

经济复苏强劲，暂不存在“滞胀”担忧

— 点评 3 月 PMI 数据

宏观事件点评

2021 年 3 月 31 日

报告摘要：

3 月 PMI 显示经济复苏强劲，内生需求不断释放。猪肉价格连续 7 周下跌，大宗商品价格从 3 月初高点后价格回落。我们认为当前经济暂时不存在“滞胀”担忧。

● 相较 1-2 月疫情影响内需不足，3 月 PMI 扩张生产和需求复苏强劲

3 月制造业生产指数（供给）和新订单指数（需求）分别为 53.9% 和 53.6%，较上月上升 2.0 和 2.1 个百分点，反映出了经济内生动力。非制造业尤其是服务业修复超季节性，3 月建筑业和服务业新订单，较上月各上升 5.6 和 7.3 个百分点，疫情过后随着春季生产回暖，双双有超季节性回升。

● 原材料购进价格和出厂价格仍然处于高位

3 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 69.4% 和 59.8%，相比上月各增长了 2.7 和 1.3 个百分点，原因是铜和原油价格 3 月以来持续处于高位，进口价格较高，导致 PMI 购进价格和出厂价格处于高位。但是随着国际原油供给增加价格下跌，以及美元增强对于铜价抑制，我们预计之后国内大宗商品的价格受国外高价冲击会有所降低。

● 中小型企业修复亮眼，体现出经济景气与活力

大型企业去库存明显体现出消费不断释放，小型企业采购和补库存明显。3 月小型企业采购量相较上月增长了 11.7 个百分点，产成品库存增加了 7.3 个百分点，相较 2 月份双双回落，3 月份出现大幅度反弹，体现出后疫情时代我国企业生产经营的活力。

● 经济复苏强劲，扩张态势明显，不存在滞胀的担忧

我国经济在后疫情时代表现出了良好的复苏态势，大概率央行在货币政策上维持紧平衡，宽松的可能性很小，我们仍然要关注 4 月月中的各项经济数据，谨防央行在货币政策上有所收紧，而加剧债券市场整体的震荡。

● 风险提示：

全球疫情持续恶化，中国政策过快收紧等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

3 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，高于预期 0.7 个百分点，比上月上升 1.3 个百分点。

3 月份，非制造业商务活动指数为 56.3%，较上月回升 4.9 个百分点。

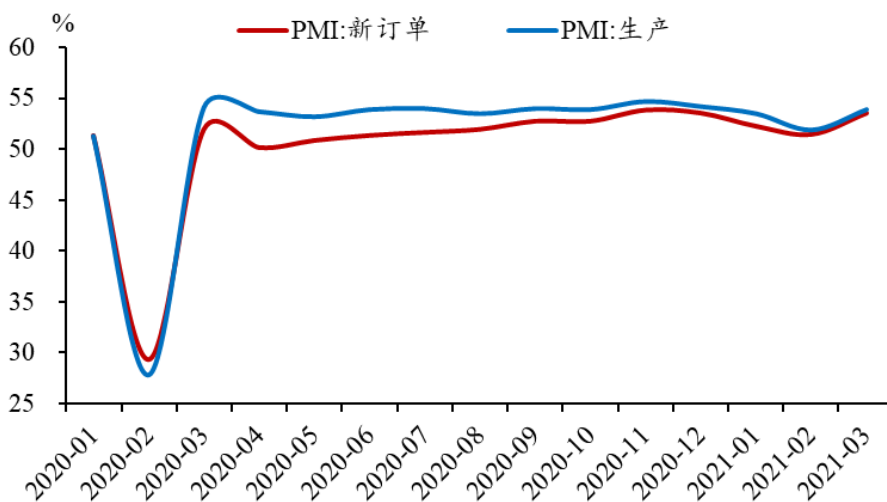
3 月份，综合 PMI 产出指数为 55.3%，比上月上升 3.7 个百分点。

3 月各项 PMI 呈现扩张态势，服务业修复尤其显著，体现出内需不断释放。经济修复强劲，物价方面猪肉价格连续 7 周呈现下跌态势，大宗商品价格受到库存增多影响从 3 月初高点后价格回落，叠加美元走强大宗商品整体价格受到抑制，货币政策紧平衡下，全面通胀风险很小。因此，我们认为当前经济不存在“滞胀”的担忧。

1 PMI 扩张强劲，服务业修复加快，国内消费需求不断释放

制造业生产和需求扩张步伐加快，进出口重返景气区间。如图 1 所示，3 月制造业生产指数（供给）和新订单指数（需求）分别为 53.9% 和 53.6%，较上月上升 2.0 和 2.1 个百分点，反映出了经济的内生动力。从行业情况看，非金属矿物制品、专用设备、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业两个指数均高于 55.0%。

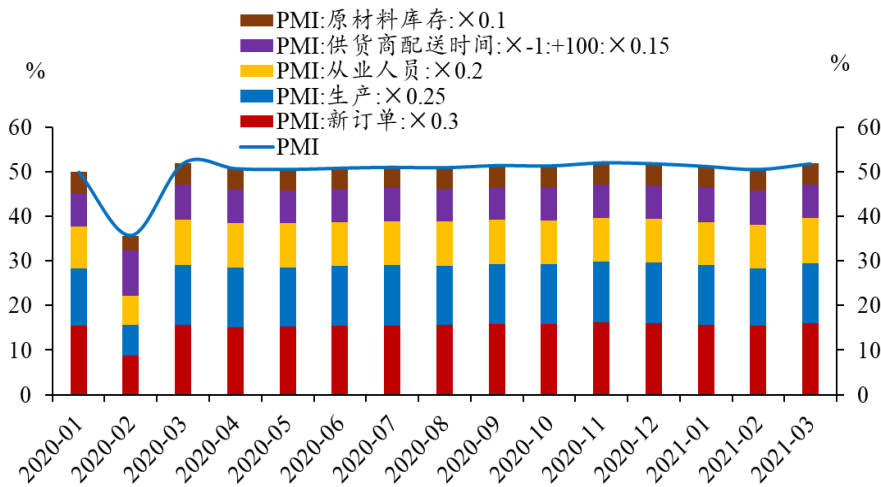
图 1：PMI 生产和需求都有所下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

分解 PMI 制造业，相比前月 3 月各项景气度明显回升。如图 2 所示，3 月 PMI 新订单和生产项目各增长了 0.6 和 0.5 个百分点，生产端修复；从业人员增加了 0.4 个百分点，体现出劳务和生产能力修复强劲，订单配送时间延长（订单配送时间为逆指数），减少体现了上游上产订单增多，企业生产修复活力增强。

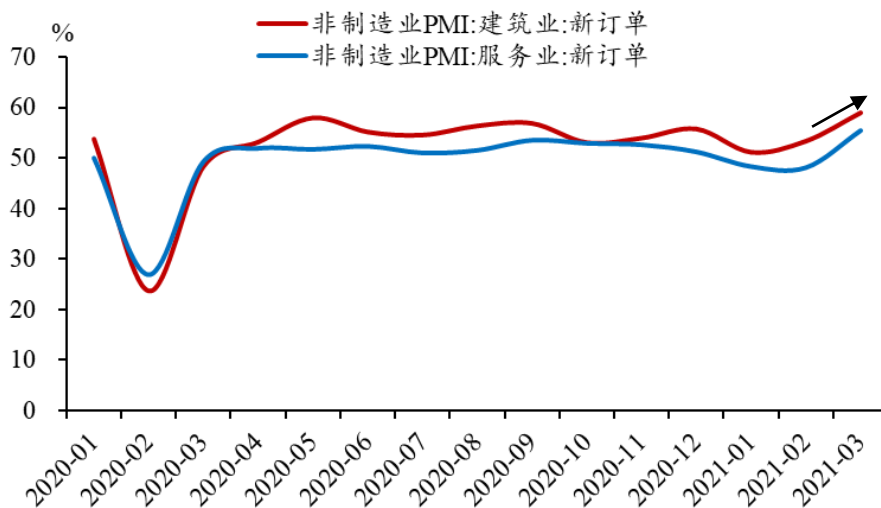
图 2：制造业 PMI 分解后，各项景气度回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

非制造业尤其是服务业修复超季节性，消费需求不断释放。从历年经验来看，2018 年和 2019 年春节，建筑业新增订单在 3 月份都有所回升，分别增长 2.5% 和 4.1%，服务业新增订单也有所上升，分别上升 0.5% 和 1%，体现出了一定春季修复的特征。但是今年 3 月建筑业和服务业新订单，分别较上月增长 5.6 和 7.3 个百分点，远远超季节性。说明 1-2 月份受到疫情的影响，国内的非制造业需求受到抑制，但是疫情过后随着春季生产回暖，双双复苏明显（见图 3）。

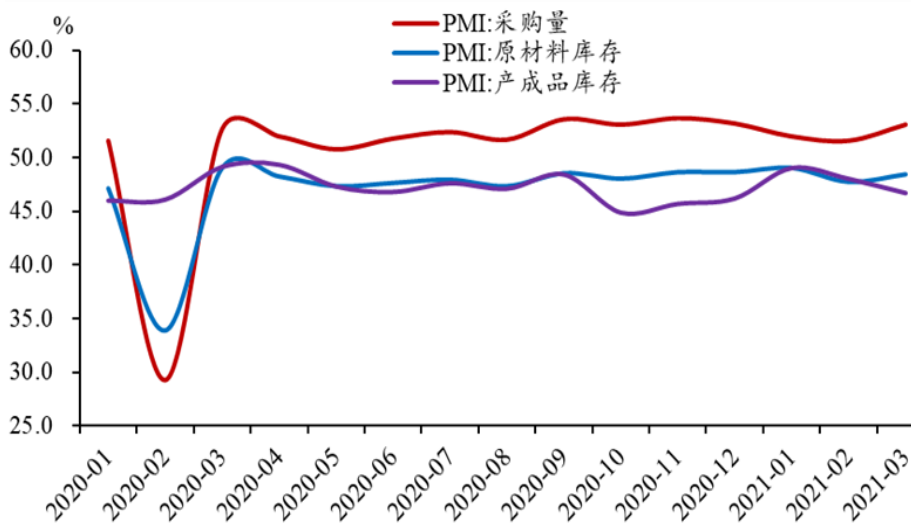
图 3：2021 年 3 月建筑业和服务业新增订单环比双双回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

产成品继续去库存，原材料采购量增加。3 月主要采购量回升 1.5 个百分点到 53.1%，相比于 2 月采购量环比降低，3 月采购回升体现出了生产端持续修复。产成品库存 3 月降低 1.3 个百分点，产成品不断去库存体现出消费端持续修复。（见图 4）。

图 4：产成品持续去库存，原材料采购量增加

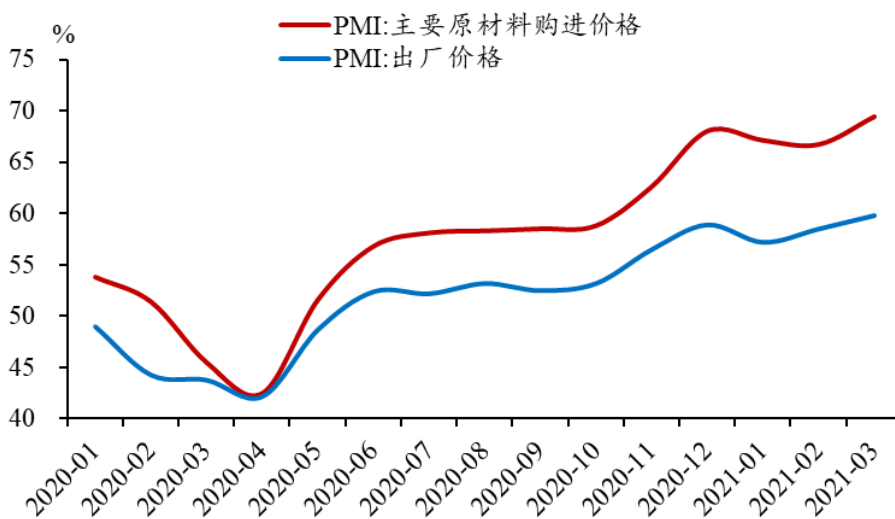


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 原材料购进价格和出厂价格仍然处于高位

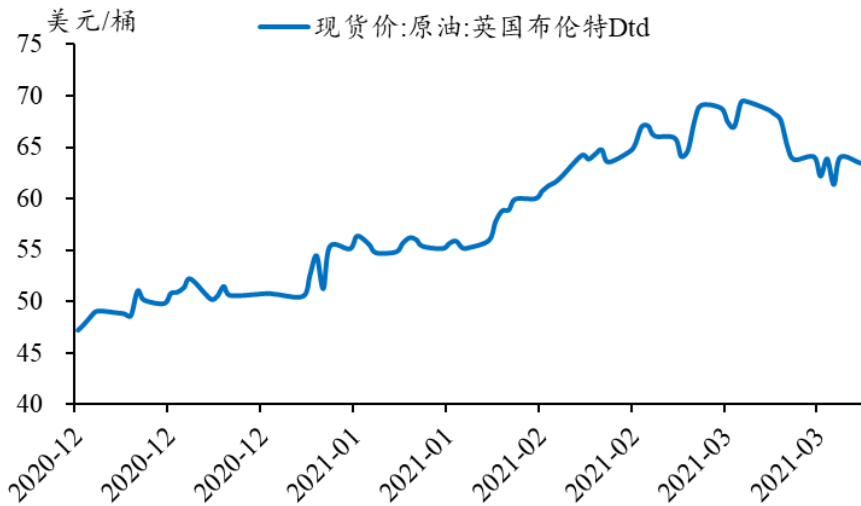
原材料购进价格和出厂价格仍然处于高位。3月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为69.4%和59.8%，分别比上月增长了2.7和1.3个百分点（见图5），我们认为PMI价格指数处于高位主要是受到国外大宗商品高涨的影响，例如铜和原油价格3月以来持续处于高位，进口价格较高，导致PMI购进价格和出厂价格处于高位。但是随着国际原油供给增加价格回落（见图6），以及美元增强对铜价有所抑制（见图7），我们预计之后价格增长预期会有所回落，国内大宗商品的价格受到国外的冲击会有所降低。同时，有调查企业反映，受境外疫情反复及国际经贸不畅等因素影响，近期部分进口原材料供应不足，价格上涨明显，交货周期延长。

图 5：受国际大宗价格高位影响，3月出厂价格和购进价格双双下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：原油价格进入 3 月有所回落



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 铜价进入3月有所回落



资料来源: Wind, 民生证券研究院

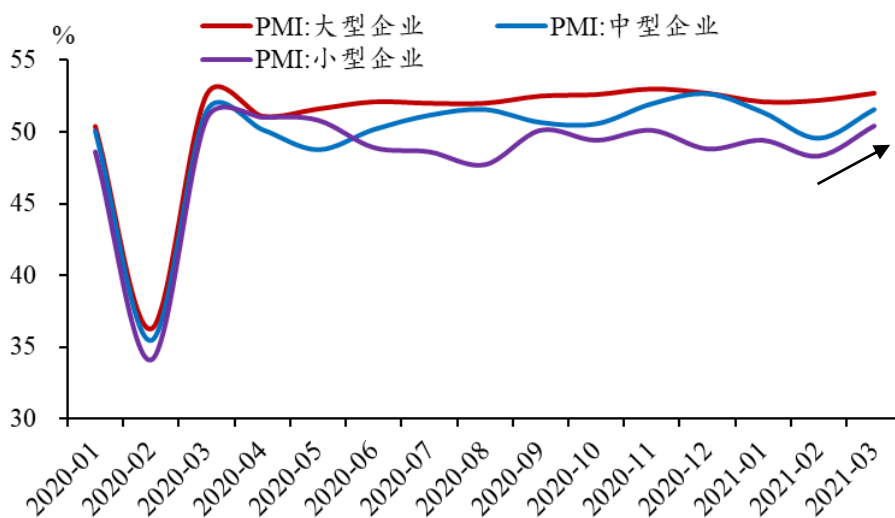
从行业情况看,石油加工煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、通用设备、专用设备等行业原材料购进价格指数高于75.0%,化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业出厂价格指数高于70.0%,相关行业价格承压有所加大。

3 中小型企业修复明显，小型企业表现亮眼，经济复苏具有活力

关于不同体量的企业表现，我们观察到：

一是中小型企业 3 月 PMI 复苏强劲，体现出生产经营活力。如图 8 所示，3 月大中小型企业 PMI 都保持在景气区间，大型企业相对上月增长 0.5 个百分点，幅度不大；中型企业相对上月修复 2 个百分点到 51.6%，小型企业 PMI 相对上月修复 2.1 个百分点到 50.40%，表现相对亮眼。3 月份新订单指数，中型企业相对上月增长了 2.8 个百分点，小型企业相对上月增长了 3 个百分点，相较大型企业增长 1.2 个百分点，中小型企业表现更为突出。

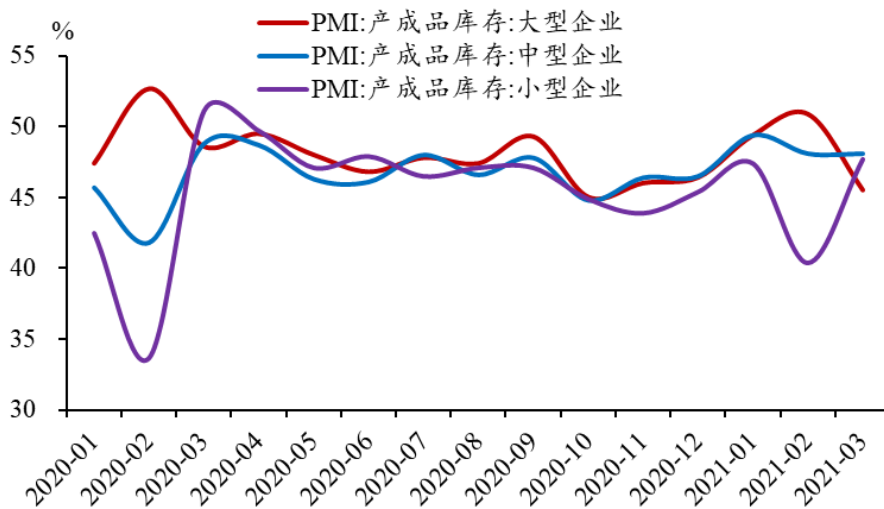
图 8：3 月大型企业、中型企业和小型企业 PMI 都有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

二是相比大型企业去库存明显，小型企业补库存。分析大型企业的 PMI 组成数据来看，我们可以观察到大型企业的采购量从上月 56.8% 回落到本月 54.2%，大型企业的产成品库存从上个月 50.9% 回落至本月 45.5%（见图 9）。对比可以看出 3 月份大型企业的采购量有所降低，且处于持续去库存，体现出需求端良好。小型企业本月生产经营表现出高景气，采购量相较 2 月增加了 11.7 个百分点，有质的增长；产成品库存增加了 7.3 个百分点；相较 2 月份采购量和产成品库存环比减少 7 个百分点和 7.5 个百分点，3 月份双双大幅度反弹，体现出了疫情后企业的生产经营活力。

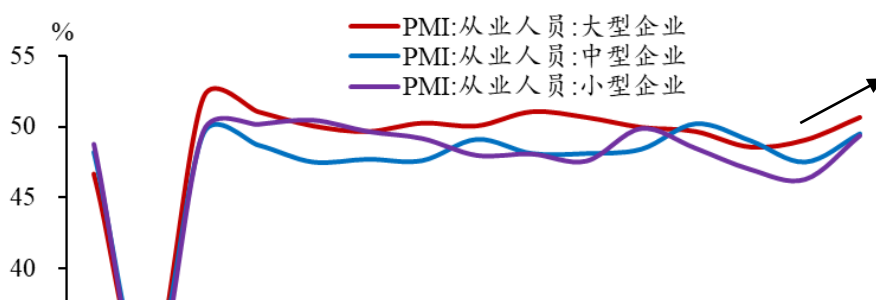
图 9：大型企业去库存明显，小型企业出现补库存



资料来源：Wind，民生证券研究院

三是小型企业劳务人员和新订单增加突出。由于疫情导致部分员工无法到岗，用工人员需求偏弱，此前 2 月份大中小型企业从业人员 PMI 都低于景气区间，且环比回落。然而，3 月大型企业从业人员指数回升了 1.6 个百分点至 50.7%，中型企业从业人员指数增加 2 个百分点到 49.5%，小型企业从业人员指数增长 3 个百分点到 49.4%（见图 10），小型企业在劳务用人方面增长突出，体现了经济增长的景气与活力。此外，新订单方面，小型企业也表现更为突出（见图 11）。

图 10：大型企业、中型企业和小型企业用工皆有所回升



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_18632



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn