

2021年03月31日

宏观研究

研究所

证券分析师:

021-61981316

樊磊 S0350517120001

fanl@ghzq.com.cn

短期制造业仍维持在较高景气水平

——3月PMI数据点评

相关报告

《1-2月财政数据点评: 财政收支与全年安排相匹配》——2021-03-23

《1-2月经济数据点评: 终端需求没有那么亮眼》——2021-03-15

《1-2月进出口数据点评: 出口环比高点可能正在过去》——2021-03-08

《两会前瞻: 保守的GDP目标无需过度担忧》——2021-03-04

《2月PMI数据点评: 1-2月制造业仍维持较高景气》——2021-02-28

事件:

3月31日, 国家统计局公布中国3月制造业采购经理指数(PMI)为51.9, 较1-2月份的水平有所回升, 符合季节性。我们认为3月份中国制造业仍然维持和此前两个月类似接近顶峰的水平, 短期景气程度仍然不错。值得关注的是高频数据显示近期房地产市场销售可能仍然存在过热的状况, 央行货币政策例会删去“不急转弯”的表述或有对前期信贷投放过快、地产销售过热有纠偏的考虑, 当然这种纠偏更可能以行政性和宏观审慎政策为主, 而非通过在银行间市场收紧流动性提升回购利率或通过MLF引导信贷市场加息。

投资要点:

■ 3月PMI季节性回升, 整体处于景气周期顶部位置

从历史经验观察, 伴随着开工季的到来, PMI会较1-2月有所回升。我们认为当前PMI温和的回升基本符合季节性。不考虑季节性因素的影响, PMI指数所对应的制造业的景气水平与1-2月份大体相当, 应该仍然处于景气周期比较顶部的位置。

■ 出口订单仍然偏强, 存货去化对生产略有冲击

订单指数回升的较为明显, 也略强于季节性。其中出口订单的表现略超一点预期, 显示当前海外经济的复苏对中国的影响仍然以需求拉动为主——当然, 欧洲疫情反复带来的供给抑制的影响可能也值得关注。然而, 或许与近期工业金属以及原油价格的调整有关, PMI产成品库存出现了一定下滑, 工业企业可能有一些去库存的活动, 也导致PMI生产指数相对弱一些。

PMI进口指数的反弹略弱于季节性, 剔除季节性后有所下滑可能也在一定程度上反映出国内需求有一定下行压力。

■ 地产销售偏热, 货币政策或重视结构性

在1-2月地产销售面积大超预期之后, 高频数据显示3月30城地产销售继续维持较高的水平, 可能意味着房地产销售存在一些过热的

局面。

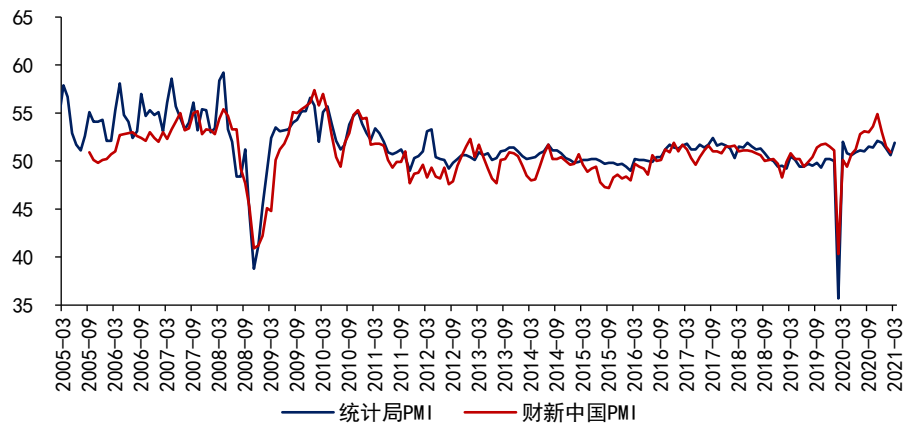
近期央行货币政策例会一方面删去了“不急转弯”的政策表态，一方面又继续保留了“动实际贷款利率进一步降低”的措辞，看似有一定矛盾。在 2021 年以来整体经济景气程度进一步抬升的背景下，我们以为央行的措辞暗指政策可能进行一些结构性调整。1-2 月社融和信贷数据确实较高，与较高的地产销售增速的结合使得资金绕道进入房地产市场的担忧始终难以化解；另一方面，企业能够承担的利率水平可能仍然有限，需要政策的持续扶持。

我们预计央行会采取宏观审慎管理和行政方面的政策抑制信贷增速并减少实际流入地产行业的资金——例如近期多个城市严查经营贷流入地产，但是采用价格型工具进行紧缩的可能性不高。

当然，我们继续维持二季度左右中国产出缺口见顶回落的中期判断。

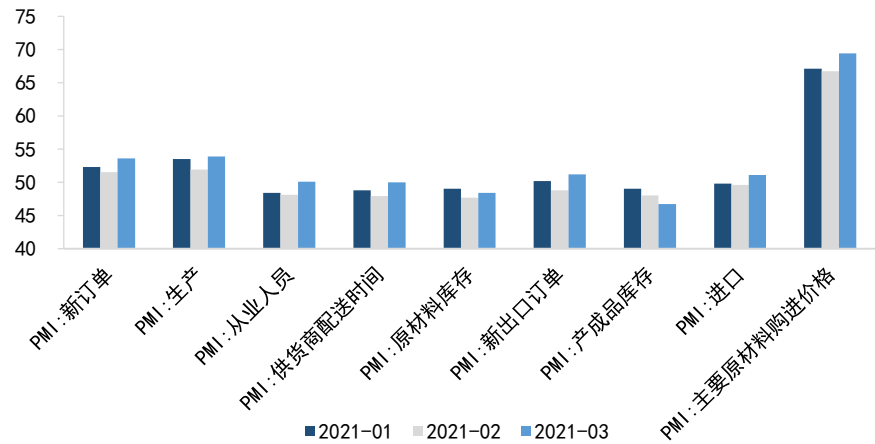
- **风险提示：** 通胀上行超预期，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期。

图 1: 1-3 月份中国官方 PMI 数据有所回升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: PMI 主要分项指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，不因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

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_18631

