

作者：冯祖涵 申学峰 简奖平

邮箱：research@fecr.com.cn

疫情之下，供需两弱导致制造业重回收缩区间

——2022年3月官方PMI点评

相关研究报告：

1. 《稳增长效应渐显，需求改善带动PMI回升——2022年2月官方PMI点评》，2022.3.3

2. 《静待节后春暖花开，制造业显著回暖可期——2022年1月官方PMI点评》，2022.2.8

3. 《生产性物价回落促制造业扩张，稳增长政策即将发力——2021年12月官方PMI点评》，2022.1.4

4.《制造业PMI重回扩张区间，价格指数明显回落——2021年11月官方PMI点评》，2021.12.02

摘要

3月制造业PMI为49.5%，比上月下降0.7个百分点，由扩张转为收缩。总体来看，生产与需求两端同步走弱带动整体PMI数值重回荣枯线以下。

制造业需求方面，3月，新订单指数为48.8%，较上月下降1.9个百分点，重回荣枯线以下。疫情多点散发、信贷需求偏弱以及楼市疲软导致需求不振。外需方面，3月新出口订单指数为47.2%，较上月下降1.8个百分点，较上月进一步收缩，外部需求市场存在着较大的不确定性，且国内疫情扰乱产业链与供应链。**制造业供给方面**，3月生产指数为49.5%，比上月下降0.9个百分点，由扩张转为收缩，主要受疫情多点散发，防控政策升级，部分企业临时停工停产影响。

从3月新订单指数与产成品库存指数的差值指数来看，该差值较上月大幅下降并变为负值，或说明需求不振，产成品积压，制造业经济动能不足。3月，PMI原材料购进价格与出厂价格指数均大幅走高，预计3月PPI环比涨幅或在1.0%左右；3月份工业生产者购进价格环比涨幅可能在1.0%左右。**从企业规模来看**，3月，大型企业继续扩张，而中、小型企业收缩。

展望未来，疫情之下，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力继续强化，稳增长政策将继续加码。财政政策方面，今年财政支持强度将进一步加大，央行所上缴的结存利润将大幅增加可用财力。货币政策方面，虽3月市场普遍预期的降准降息政策未能落地，但央行持续释放积极政策信号，提升了二季度央行降准降息的可能性。制造业方面，受疫情持续影响面临较大困难的行业领域尤其需要政府与金融机构的支持。

此外，俄乌冲突对国际供应链造成严重冲击，国际大宗商品价格的迅速上涨增加了我国的输入性通胀压力，原材料成本上升与传导不畅挤压企业利润空间。同时，地缘政治冲突扰动外部需求市场，导致制造业外部需求有所减弱。对此，需要做好保供稳价工作，并推出多重稳外贸措施，为出口企业提供支持。

预计第二季度疫情形势将逐步好转，各部门政策预期的稳定和一致性将有所加强，在财政政策与货币政策的协调配合下，经济或将加速修复，制造业也将渐趋回暖。

国家统计局于3月31日公布了《2022年3月中国采购经理指数运行情况》。公布数据显示，3月制造业PMI为49.5%，前值为50.2%，制造业由扩张转为收缩。非制造业（建筑业和服务业）商务活动指数为48.4%，前值为51.6%（见图1）。其中，建筑业商务活动指数为58.1%，比上月上升0.5个百分点；服务业商务活动指数为46.7%，比上月下降3.8个百分点。

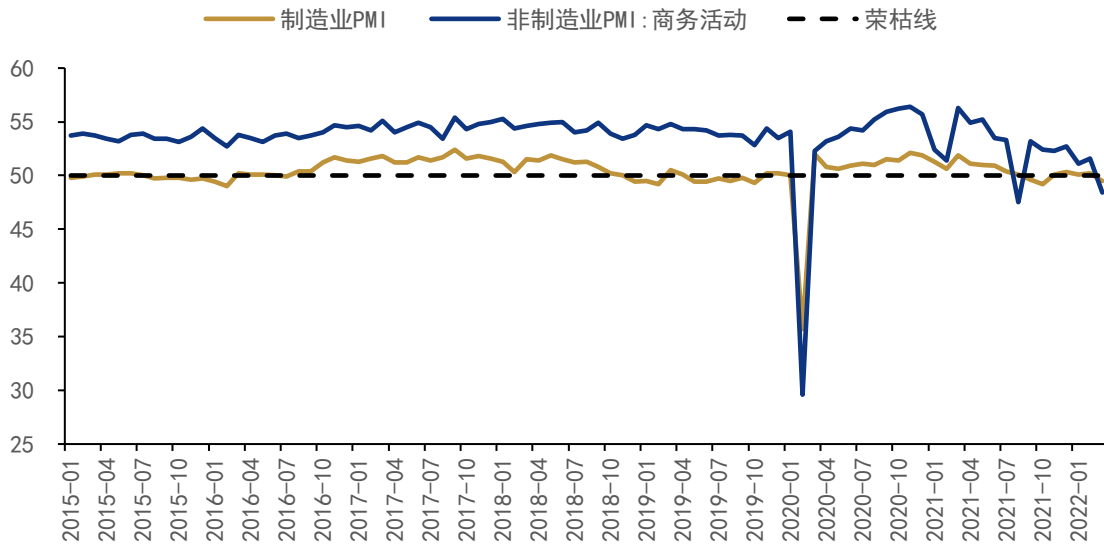


图1：制造业PMI和非制造业商务活动指数（2015年1月至2022年3月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

一、3月PMI读数与往年读数比对

正常年份（不含深受疫情影响的2020与2021年）2010-2019年3月PMI读数的均值为51.69%，而今年3月制造业PMI为49.5%，大幅低于正常年份同期平均水平，且差距较上月明显走阔（见图2）。

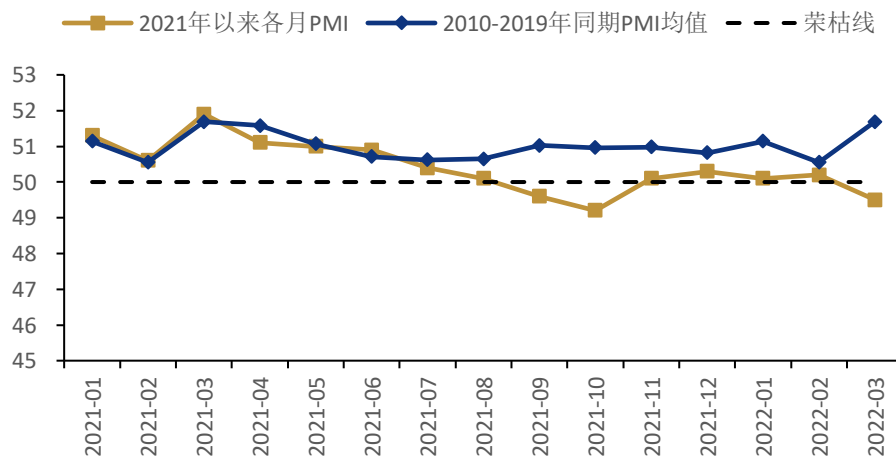


图2：2021年以来各月PMI读数与2010-2019年相应各月PMI读数均值对比（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、主要分项指数情况

1. 概览：供需两弱带动 PMI 读数下降

纳入制造业 PMI 计算的 5 个分项指数（见表 1）中，4 个变差，1 个向好；总体来看，生产与需求两端同步走弱带动整体 PMI 数值重回荣枯线以下。

表1：制造业PMI分项指数变化情况（单位：%）

	PMI	新订单	生产	从业人员	供应商 配送时间	原材料 库存
权重	100%	30%	25%	20%	15%	10%
2022年2月	50.2	50.7	50.4	49.2	48.2	48.1
2022年3月	49.5	48.8	49.5	48.6	46.5	47.3
变化	-0.7	-1.9	-0.9	-0.6	1.7	-0.8
权重*变化	-0.7	-0.57	-0.225	-0.12	0.255	-0.08

注：四舍五入可能造成加总值有所偏差；供应商配送时间为逆指数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 疫情多点散发、信贷需求偏弱以及楼市疲软导致需求不振

3 月新订单指数为 48.8%，较上月下降 1.9 个百分点，重回荣枯线以下，意味着制造业整体市场需求较上月明显收缩（见图 3）。新订单指数对经济的先行影响程度最大，权重占比为 30%。

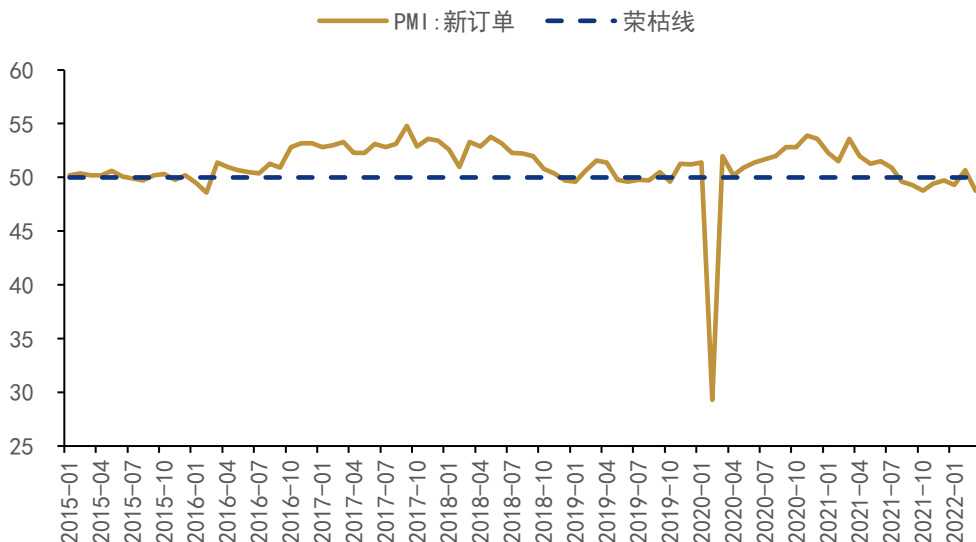


图3：新订单指数（2015年1月至2022年3月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

疫情多点散发、信贷需求偏弱以及楼市疲软导致需求不振。3月中旬以来，本土新冠疫情大幅反弹，新增确诊和无症状感染者数量迅速上升，两大金融中心上海、深圳以及制造业重镇东莞疫情形势严峻。疫情防控管制措施

不断升级，深圳封城一周，东莞实行封闭式管理，吉林长春市采取全域实施临时性交通管制，上海于3月28日启动分两批全市封控筛查。疫情反弹导致多地停工停产和运输不畅，直接损及产业链、供应链安全，并抑制消费投资需求，令经济增长预期进一步转弱。

同时，实体经济融资需求依旧疲软，2月金融数据全面滑坡。2月末新增人民币贷款1.23万亿元，同比少增1258亿元；2月社会融资规模增量为1.19万亿元，比上年同期少增5315亿元。实体信贷需求偏弱令市场降息预期普遍升温，但3月央行继续平价续作MLF，令市场降息预期暂时落空；一年和五年期以上LPR也追随MLF利率锚，连续第二个月持平，宽信用进程出现反复。

房地产方面，虽政策面持续改善，“因城施策”力度不断升级，房地产税试点扩张也于今年暂停，但地产销售依旧疲软。2月，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.5%，涨幅比上月回落0.1个百分点；70个大中城市中，新建商品住宅和二手住宅销售价格环比下降城市分别有40个和57个，比上月分别增加1个和2个。3月前30天，30大中城市商品房日均成交面积同比下降47.69%。

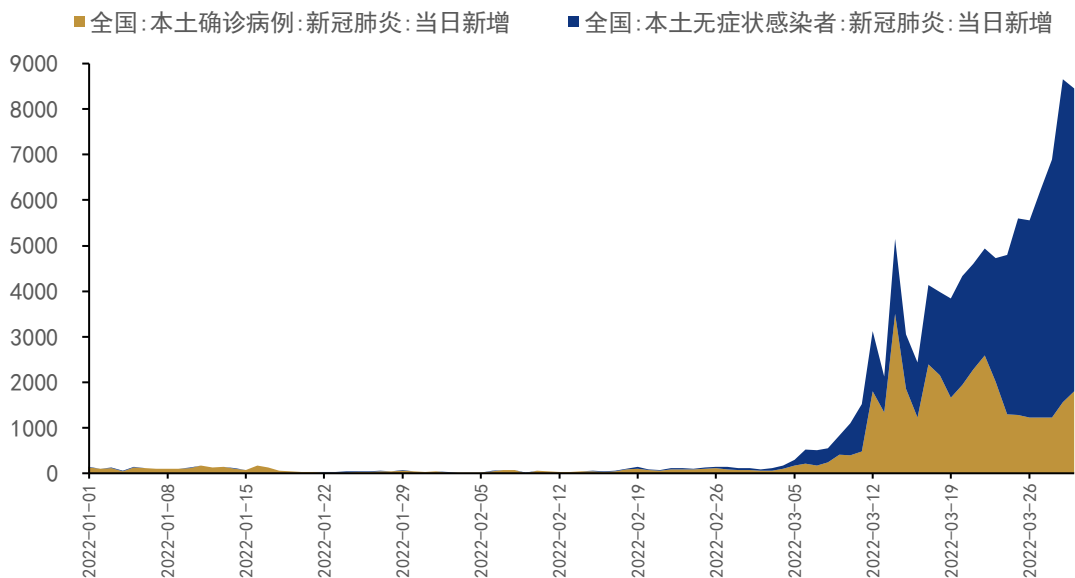


图4：全国新冠肺炎当日新增病例数（2022年1月至3月，单位：例）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

表2：信贷与社融数据（单位：%）

日期	M2:同比(%)	金融机构:新增人民币贷款:当月值(亿元)	金融机构:各项贷款余额:同比(%)	社会融资规模:当月值(亿元)
2021年1月	9.4	35800	12.7	51884
2021年2月	10.1	13600	12.9	17243
2021年3月	9.4	27300	12.6	33762
2021年4月	8.1	14700	12.3	18570
2021年5月	8.3	15000	12.2	19522
2021年6月	8.6	21200	12.3	37017

2021年7月	8.3	10800	12.3	10752
2021年8月	8.2	12200	12.1	29893
2021年9月	8.3	16600	11.9	29026
2021年10月	8.7	8262	11.9	16176
2021年11月	8.5	12700	11.7	25983
2021年12月	9	11300	11.6	23682
2022年1月	9.8	39800	11.5	61726
2022年2月	9.2	12300	11.4	11928

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

外需方面，3月新出口订单指数为47.2%，较上月下降1.8个百分点，较上月进一步收缩。2月底以来俄乌地缘政治冲突加剧，外部需求市场不确定性增加，一些企业出口订单减少或被取消，制造业外部需求有所减弱。同时，国内疫情扰乱产业链与供应链，而东南亚经济生产活动已基本修复，或对中国出口份额形成挤压和替代。

3月份，国内财政政策强调保障支出强度，实施大规模增值税留抵退税，并抓紧下达剩余地方政府专项债。

3月初，“两会”明确今年安排新增地方政府专项债券额度3.65万亿元人民币，与上年持平；全国一般公共预算支出26.71万亿元、比上年扩大2万亿元以上，可用财力明显增加。同时，央行依法向中央财政上缴结存利润，总额超过1万亿元人民币，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。

3月21日，国常会确定实施大规模增值税留抵退税的政策安排，对所有小微企业、按一般方式纳税的个体工商户退税近1万亿元，其中存量留抵退税额6月底前全额退还，增量4月1日起按月全额退还，为稳定宏观经济大盘提供强力支撑。

3月30日，国常会强调要抓紧下达剩余专项债，并向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜，去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕；更好发挥专项债效能，合理扩大专项债使用范围，发挥专项债“四两拨千斤”作用，吸引更多社会资本投入，支持民营企业投资。3月，地方政府债券共发行239只，合计净融资金额约5031.81亿元，其中，新增专项债券额度内的发行计4205.42亿元，约占去年提前下达的1.46万亿元额度新增专项债务的28.8%。截至3月底，去年下达新增专项债额度已完成88.9%，预计4月即可发行完毕。

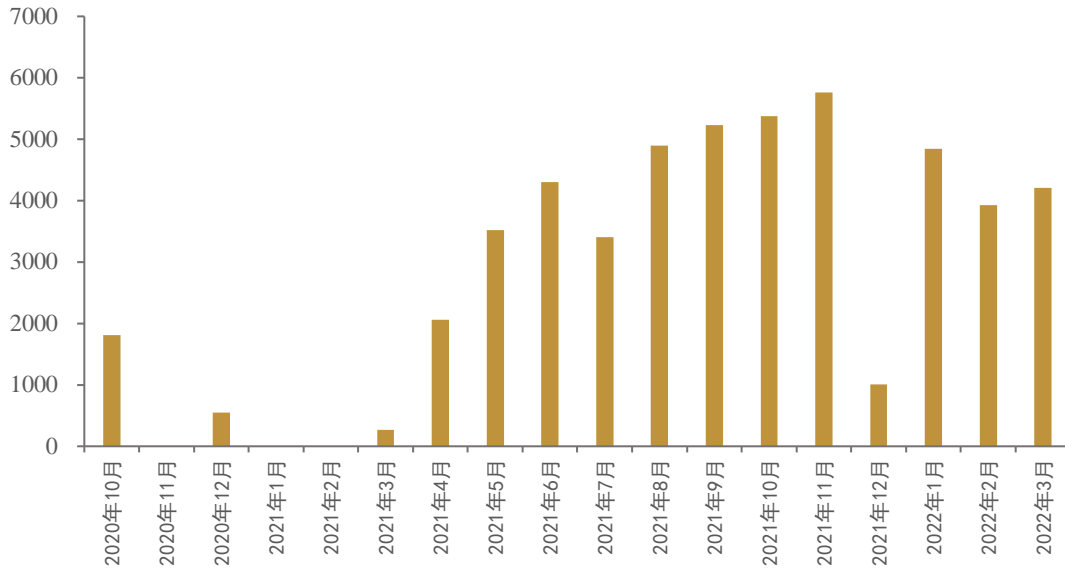


图5：新增地方政府专项债发行情况（2020年10月至2022年3月，单位：亿元）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2月金融数据较1月大幅滑坡，信贷需求依旧疲软，而1-2月经济数据超预期，显示出经济恢复势头良好。央行在此复杂形势下保持定力，并未调整政策利率。3月中旬，央行超量平价续作MLF，操作规模较本月到期量高出1000亿元。在利率锚稳定的情况下，3月LPR与上月持平，1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%。

但近期疫情形势严峻，经济下行压力加大，央行持续释放积极的政策信号。3月16日金融委会议指出货币政策要主动应对，新增贷款要保持适度增长。3月31日，中国央行货币政策委员会一季度例会指出，当前国内经济面临“三重压力”，要强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，结构性货币政策工具要积极做好“加法”，精准发力，主动应对。预计二季度央行降准降息的可能性增强，结构性货币政策将继续加码。

3.疫情多点散发扰动制造业生产活动

3月生产指数为49.5%，比上月下降0.9个百分点，由扩张转为收缩（见图6）。生产指数对经济的先行影响程度仅次于新订单指数，权重为25%，生产指数低于荣枯线表明制造业生产活动放缓，企业生产的产品数量环比减少。

3月生产指数的回落主要受疫情多点散发，防控政策升级影响。局部地区部分企业临时停工、减产、停产，且波及到上下游相关企业的正常生产经营。短期内部分生产区域因疫情管控需要暂停生产，部分生产人员无法正常到岗开展工作，同时生产厂区的供应及原材料的采购因物流不畅等因素出现迟滞。汽车行业因吉林省、辽宁省与上海市疫情形势严峻，以上地区的多个汽车生产厂商，如特斯拉、一汽、宝马等，均采取短暂停工停产措施；半导体行业也因上海疫情形势紧张而面临供应链风险。

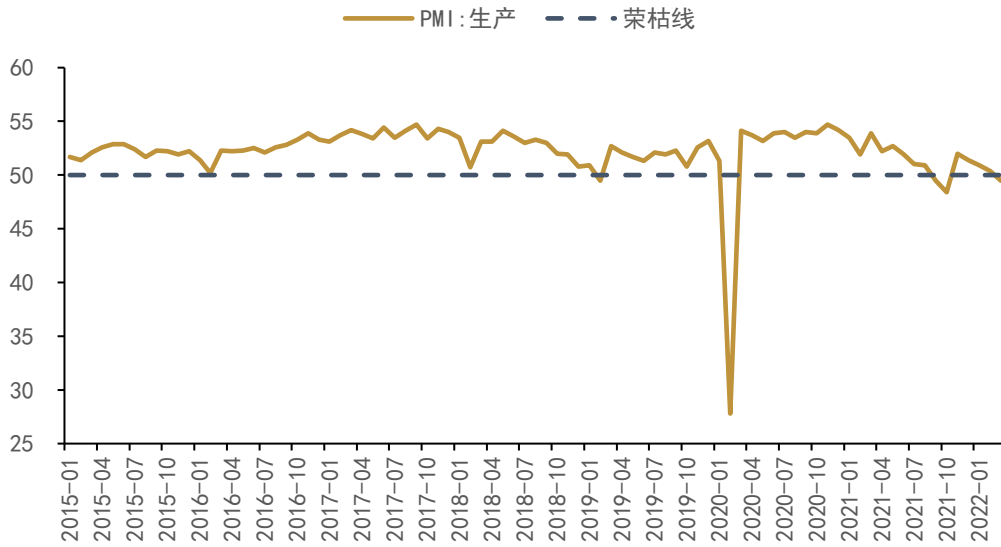


图 6: 生产指数 (2015 年 1 月至 2022 年 3 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

此外, 俄乌地缘政治冲突为国际供应链带来了新的挑战, 多类大宗商品供给受到严重冲击, 从而制约制造业供给恢复。能源方面, 俄罗斯作为全球最大能源出口国之一, 其能源出口受到美国制裁, 能源价格应声大涨; 布伦特原油期货价格于 3 月 7 日突破每桶 120 美元, 并于月底回落至每桶 113.45 美元的高位水平。金属方面, 由于市场担忧俄罗斯镍矿出口或将遭制裁, 伦敦金属交易所 (LME) 镍期货价格飙升, LME 三个月期镍于 3 月 8 日升至每吨逾 48000 美元, 后有所回落但仍处于历史高位。镍是电动车动力电池制造的上游关键原料, 镍价高企导致新能源汽车成本上升, 涨价压力增加。此外, 乌克兰两家主要氙气供应商停产导致全球氙气产量损失近一半, 氙气价格大涨; 作为半导体生产重要辅助原料, 氙气供应下降或加剧半导体短缺。

4. 其他分项指数情况

从业人员指数为 48.6%, 较上月下降 0.6 个百分点, 连续 12 个月收缩 (见图 7)。长期来看, 制造业从业人员指数在 2012 年以后的绝大部分时间里都位于荣枯线之下。3 月, 非制造业 PMI 从业人员指数为 47.1%, 比上月下降 0.9 个百分点, 连续 43 个月处于收缩状态。3 月, 疫情多点散发形势下, 制造业生产活动减少, 吸纳大量就业人口的服务业受冲击严重, 用工需求下降, 就业形势难言乐观。

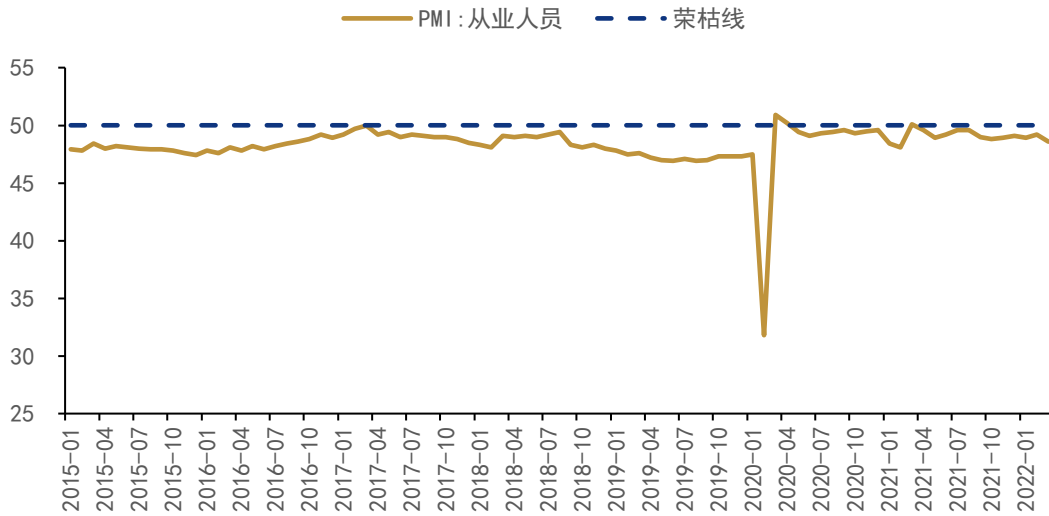


图7：制造业从业人员指数（2015年1月至2022年3月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

供应商配送时间指数为逆指数，3月供应商配送时间指数为46.5%，比上月上升1.7个百分点，但仍低于临界点（见图8）。供应商配送时间指数位于临界点以下，表明整体来看制造业的原材料供应商交货时间较上月有所放缓。这一分项指数为逆指数，一般来看，供应商配送放缓意味着经济活跃度有所提升。在当前情况下，原材料供应商交货时间的放缓或反映局部新冠肺炎疫情导致部分物流处理能力下降，制造业供应链稳定性受到一定程度影响。

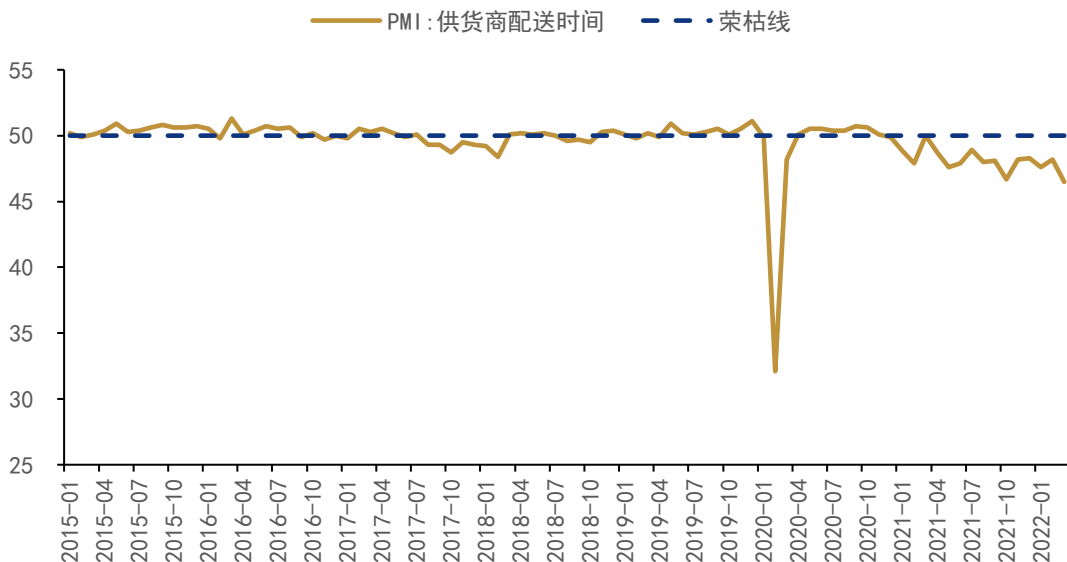


图8：供应商配送时间指数（2015年1月至2022年3月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

原材料库存指数为47.3%，比上月回落0.8个百分点，位于荣枯线之下（见图9）。原材料库存指数对经济的先行影响程度最低，权重仅为10%。此外，产成品库存指数为48.9%，比上月上升1.6个百分点，走势与原材料库

存指数相背离。从新订单指数与产成品库存指数的差值指数来看，该差值较上月大幅下降并变为负值，或说明需求不振，产成品积压，制造业经济动能不足（见图10）。

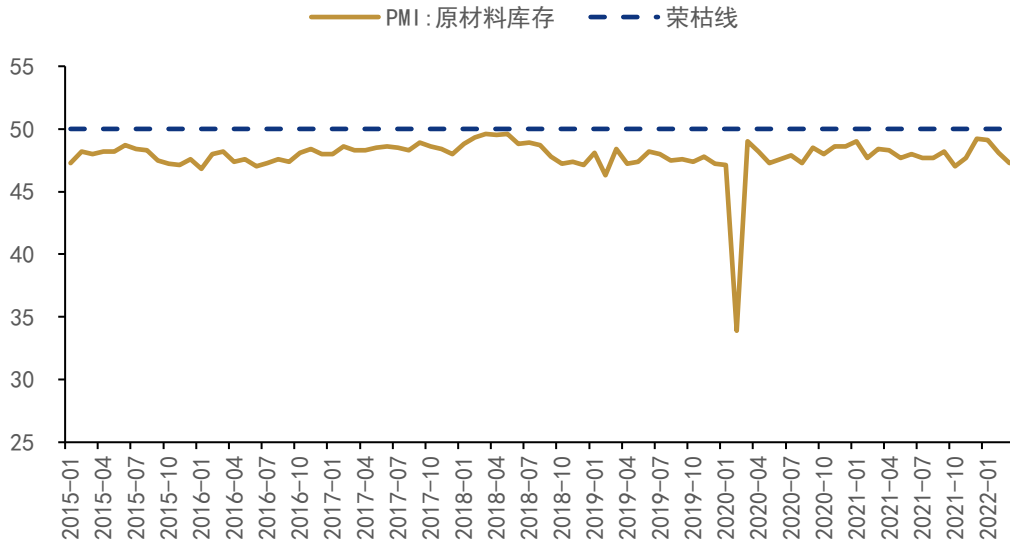


图9：原材料库存指数（2015年1月至2022年3月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

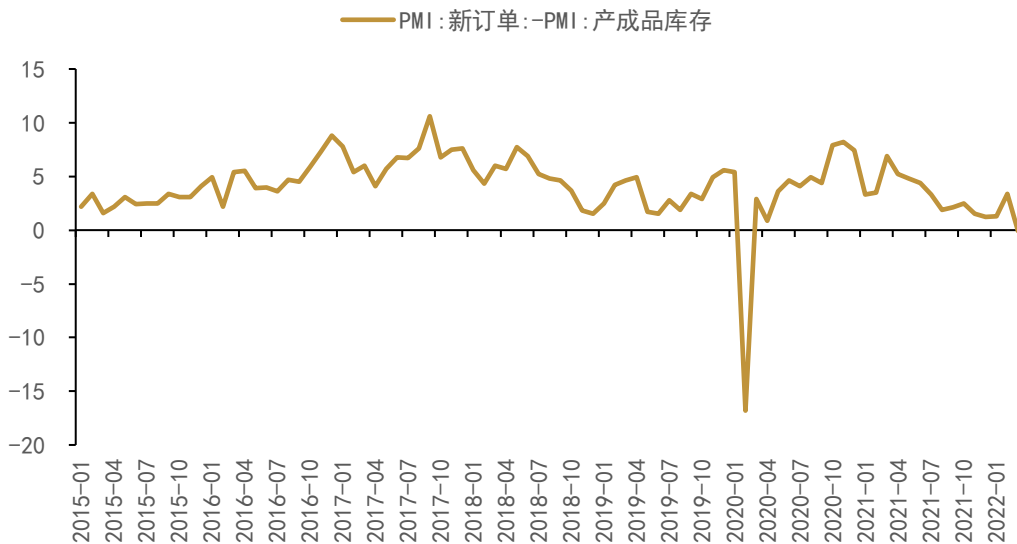


图10：新订单指数与产成品库存指数的差值读数走势（2015年1月至2022年3月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、3月PPI环比或为1.0%左右

3月PMI出厂价格指数为56.7%，比上月大幅上升2.6个百分点，在扩张区间继续快速上扬（见图11），这表明制造业企业生产的主要产品的出厂价格较上月明显升高。从出厂价格指数看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业出厂价格指数均超过70.0%。具体来看，动力煤价格保持

稳定，3月25日5500大卡CCTD秦皇岛动力煤综合交易价较2月25日持平。3月有色金属价格涨势不一，长江有色市场1#铜、A00铝月均价环比分别上涨2.32%和下降0.4%。国际大宗商品涨价加大了国内面临的输入性通胀压力，推高国内能源、原材料价格，对中国国内保供稳价带来挑战。3月7日，发改委表态称会全力做好大宗商品保供稳价工作；能源保供稳价方面，重点是做好煤炭保供稳价工作，要完善煤炭产供储销体系，提升供需调节能力，保障产能合理充裕，强化市场预期管理，引导煤炭价格在合理区间运行。

由于PMI出厂价格指数和PPI环比有较高的相关性，预计2022年3月的工业生产者出厂价格（PPI）环比上涨或在1.0%左右。

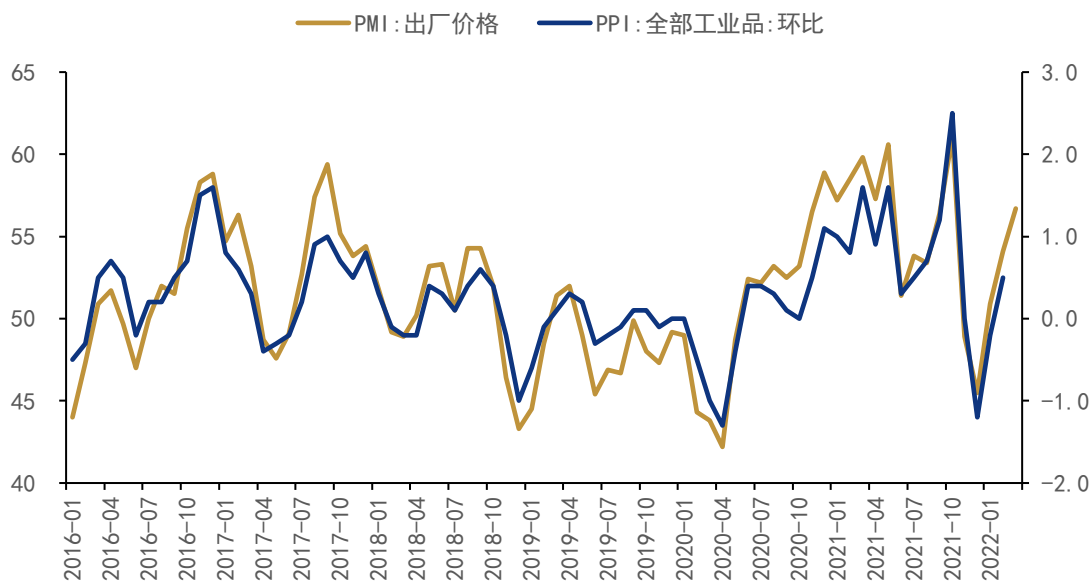


图 11: 出厂价格指数和 PPI (2016 年 1 月至 2022 年 3 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

PMI 主要原材料购进价格指数为 66.1%，比上月上涨 6.1 个百分点，在扩张区间内继续上扬（见图 12），这表明制造业企业主要原材料的平均购进价格较上月大幅升高。从主要原材料购进价格指数看，从行业情况看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业主要原材料购进价格指数均超过 70.0%，相关行业原材料采购成本不断增加。具体来看，俄乌地缘政治冲突等因素带动国际原油价格快速上涨，布伦特原油期货价格于 3 月 7 日突破每桶 120 美元，并于月底回落至每桶 113.45 美元的高位水平，单月涨幅近 15.8%。LME 三个月期镍于 3 月 8 日升至每吨逾 48000 美元，月底回落至每吨 32645 美元的高位水平。

由于 PMI 主要原材料购进价格指数和工业生产者购进价格指数（PPIRM）环比有较高的相关性，预计 2022 年 3 月的工业生产者购进价格环比将出现一定程度的上涨，环比涨幅可能在 1.0% 左右。

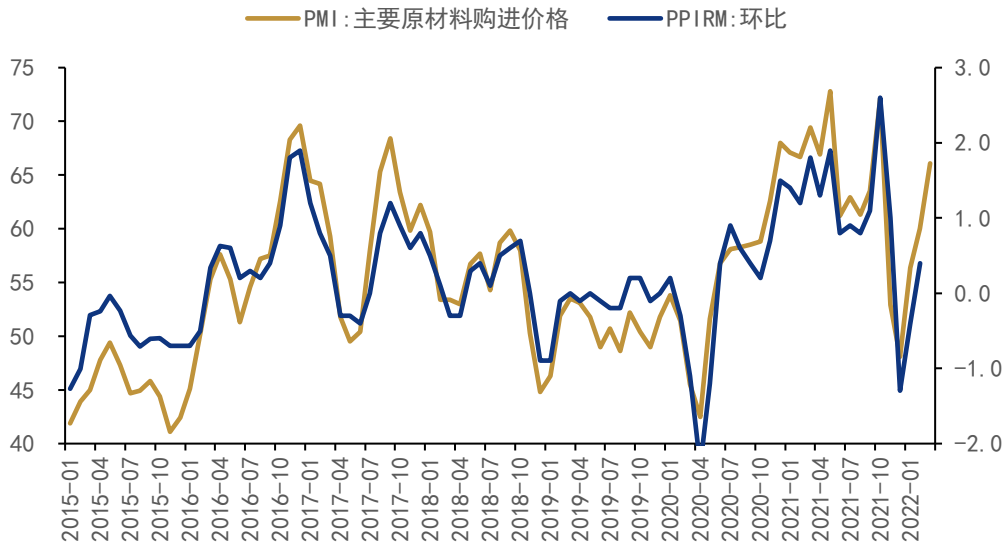


图 12: 主要原材料购进价格指数和 PPIRM (2016 年 1 月至 2022 年 3 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

四、大型企业继续扩张, 中、小型企业收缩

按大、中、小型企业的分类来看, 3 月大型企业继续扩张, 而中、小型企业收缩 (见图 13)。具体来看, 3 月, 大型企业 PMI 数值为 51.3%, 较上月下降 0.5 个百分点, 但仍处于扩张区间; 中型企业 PMI 数值为 48.5%, 较上月下降 2.9 个百分点, 由扩张转为收缩; 小型企业 PMI 数值为 46.6%, 比上月上升 1.5 个百分点, 连续第 11 个月收缩。在原材料价格高位、新冠疫情多点散发的情况下, 中、小型企业持续生产经营的压力较大。

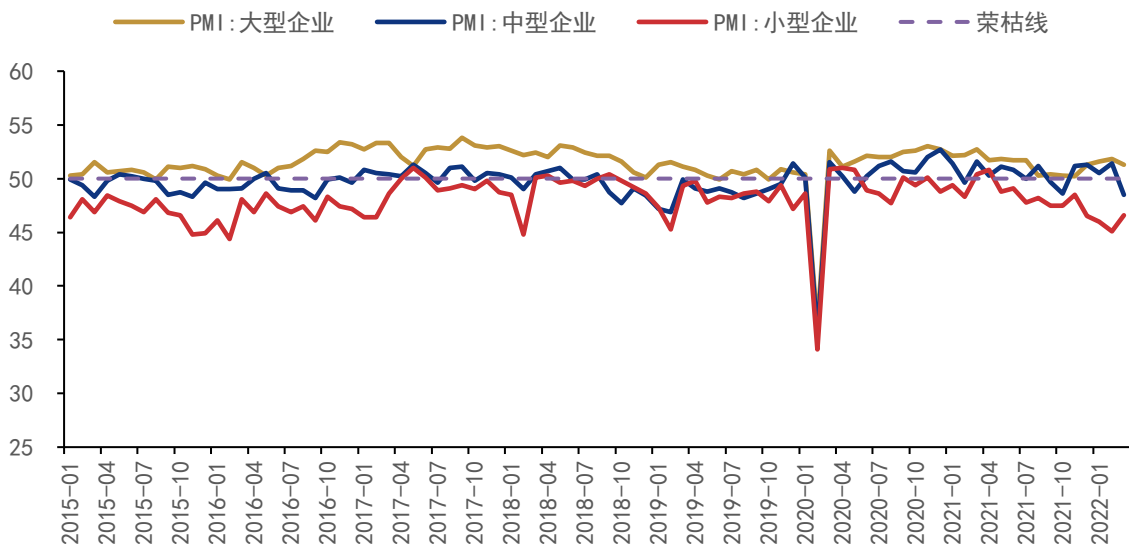


图 13: 大、中、小型企业制造业 PMI (2015 年 1 月至 2022 年 3 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

五、未来展望

3月，本土新冠疫情呈现几何级爆发势头，月末本土病例分布增至19个省份，吉林和上海形势尤为严峻。疫情之下，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力继续强化，“两会”设定5.5%的今年经济增长目标实现难度较高，稳增长政策将继续加码。财政政策方面，今年财政支持强度将进一步加大，央行所上缴的结存利润将大幅增加可用财力；大规模增值税留抵退税的政策安排将为小微企业、个体工商户这类较为脆弱的市场主体与部分关键行业提供有效支持；抓紧下达剩余地方政府专项债将加快形成有效的实物投资，为经济基本面提供支撑。货币政策方面，虽3月市场普遍预期的降准降息政策未能落地，但3月16日金融委会议指出货币政策要主动应对，3月31日央行货币政策委员会例会也提出要加强跨周期与逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，此类政策信号增强了二季度央行降准降息的可能性。制造业方面，疫情防控措施下生产活动减少，产业链与供应链受冲击，同时原材料成本、劳动力成本与资金紧张制约企业的生产与经营，受疫情持续影响面临较大困难的行业领域尤其需要政府与金融机构的支持。

此外，俄乌冲突对国际供应链造成严重冲击，国际大宗商品价格迅速上涨，增加了我国的输入性通胀压力，原材料成本上升与传导不畅或挤压企业利润空间。同时，地缘政治冲突扰动外部需求市场，导致制造业外部需求有所减弱。对此，需要做好能源、粮食、矿产品等多类产品的保供稳价工作，同时推出配套的稳外贸措施，为出口企业提供支持。

预计第二季度疫情形势将逐步好转，各部门政策预期的稳定和一致性将有所加强，在财政政策与货币政策的协调配合下，经济或将加速修复，制造业也将渐趋回暖。

【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部助理研究员；

中学峰，中央财经大学金融学硕士，远东资信研究与发展部助理研究员；

简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，远东资信研究与发展部总经理、研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。