材料购进价格 PMI 和出厂价格 PMI 之差为 1.7,前值为 7.1，连续 3 个月较走阔后大幅收窄，利好中下游企业盈利。

3、数据显示，3月大、中、小型企业 PMI 分别为 52.6、51.5 和 50.9，较 2 月分别上升 16.3、16.0 和 16.8 个百分点，显示疫情基本受控后，大、中、小型企业的景气度回升程度类似。3月大、中、小型企业 PMI 生产分项分别为 55.3、53.5 和 51.6，较 2 月分别上升 27.0、25.4 和 25.5 个百分点；大、中、小型企业 PMI 新出口订单分项分别为 47.3、44.2 和 46.3，较 2 月分别上升 17.8、18.1 和 15.3 个百分点。

4、从高频数据看，企业产能利用率较去年同期略低，我国企业开工率大约为去年农历同期的 97%。从同比看，截止 3 月 31 日，3 月 6 大发电集团日均耗煤量月化同比-20.66%，较前值跌幅扩大 0.89 个百分点，高炉开工率月化同比 0.55%，较前值上升 3.39 个百分点，汽车半钢胎月化同比-16.63%，较前值上升 25.74 个百分点。同期数值对比看，3 月 27 日（农历 3 月初四）6 大发电集团日均耗煤量为 59.94 万吨，2019 年 4 月 8 日（农历 3 月初四）61.49 万吨，扣除 14% 的居民用电量，当前日均耗煤量为 2019 年农历同期的 97.07%，处较高位置。3 月 26 日，汽车轮胎半钢胎开工率 62.74%，2019 年 4 月 4 日为 71.50%，开工率约为去年农历同期的 87.75%，显示部分企业仍未满负荷生产，但其原因或不是 2 月员工隔离而是需求端收缩或供应链紧张。

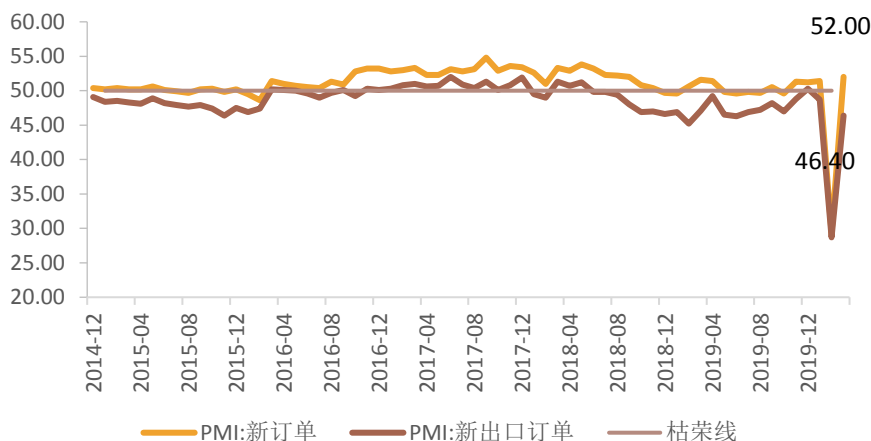
5、内需和外需均大幅转好，但外需转好程度偏弱，或与国外疫情爆发有关。3 月新订单 PMI 52.0，较 2 月增加 22.7 个百分点。3 月新出口订单 PMI 46.4，较 2 月上升 17.7 个百分点。

我们预计 4 月新订单 PMI 较 3 月维持平稳，但外需预计仍低迷。当前我国制造业企业开工率或已恢复至去年农历同期水平，服务业开工率预计与去年农历同期仍有差距，不过制约制造业和服务业开工率的主要矛盾已经由员工隔离转向需求萎缩，2-3 月居民除工作外的隔离程度较高，4 月居民外出活动边际增多且各地刺激消费逐步落地，相对来说内需仍有韧性，但居民预期全年收入萎缩一定程度压制消费，内需难持续攀升。

4 月外需难乐观，截止 3 月 31 日，疫情已经扩散至全球六大洲 200 余个国家，国家间扩

散继续的同时国内扩散深度进一步加大，欧美新增确诊病例高峰预计在 4 月中才会出现，欧美是我国前三的贸易伙伴，我国与欧美人员流动和货物流动受到负面冲击且国外生产放缓，4 月外需或仍低迷。

图 3：新订单 PMI 和新出口订单 PMI：单位：%



资料来源： WIND，金信期货研究院

6、3 月非制造业 PMI 收于 52.3，较上月上升 22.7 个百分点，建筑业和服务业景气度环比上升。就分项来看，新订单、新出口订单、业务活动预期和供应商配送时间 PMI 回升幅度大，较前值分别上升 22.7、11.8、17.3 和 18.1 个百分点，投入品价格、销售价格、从业人员、在手订单和存货 PMI 回升幅度相对较少，较前值分别上升 0.1、2.2、9.8、7.8 和 6.8 个百分点。

非制造业 PMI 大类建筑业和服务业景气度均回升明显。

3 月建筑业 PMI 55.1，较前值上升 28.5 个百分点，从分项看，新订单、业务活动预期和从业人员 PMI 回升幅度大，分别较 2 月上升 24.6、18.1 和 20.8 个百分点，销售价格 PMI 上升幅度较小，较 2 月上升 1.6 个百分点，投入品价格 PMI 较 2 月下降 1.5 个百分点。

3 月服务业 PMI 录得 51.8，较前值上升 21.7 个百分点，从分项看，新订单和业务活动预期 PMI 上升幅度大，分别较 2 月回升 22.3 和 17.1 个百分点，投入品价格、销售价格和从业人员 PMI 回升幅度小，分别较 2 月上升 0.5、2.2 和 7.8 个百分点。

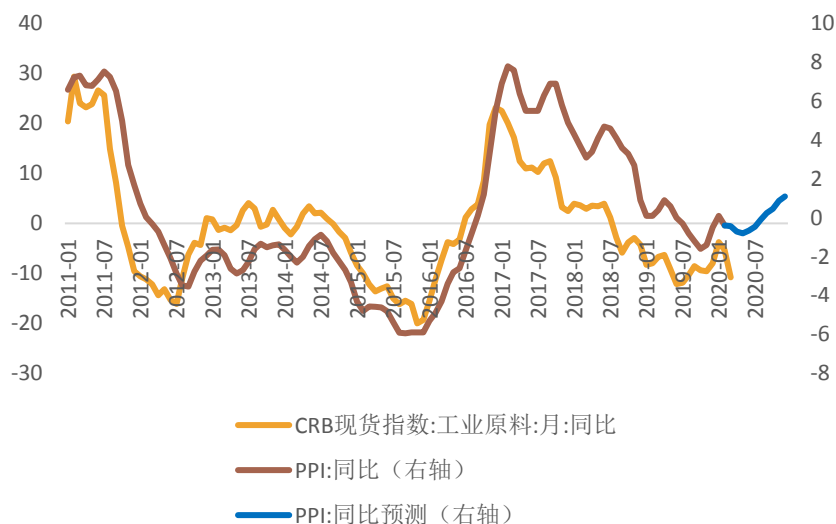
7、值得注意的是，PMI 为环比指标，其反映的是本月相对于上个月企业采购经理对经营前景的判断，被调查者对每个问题做出较上月上升、不变或下降的判断，进行综合汇总得到个 PMI 分项的百分比。单月 PMI 位于枯荣线上方并不能判断经济明显回暖。其一，因为 PMI 表示环比变化，其值与上月值大小密切相关；其二，PMI 统计的是定性判断占比，不含量的信息，即 PMI 在枯荣线上方只传达有一半以上的采购经理认为景气度边际好转，但不含好转程度的信息。

3 月以来疫情进入尾部阶段，企业开工率在 3 月已经接近去年同期水平，4 月企业开工率难明显攀升，4 月制造业景气度受外需疲软影响难上行，服务业景气度受居民外出活动增多影响，反弹的概率较大。

8、就工业品价格看，PPI（生产者价格指数，衡量工业企业产品出厂价格）环比是工业品价格涨跌的类同步指标，过去 9 年（三个 PPI 同比变化周期）4 月 PPI 环比平均值为 0.01%，2016-2018 年（最近一轮 PPI 同比变化周期）4 月 PPI 环比平均值为 0.03%，均显示工业品价

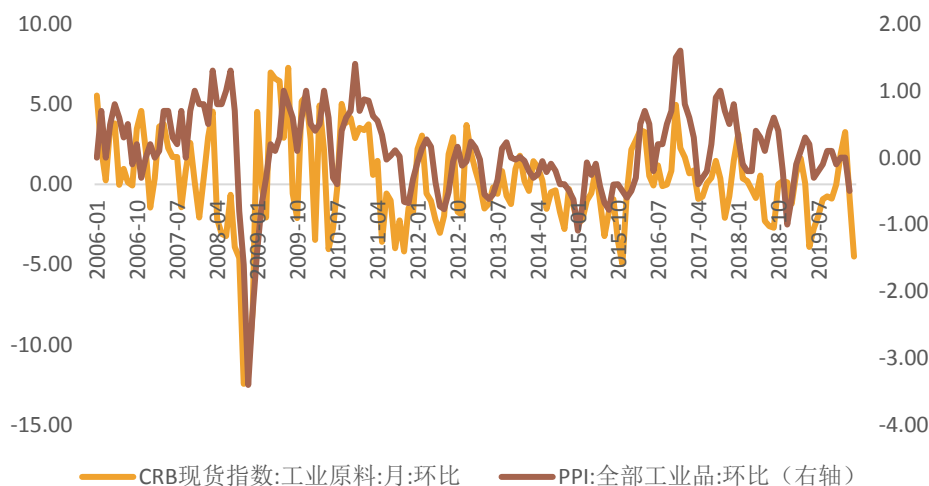
格涨跌不明显。考虑到当前疫情大爆发背景,PMI 新出口订单低于枯荣线显示我国外需疲弱,4 月全球需求大幅萎缩几乎板上钉钉,而从我国 PPI 环比看 2 月(我国疫情爆发期)PPI 环比超预期下行,或表明 4 月全球主要经济体 PPI 环比下行的概率高,拖累工业品价格再度走低。

图 4: 工业原料现货指数同比与 PPI 同比: 单位: %



资料来源: WIND, 金信期货研究院

图 5: CRB 工业原料现货指数环比和 PPI 环比: 单位: %



资料来源: WIND, 金信期货研究院

9、相较而言,我们认为 4 月农产品价格指数相较其他商品类别而言更有韧性。首先,4 月大概率处于 2007-2008 年商品所处下跌阶段,即 2008 年 7 月至 12 月,相对来说在商品价格大跌阶段,由于必需消费品的特征使农产品指数更加抗跌;其次,与 2007-2008 年不同的是,疫情导致货物流通困难,部分产粮国限制粮食出口,一定程度或推升农产品价格;最后,3 月以来国外主要经济体货币政策极度宽松,资本市场偏好确定性较高的产品,农产品大概率受资金青睐。

表 1: 主要商品价格指数月均年化收益率: 单位: %

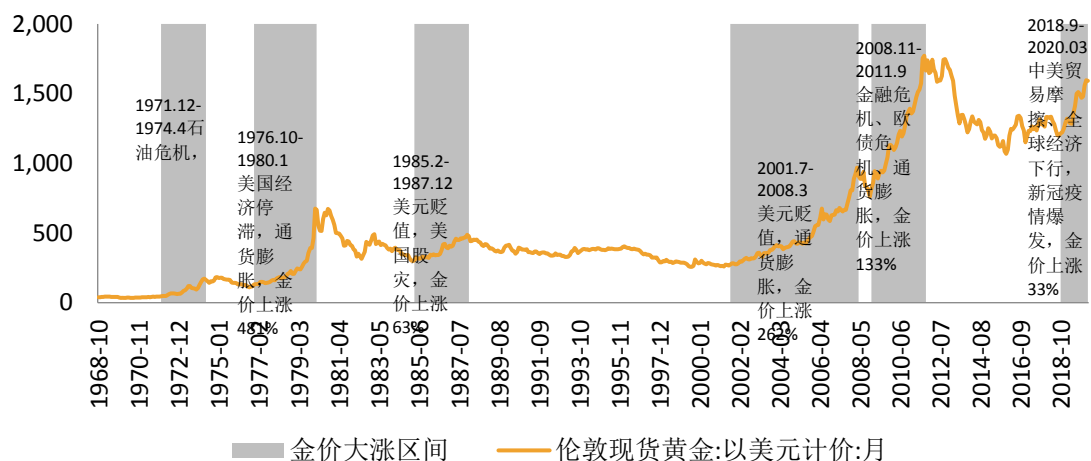


指标名称	南华综合 指数	南华工业 品指数	南华农产 品指数	南华金属 指数	南华能化 指数	南华贵金 属指数
2008-01	4.04	21.76	-19.91	96.95	-41.91	阶段一
2008-02	113.64	76.62	136.04	106.12	57.69	
2008-03	-89.23	-35.44	-125.25	-43.96	-34.21	
2008-04	-13.41	17.12	-30.26	-19.77	52.20	
2008-05	20.39	40.19	19.31	-60.06	142.12	
2008-06	69.43	59.35	79.83	24.61	112.77	
2008-07	-56.01	-19.04	-95.69	-27.17	-7.73	阶段二
2008-08	-61.45	-70.36	-55.21	-70.00	-67.20	
2008-09	-97.26	-115.41	-81.23	-77.96	-165.83	
2008-10	-269.77	-390.61	-110.52	-413.28	-377.03	
2008-11	-73.89	-94.04	-52.31	-61.56	-146.75	
2008-12	-8.27	-9.70	4.76	-77.61	65.00	
2009-01	73.25	106.10	37.23	68.55	165.09	阶段三
2009-02	31.93	39.63	16.94	48.20	38.85	
2009-03	109.78	162.44	47.32	206.96	115.03	
2009-04	52.87	78.26	20.68	82.75	77.48	
2009-05	25.94	16.12	33.94	26.09	5.10	
2009-06	39.43	73.26	2.54	92.61	53.83	

资料来源：WIND，金信期货研究所

10、就黄金而言，黄金价格受供需影响，但因其供给曲线刚性，黄金价格对需求的边际变化非常敏感。黄金的需求主要来自四个方面：珠宝制造需求、投资需求、储备需求和工业需求，大约分别占总需求的 50%、27%、15%和 8%。金价与美元指数呈负相关关系，1971 年至今，其相关系数约-0.45，因为黄金以美元定价为主，美元指数走弱期间金价走强的概率大。美国国债实际收益率作为美国固定收益类产品的锚，美国 10 年期国债实际收益率与黄金价格相关系数达到-0.87，说明美国国债实际收益率走弱（即剔除通胀后利率下降，通常出现在避险情绪升温的时期）时，黄金需求上升。

图 6：现货黄金走势及大涨区间：单位：美元/盎司

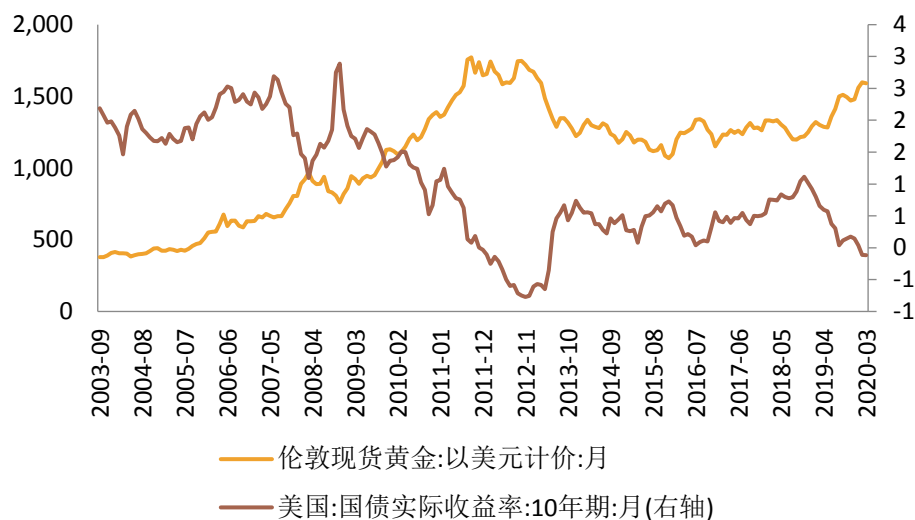


资料来源：WIND，金信期货研究院

3 月美联储采取大幅宽松的货币政策，使美国资本市场流动性紧张局面显著缓解，美联

储本周宣布与海外央行启动临时性回购便利操作，向在纽约联储开设账户的外国央行提供回购便利协议，允许外国央行利用其持有的美国国债获取美元，有助于缓解相关国家资本市场的稳定，美元升值压力缓解，预计美元指数短期箱体震荡，对黄金价格的影响边际转弱，欧美疫情仍在快速蔓延，中国 PMI 数据虽然环比大幅回升，但难言经济复苏，尤其数据显示企业生产同比明显放缓，市场避险情绪或依然浓厚，黄金价格二季度或震动上涨。

图 7：现货黄金走势及美国国债实际收益率：单位：美元/盎司，%

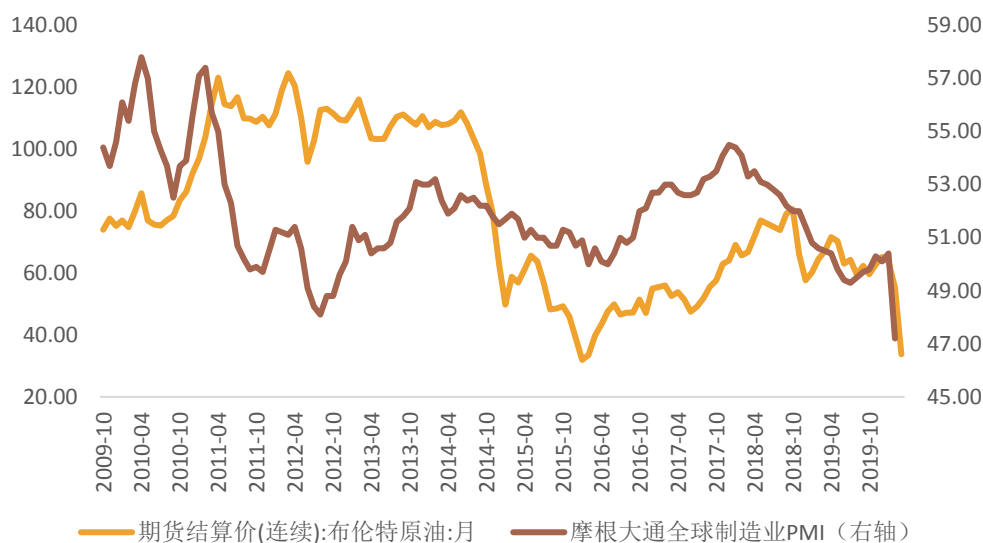


资料来源： WIND，金信期货研究院

11、供需对原油价格均有显著影响，当前正处供给扩张和需求萎缩时期，对油价形成明显压制。3月原油价格下跌猛烈，NYMEX 原油期货3月下跌 55.09%，一季度跌 67.08%，均创史上最大单月跌幅，布油 3 月跌 47.82%，一季度跌 60.73%。需求方面，受疫情影响，全球生产转慢，4 月全球原油需求或下降达 1000 万桶/日；供给方面，全球原油总产量仍在提升，虽然美国、沙特和俄罗斯正在协调，但短期难达成新的减产协议，当前全球原油库存（美国商业原油库存量同比持续上升）快速攀升料将持续，原油价格仍承压。

图 8：布油价格与全球制造业 PMI：单位：美元，%





资料来源： WIND，金信期货研究院

图 9：布油期货价格与美国商业原油库存同比：单位：美元，%



资料来源： WIND，金信期货研究院

### 三、 风险提示

疫情导致经济大幅波动。

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因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到任何形式的报酬。

### 免责声明

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。