



报告日期：2022年4月6日

3月制造业与非制造业PMI远弱于季节性，大概率加大“促就业稳增长”力度

——3月PMI数据点评

宏观研究员：郑后成
执业编号：S0990521090001
电话：0755-83008511
E-mail：houchengzheng@163.com

风险因素

- 1.房地产市场预期转弱程度超预期；
- 2.国内新冠肺炎疫情反弹程度超预期。

相关报告

- 1.1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 2.英大宏观评论（20220329）1-2月财政状况优于季节性，3月土地成交价款累计同比大概率继续承压
- 3.英大宏观评论（20220322）保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行
- 4.英大宏观评论（20220321）3月消费增速大概率较2月下行，“稳增长”力度还将维持在较高水平
- 5.英大宏观评论（20220314）“俄乌冲突”对我国CPI的冲击有限，3月央行大概率降准或降息
- 6.英大宏观评论（20220307）“5.5%左右”强引领符合预期，2022年房地产投资增速大概率前低后高
- 7.英大宏观评论（20220301）“俄乌冲突”利空全球经济，国际金价或“短多中多”但国际油价或“短多中空”
- 8.英大证券2022年1月宏观经济月报（20220225）：短期内宏观经济依旧面临“三重压力”，货币政策“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度
- 9.英大宏观评论（20220222）2022年CPI突破3.0%的概率较低，PPI年内低点大概率位于10月
- 10.英大宏观评论（20220217）短期内大小型企业制造业PMI的差值难以大幅收窄，1季度城镇调查失业率大概率阶段性上行
- 11.英大宏观评论（20220214）发达经济体通胀高点大概率位于2-3季度，“灵活适度”主基调或将贯穿1-3季度货币政策执行报告
- 12.英大宏观评论（20220210）2022年税收收入增速大概率较2021年下行，民生是2022年财政支出的重点领域
- 13.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 14.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

报告概要：

- 3月制造业PMI49.50，预期值49.90，前值50.20；3月非制造业PMI48.40，预期值50.30，前值51.60；3月综合PMI48.80，前值51.20。我们点评如下：
- 一、3月制造业PMI与非制造业PMI双双滑至荣枯线之下，且均远弱于季节性；
- 二、我国内需出现恶化，而外需则面临来自价格方面的支撑；
- 三、3月生产远弱于季节性，4-9月继续下行概率较低；
- 四、3月PPI环比较2月上行，但是3月PPI当月同比大概率较2月下行；
- 五、3月城镇调查失业率可能突破5.50%的区间上限，中央大概率加大“稳增长”力度。



目录

一、3月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双滑至荣枯线之下，且均远弱于季节性.....	3
二、我国内需出现恶化，而外需则面临来自价格方面的支撑.....	4
三、3月生产远弱于季节性，4-9月继续下行概率较低.....	6
四、3月 PPI 环比较 2 月上行，但是 3 月 PPI 当月同比大概率较 2 月下行.....	7
五、3月城镇调查失业率可能突破 5.50%的区间上限，中央大概率加大“稳增长”力度.....	9

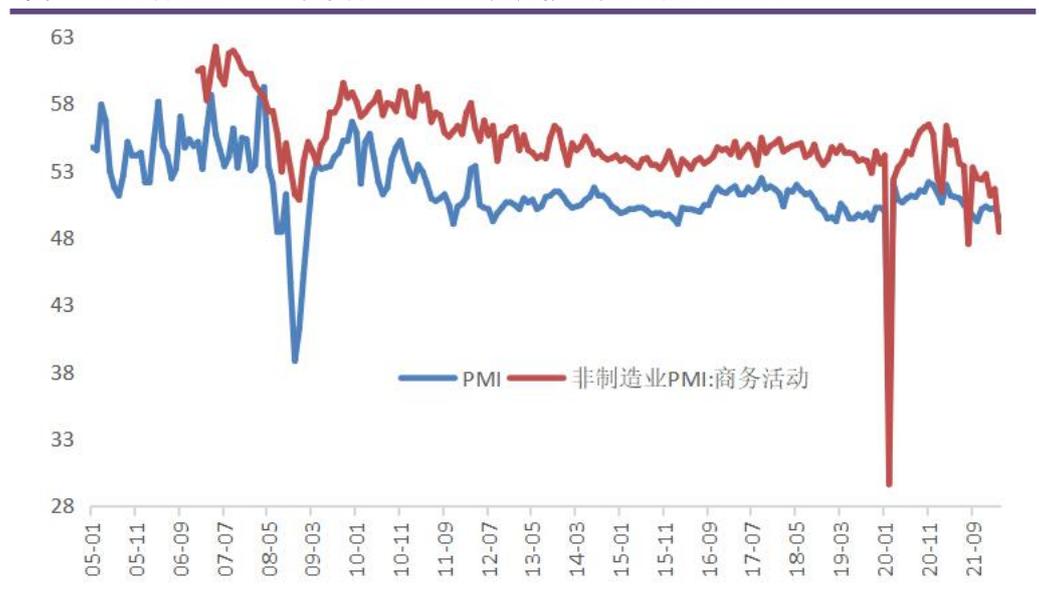
事件：3月制造业 PMI49.50，预期值 49.90，前值 50.20；3月非制造业 PMI48.40，预期值 50.30，前值 51.60；3月综合 PMI48.80，前值 51.20。

点评：

一、3月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双滑至荣枯线之下，且均远弱于季节性

3月制造业 PMI 录得 49.50。这一读数表现不佳，体现在以下六个方面：**一是**该读数低于预期 0.40 个百分点；**二是**时隔 4 个月首次跌至荣枯线之下，创近 4 个月新低，如果剔除掉 2021 年 10 月的 49.20，则创 2020 年 3 月以来新低，如果再剔除掉 2020 年 2 月的 35.70，则创 2019 年 11 月以来新低；**三是**2005 年至 2021 年这 17 年间的 3 月制造业 PMI 均高于荣枯线，均值为 52.99，而 2022 年 3 月的 49.50 是唯一位于荣枯线下的读数；**四是**3 月制造业 PMI 较前值下行 0.70 个百分点，而 2005 年至 2021 年的 17 年间，3 月制造业 PMI 无一例外均较 2 月上行，上行幅度的均值为 2.76 个百分点，原因主要是 2 月存在春节效应，压低作为环比指标的 PMI 生产指数，而 3 月存在新开工效应，推升 PMI 生产指数，从这个角度看，2022 年 3 月制造业 PMI 远弱于季节性；**五是**在 2005 年 1 月以来的 207 个月度数据中，2022 年 3 月与 2019 年 1 月以及 2019 年 8 月并列第 188 位，也就是倒数第 19 位；**六是**3 月制造业 PMI 的 5 个主要分项均较前值下行，且均低于荣枯线，具体看，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存分别录得 48.80、49.50、48.60、46.50、47.30，分别较前值下行 1.90、0.90、0.60、1.70、0.80 个百分点，表明 3 月我国制造业 PMI 系统性承压。

图 1：3 月制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双滑至荣枯线之下（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

3月非制造业 PMI 为 48.40。客观而言，这一读数同样表现不佳，体现在以下五个方面：**一是**该读数大幅低于预期 1.90 个百分点；**二是**时隔 6 个月非制造业 PMI 首次跌至荣枯线之



下，如果剔除掉 2021 年 8 月的 47.50，则创 2020 年 3 月以来新低，如果再剔除掉 2020 年 2 月的 29.60，则创 2007 年 1 月有数据记录以来新低，也就是说，在 2007 年至 2022 年 3 月的 183 个月度数据中，2022 年 3 月位列倒数第 3 位；**三是** 2007 年至 2021 年这 15 年间的 3 月非制造业 PMI 均高于荣枯线，均值为 55.78，2022 年 3 月的 48.40 是唯一位于荣枯线下的读数；**四是** 3 月非制造业 PMI 较前值下行 3.20 个百分点，而 2007 年至 2021 年的 15 年间，3 月非制造业 PMI 有 10 次较 2 月上行，占比为 66.70%，这 15 年间 3 月较 2 月变动幅度的均值为上行 2.03 个百分点，可见 2022 年 3 月非制造业 PMI 同样远低于季节性；**五是** 3 月服务业 PMI 录得 46.70，较前值大幅下行 3.80 个百分点，仅高于 2020 年 2 月的 30.10 以及 2021 年 8 月的 45.20，为 2012 年 2 月有数据记录以来第 3 低值。

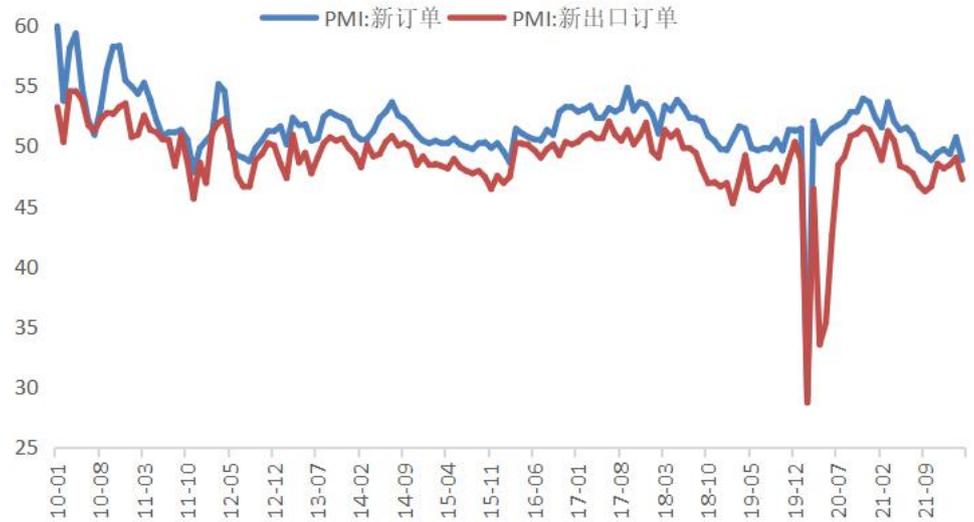
二、我国内需出现恶化，而外需则面临来自价格方面的支撑

3 月新订单、新出口订单与在手订单分别为 48.80、47.20、46.10，分别较前值上行-1.90、-1.80、0.90 个百分点。其中，3 月“新订单-新出口订单”这一复合指标录得 1.60 个百分点，较前值小幅收窄 0.10 个百分点。针对这一复合指标，我们的解读有以下四点。**第一**，1.60 个百分点这一读数，高于 2021 年 11 月（0.90 个百分点）、2022 年 1 月（0.90 个百分点），持平于 2021 年 12 月（1.60 个百分点），为 2020 年 3 月以来 26 个月的第四低值，表明 3 月的内需不乐观。**第二**，3 月 1.60 个百分点的绝对读数低于 2 月 0.10 个百分点，表明 3 月我国内需较 2 月边际恶化。**第三**，2005 年 1 月以来，“新订单-新出口订单”这一复合指标的均值为 2.68 个百分点，3 月低于这一均值 1.08 个百分点。**第四**，“新订单-新出口订单”这一复合指标是相对指标，其读数取决于新订单的走势以及新出口订单的走势，因此并不能简单地根据其绝对读数走势来判断我国内需的走势，还应看绝对读数边际变动的原因。以走弱（收窄）为例，可分为三种情况：**一是**新订单与新出口订单均上行，但是新出口订单上行幅度大于新订单；**二是**新订单与新出口订单均下行，但是新出口订单下行幅度小于新订单；**三是**新订单下行，但是新出口订单上行。在以上三种情况中，第一种情况并不能表明我国内需走弱，而第二种情况与第三种情况下我国内需大概率走弱。3 月新订单与新出口订单均较前值大幅下行，即属于第二种情况，表明我国内需走弱。

在以上分析的基础上，我们继续看 3 月我国内需的表现。**从新订单看**，在 2 月短暂攀至荣枯线之上后，时隔 1 个月再次跌至荣枯线之下，且创近 5 个月新低，持平于 2021 年 10 月，为 2020 年 3 月以来低点，剔除掉 2020 年 2 月，则创 2016 年 2 月以来新低，在 2005 年 1 月以来 207 个数据中，位列倒数第 11 位，表明 3 月我国内需较为疲弱。**从进口指数看**，3 月进口指数录得 46.90，较前值下行 1.70 个百分点，创 2021 年 10 月以来新低，剔除掉 2021 年 9 月，则创 2020 年 6 月以来新低。如果单单看这一读数，预计 3 月我国进口增速可能不会太高。在此前提下，考虑 3 月大宗商品价格大幅上行，预计 3 月进口数量增速大概率承压。究其原因有四点：**一是** 3 月我国停工停产，对海外商品的需求下降；**二是** 俄乌冲突在 3 月进入白热化阶段，海外经济体对我国的供给能力局部下降；**三是** 大宗商品价格上

行压低对大宗商品的需求；四是出口增速承压使得我国进口增速相应承压。

图 2：3 月新订单、新出口订单双双大幅下行，新订单跌至荣枯线之下（%）



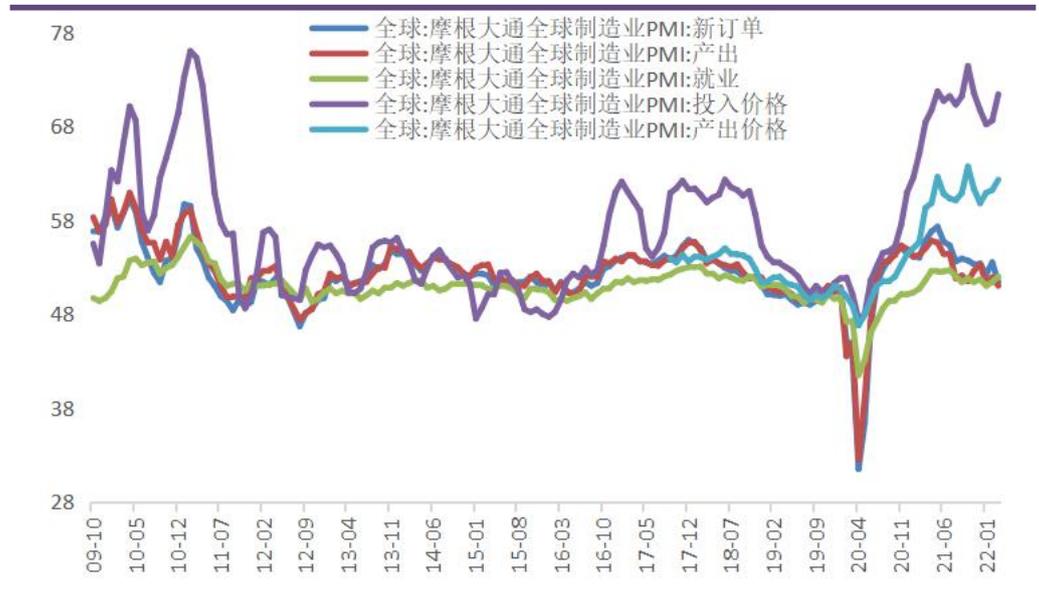
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

外需方面，3 月新出口订单录得 47.20，较前值下行 1.80 个百分点，结束连续 5 个月上行走势，且创近 5 个月新低。仅就这一点看，3 月我国出口增速可能承压。在这一判断的基础上，我们进一步分析外需走势。3 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 53.0，较前值下行 0.60 个百分点，创 2020 年 10 月以来新低。从主要国家的制造业 PMI 来看：美国方面，Markit 制造业 PMI 与 ISM 制造业 PMI 走势出现背离，具体看，3 月 Markit 制造业 PMI 录得 58.50，较前值上行 1.20 个百分点，创 2021 年 10 月以来新高，与此同时，3 月 ISM 制造业 PMI 录得 57.10，较前值下行 1.50 个百分点，创 2020 年 10 月以来新低；欧元区方面，3 月欧元区制造业 PMI 录得 56.50，较前值下行 1.70 个百分点，创 2021 年 2 月以来新低，其中，德国的制造业 PMI 录得 56.90，较前值下行 1.50 个百分点，创 2020 年 10 月以来新低；日本方面，3 月日本制造业 PMI 录得 54.10，较前值上行 1.40 个百分点，居于历史相对高位；英国方面，3 月英国制造业 PMI 录得 55.20，较前值下行 2.80 个百分点，创 2021 年 3 月以来新低。

我们暂时撇开主要经济体制造业 PMI，从摩根大通全球制造业 PMI 内部结构分析其走势。3 月摩根大通全球制造业 PMI 的主要分项，即新订单、产出、就业、投入价格、产出价格分别录得 51.40、51.00、52.00、71.40、62.30，分别较前值上行-2.10、-0.90、0.60、2.80、1.10 个百分点。可见，对 3 月摩根大通全球制造业 PMI 形成拖累的是新订单、产出，形成支撑的是就业、投入价格、产出价格。从图形走势与宏观逻辑看，新订单、产出是就业、投入价格、产出价格的领先指标：在新订单、产出下行后的一段时间内，就业大概率承压下行，而此时投入价格、产出价格还位于高位；在新订单、产出下行，且就业下行后的一段时间内，投入价格、产出价格大概率也将下行。由于新订单、产出决定摩根大通全球制

制造业 PMI 的走势，因此 3 月新订单、产出下行使得摩根大通全球制造业 PMI 承压。一旦后期就业、投入价格、产出价格下行，则摩根大通全球制造业 PMI 将进一步承压下行。当前全球经济处于新订单与产出下行，但就业、投入价格、产出价格上行的阶段。在这一阶段，我国出口增速面临来自价格方面的支撑，但是数量方面的拖累可能已经开始显现。

图 3：摩根大通全球制造业 PMI 新订单、产出领先就业、投入价格、产出价格（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

三、3 月生产远弱于季节性，4-9 月继续下行概率较低

3 月生产指数为 49.50，较前值下行 0.90 个百分点，时隔 4 个月再次滑至荣枯线之下。通常情况下，2 月是春节月份，而 3 月是传统的开工旺季，因此在 2005 年至 2021 年的 17 年间，3 月生产指数无一例外均较 2 月上行，上行幅度的均值为 4.66 个百分点。但是，2022 年 3 月却较 2 月下行 0.90 个百分点，打破了这一保持了 17 年之久的规律。

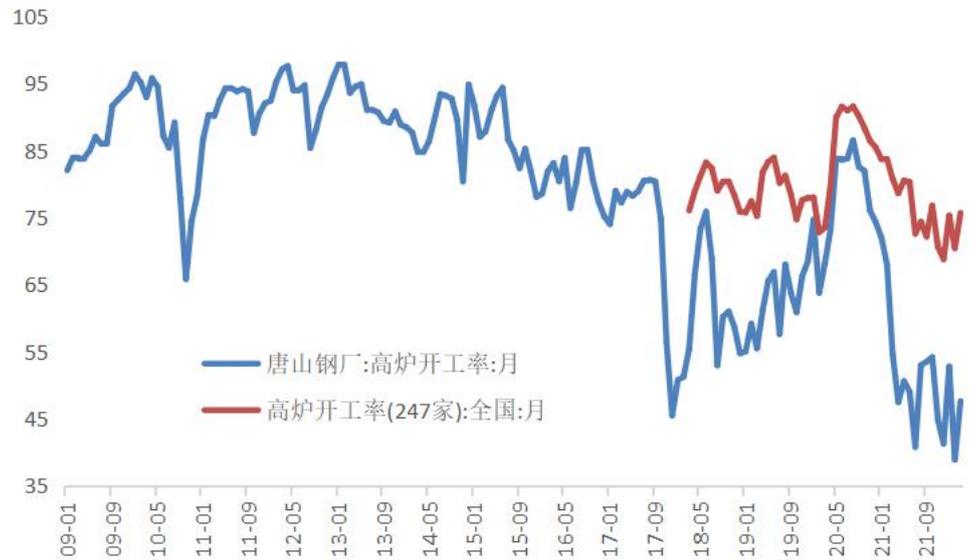
3 月生产指数下行的原因主要有以下三点。**第一**，受新冠肺炎疫情月度新增确诊病例创历史次高的冲击，3 月我国采取停工停产、社区封控、交通管控、全员核酸等措施来控制新冠肺炎疫情。其中，停工停产直接对生产形成利空，此外，即使是全员核酸，也在一定程度上挤占生产时间。**第二**，分企业规模看，大中小型企业生产 PMI 分别为 52.70、47.60、45.00，分别较前值上行 -0.60、-4.80、3.90 个百分点。可见，3 月生产指数下行主要受大中型企业生产指数下行的拖累，小型企业生产指数则出现反弹。**第三**，制造业企业的生产经营预期出现转弱，3 月生产经营活动预期指数为 55.70，较前值下行 3.00 个百分点。分企业规模看，大中小型企业的生产经营活动预期指数分别为 56.00、55.50、55.40，分别较前值下行 3.90、2.50、1.40 个百分点。

与 3 月生产指数下行相悖的是，3 月主要行业开工率指标较 2 月好转。**第一**，3 月唐山钢厂高炉开工率与全国高炉开工率分别为 47.62%、75.67%，虽然较 2021 年 3 月分别下行 6.94、5.06 个百分点，但是分别较前值上行 8.73、5.27 个百分点。**第二**，3 月汽车轮胎半



钢胎、全钢胎开工率分别为 69.65%、7.45%，虽然较 2021 年 3 月分别下行 2.98、19.47 个百分点，但是分别较前值上行 38.22、33.02 个百分点。**第三**，3 月产能>200 万吨、产能 100-200 万吨、产能<100 万吨焦化企业开工率分别为 82.18%、70.15%、76.40%，虽然分别较 2021 年 3 月上行-2.22、-6.44、22.54 个百分点，但是分别较前值上行 6.00、4.65、6.20 个百分点。总体而言，3 月主要行业开工率指标表较 2 月好转，但是较 2021 年同期出现恶化。

图 4：3 月唐山与全国高炉开工率分别较前值上行 8.73、5.27 个百分点（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

展望 4-9 月，生产指数继续下行概率较低。我们从 3 月 30 日国常会通稿展开分析。**第一**，会议指出“一季度、上半年保持经济平稳运行，对实现全年目标至关重要”，这就意味今年“5.50%左右”的 GDP 增速目标必须要实现，体现在生产端，在新冠肺炎疫情冲击服务业生产指数同比的背景下，工业增加值增速必须维持在一定水平。**第二**，会议指出“用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的重要举措”，表明有效投资是稳增长的主力军，是“带动消费扩大内需”的重要途径，就意味着在快速拉动 GDP 增速的背景下，国常会认为投资将发挥“火车头”作用，其重要性强于消费。**第三**，会议指出“坚定信心，咬定目标不放松”，表达了实现“5.50%左右”GDP 增速目标的信心与决心，有利于扭转转弱的预期。

四、3 月 PPI 环比较 2 月上行，但是 3 月 PPI 当月同比大概率较 2 月下行

3 月主要原材料购进价格指数为 66.10，较前值上行 6.10 个百分点，创近 5 个月新高；3 月出厂价格指数为 56.70，较前值上行 2.60 个百分点，同样创近 5 个月新高。3 月出厂价格指数与主要原材料购进价格指数的差值为-9.40 个百分点，较前值走阔 3.50 个百分点，预示上游利润增速将优于中下游利润增速，但是工业企业盈利增速可能承压。分企业规模看：3 月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为 68.00、65.40、62.90，分别较前值上行 7.30、6.50、3.00 个百分点；3 月大中小型企业的出厂价格分别为 59.20、55.00、53.60，

分别较前值上行 3.50、2.70、0.90 个百分点。

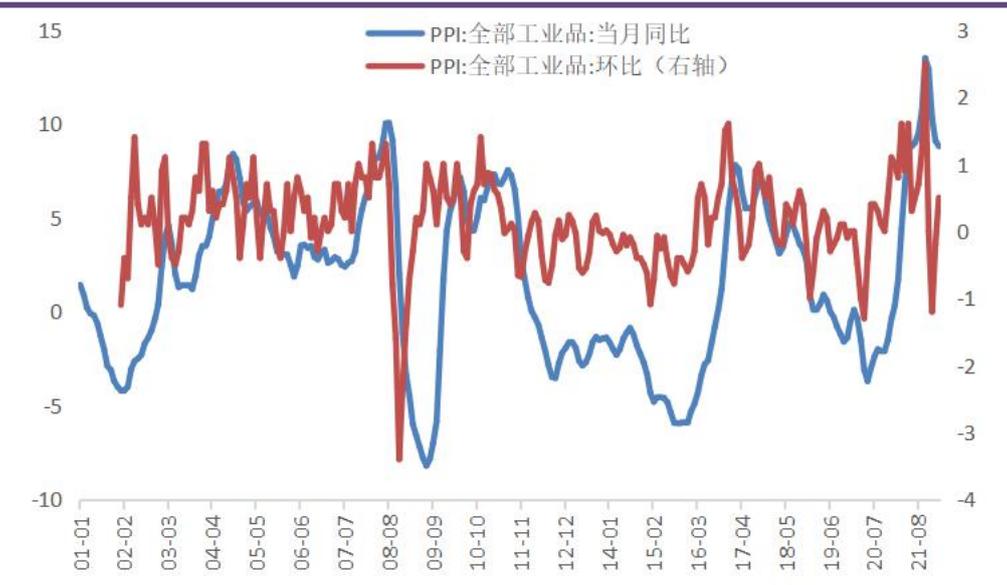
图 5：PPI 环比与 PMI 主要原材料购进价格的相关系数为 0.89，属于高度相关



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

作为扩散指数，PMI 主要原材料购进价格是环比指标，而 PPI 当月同比则是同比指标，二者的相关系数仅为 0.54。考虑到 PPI 环比与 PMI 主要原材料购进价格均为环比指标，我们计算二者的相关系数为 0.89，属于高度相关。因此，3 月主要原材料购进价格指数较前值大幅上行，意味着 3 月 PPI 环比大概率较 2 月大幅上行。目前的问题是，在 3 月 PPI 环比较 2 月大幅上行的背景下，3 月 PPI 当月同比是否较 2 月上行？我们的观点是 3 月 PPI 当月同比未必较 2 月上行。我们计算出 PPI 当月同比与 PPI 环比的相关系数为 0.41，属于弱相关，也就是说，PPI 当月同比与 PPI 环比走势一致性较差。从图形走势上看，二者存在走势严重相悖的时段，如 2008 年 11 月至 2009 年 7 月，PPI 环比从-3.40%上升至 1.0%，而 PPI 当月同比从 1.99%下降至-8.20%。与此同时，PPI 翘尾因素同比从 0.80%下降至 7.14%。我们计算 PPI 当月同比与 PPI 翘尾因素同比的相关系数为 0.81，属于强相关。更进一步，我们分段计算 PPI 当月同比与 PPI 翘尾因素同比的相关系数：上半年二者相关系数高达 0.93，下半年二者相关系数也达到 0.73。基于以上分析，我们认为虽然 3 月 PPI 环比较 2 月上行，但是在翘尾因素的拉动下，3 月 PPI 当月同比大概率较 2 月下行。在此基础上，考虑到 2022 年 3 月至 2022 年 10 月，PPI 当月同比翘尾因素从 6.65%单边下行至-1.20%，预计 PPI 当月同比大概率稳步下行。我们坚持在《英大证券 2022 年宏观经济与大类资产配置展望：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）》中“（2022 年）PPI 当月同比大概率前高后低，逐季下行”的判断。

图 6: PPI 当月同比与 PPI 环比走势存在严重相悖的时段 (%)

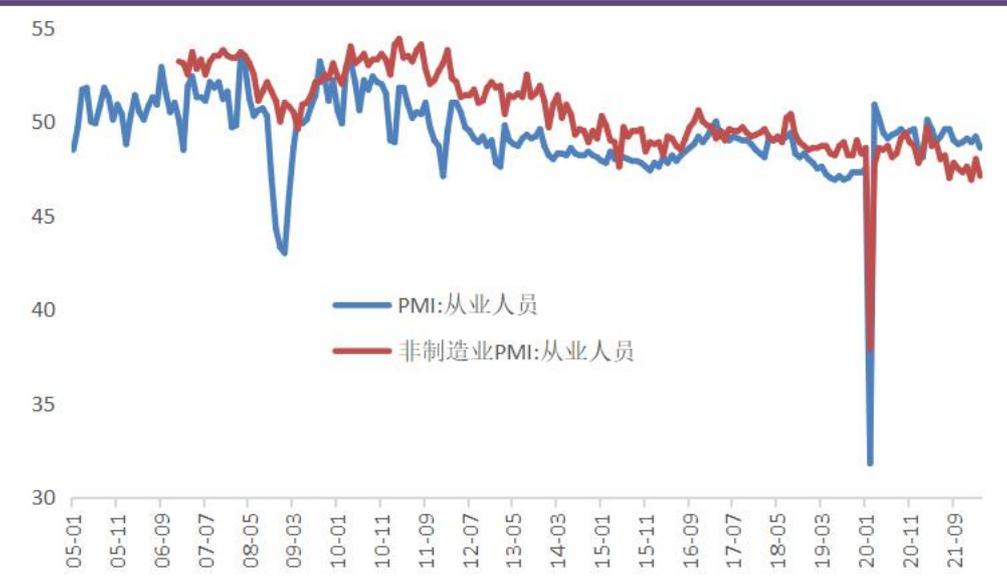


数据来源: WIND 英大证券研究所整理

五、3月城镇调查失业率可能突破 5.50%的区间上限, 中央大概率加大“稳增长”力度

3月PMI就业数据总体表现不佳。首先看制造业: 一是3月制造业PMI从业人员录得48.60, 较前值下行0.60个百分点, 创2021年3月以来新低; 二是3月大中小型企业的从业人员分别为49.30、48.40、47.30, 分别较前值上行0.10、-0.70、-2.10个百分点, 其中, 除了大型企业较前值上行之外, 中型企业创2021年6月以来新低, 而小型企则创2021年10月以来新低。其次看非制造业: 一是3月非制造业从业人员为47.10, 较前值下行0.90个百分点; 二是3月建筑业从业人员为50.10, 较前值大幅下行5.70个百分点, 剔除掉2022年1月的49.20, 则创2020年3月以来新低; 三是3月服务业从业人员为46.60, 较前值下行0.10个百分点, 自2021年8月以来, 持续低位震荡。

图 7: 3月制造业与非制造业 PMI 从业人员总体表现不佳 (%)



数据来源: WIND 英大证券研究所整理



3月5日《政府工作报告》指出“（2022年）城镇调查失业率全年控制在5.5%以内”。目前的问题是，3月城镇调查失业率会不会向上突破5.50%？这一问题的重要性在于，如果3月城镇调查失业率向上突破5.50%，则《政府工作报告》设定的就业率预期目标将面临较大挑战，在此背景下，中央大概率加大“稳增长”力度。

客观而言，通常情况下3月城镇调查失业率面临一定利多因素。**从季节性上看**，2018年至2021年的四年间，3月较2月分别上行0.10、-0.10、-0.30、-0.20个百分点。从这一样本看，3月较2月上行的概率为25.0%，较2月下行的概率为75.0%，也就是说，3月城镇调查失业率下行概率大于上行概率。在以上数据的基础上我们进一步认为，3月城镇调查失业率走势与2月的读数有关。2018年至2021年的四年间，2月城镇调查失业率分别为5.00%、5.30%、6.20%、5.50%。其中2018年2月的读数最低，仅为5.0%，这就为3月较2月上行0.10个百分点提供了空间。**从基本面看**，2月通常是春节月份，春节前辞职返乡，春节后离乡寻找工作，因此2月城镇调查失业率通常较高，而3月是传统意义上的开工旺季，因此3月城镇调查失业率通常较2月下行。

具体到2022年3月，其特殊性有两点。**第一**，从新冠肺炎疫情看，3月全国新冠肺炎新增确证病例为41,578.00例，远高于2月的3,387.00例。在此背景下，3月中旬以来出现停工停产。因此我们认为，2022年3月城镇调查失业率大概率较2月上行，即突破5.50%的区间上限。其中，考虑到停工停产主要发生在深圳、上海以及省会城市等大中城市，预计31个大城市城镇调查失业率上行幅度大于城镇调查失业率的上行幅度。**第二**，从出口增速看，如果仅考虑3月新出口订单录得47.20，较前值下行1.80个百分点，创近5个月新低，则3月我国出口增速可能承压，这将对3月城镇调查失业率形成利空。在以上分析的基础上，我们认为3月城镇调查失业率大概率突破5.50%。

在3月城镇调查失业率大概率上行的背景下，我们认为“促就业稳增长”力度将加大。3月30日国务院常务会议指出，“用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的重要举措”。我们对这一表述的解读有三点：**一是**国务院认为当前就业面临一定压力；**二是**目前国务院对就业问题高度重视；**三是**国务院正采取政策，通过用好政府债券扩大有效投资来提高就业率。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。
