

2021年03月31日

固定收益研究

研究所

证券分析师:
021-68930187
联系人:
021-60338170

靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
姜雅芯 S0350119080005
jiangyx@ghzq.com.cn

剔除季节因素，出口改善亮眼

——2021年3月PMI数据点评

相关报告

《大类资产周报：大宗商品走势分化，债市回报较高》——2021-03-28

《信用风险观察系列之二：2021年全国城投债到期压力如何？》——2021-03-23

《大类资产周报：原油价格大幅下跌，海外股市表现分化》——2021-03-21

《信用风险观察系列之一：2021年江苏城投债到期压力几何？》——2021-03-19

《大类资产周报：股市表现内外分化，大宗商品震荡盘整》——2021-03-14

投资要点：

- **事件** 2021年3月31日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。其中，制造业PMI指数为51.9%，较上月上升1.3个百分点。非制造业PMI为56.3%，较上月上升4.9个百分点。
- **点评** 假日效应消散，制造业景气明显回升。3月PMI与2月PMI差值略高于2015年以来中位数水平，反映3月制造业景气度回升主要来源于季节性因素。从各分项上来看，除原材料库存指数以外，其余分项均回到临界点或以上，各分项较上月均出现回升。产销旺季来临，企业生产加快恢复。3月PMI生产指数为53.9%，较上月上升2.0个百分点。随着春节假期结束，叠加产销旺季的来临，企业生产扩张整体有所加快。下一阶段，随着全球疫苗接种的持续推进，海外主要经济体经济持续复苏确定性较强，生产扩张速度或将维持在较高区间。
- **需求扩张加快，进出口重返景气区间** 3月PMI新订单指数为53.6%，较上月上升2.1个百分点，回升幅度位于2015年以来中位数水平。其中，新出口订单指数为51.2%，较上月上升2.4个百分点，PMI进口指数为51.1%，为2018年4月以来的最高点，较上月上升1.5个百分点。
- **外需方面，海外补库需求较高，出口改善相对强劲** 从2015年至今3月与2月PMI新出口订单的差值来看，剔除受疫情影响较大的2020年，2021年3月新出口订单改善幅度仅低于2016年，较2017年和2018年高出2.2和0.1个百分点。3月PMI新出口订单改善幅度位于2015年以来较高水平，指向不考虑季节因素影响，3月出口改善仍相对强劲。下一阶段，随着全球新冠疫苗接种人数持续增加，叠加财政刺激政策，海外主要经济体将持续复苏，补库存需求持续走强。我们认为出口有望在二季度仍维持在较高景气区间，但需关注海外经济体的复苏情况以及经贸形势的走向。
- **内需方面，3月进入产销旺季，内需加快释放** 从2015年至今3月与2月PMI进口的差值来看，剔除受疫情影响较大的2020年，2021年3月PMI进口改善幅度位于中位数水平，反映进口改善受季节性因素影响程度较大。下一阶段，季节性因素扰动效应消散，内需改善

步伐或将有所放缓。但今年政府工作报告提出要坚持扩大内需战略，叠加专项债开始陆续发行，或将为内需进行有效托底，需要进一步关注相关政策的落地情况。

- **价格数据持续上行，企业开始补库存** 受近期大宗商品价格持续高位运行的影响，3月PMI购进价格上升2.7个百分点至69.4%，为2017年以来的最高点；PMI出厂价格上升1.3个百分点至59.8%。PMI出厂价格-购进价格差值为-9.6%，较上月环比回落1.4个百分点，反映企业盈利空间受到挤压。从各项数据来看，企业开始补库存。3月产成品库存为46.7%，较上月回落1.3个百分点；原材料库存为48.4%，较上月上升0.7个百分点。受产需两旺的影响，企业生产经营活动预期维持高位，采购量上升1.5个百分点至53.1%，企业开始主动补库存。
- **就业压力有所缓解** 3月制造业从业人员项为50.1%，较上月上升2.0个百分点。非制造业从业人员项为49.7%，较上月上升1.3个百分点。春节结束后，工人陆续返回工作岗位，叠加供需两端双双出现回升，企业用工需求有所增加，带动就业数据出现较为明显的改善。下一阶段，在供需整体向好的趋势之下，就业压力或将持续得到缓解，但仍需关注企业用工成本的改善以及相关稳就业政策的落地情况。
- **整体来看，在季节性因素作用下，3月制造业景气度明显回升。剔除季节因素后，出口表现亮眼，改善幅度位于2015年以来的较高水平。下一阶段，在扩大内需战略的主基调下，叠加专项债的陆续发行，内需有望得到有效托底，但仍需关注相关政策落地情况。而外需方面，随着疫苗陆续接种，海内外疫情防控进展持续向好，叠加海外经济体的财政刺激计划，海外补库需求维持在较高水平，出口或将持续高位运行。**
- **风险提示** 疫情防控不及预期；政策支持力度不达预期；通胀超预期。

1、事件

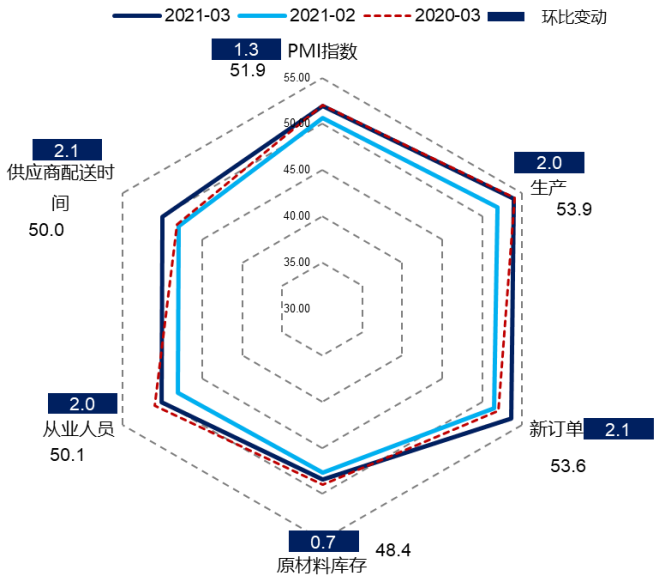
2021年3月31日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。其中，制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月上升 1.3 个百分点。非制造业 PMI 为 56.3%，较上月上升 4.9 个百分点。

2、点评

2.1、制造业景气回升，生产加快恢复

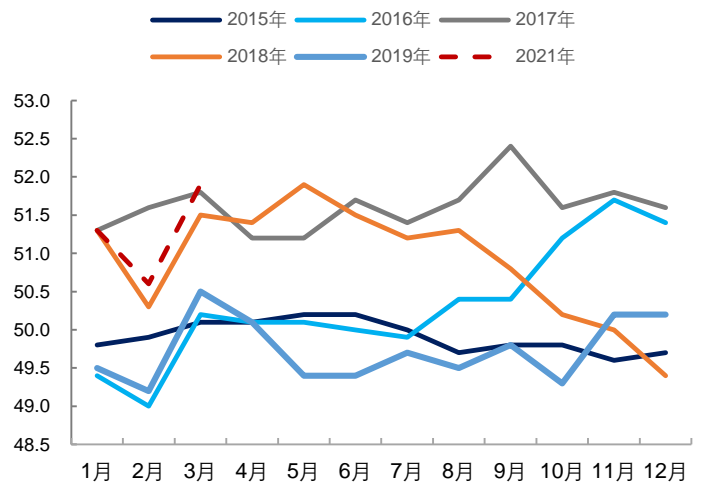
假日效应消散，制造业景气明显回升。3月制造业 PMI 指数为 51.9%，较上月上升 1.3 个百分点。3月 PMI 与 2月 PMI 差值略高于 2015 年以来中位数水平，反映 3 月制造业景气度回升主要来源于季节性因素。从各分项上来看，除原材料库存指数以外，其余分项均回到临界点或以上，各分项较上月均出现回升。

图 1：制造业 PMI 指数雷达图



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2：制造业 PMI 季节性趋势

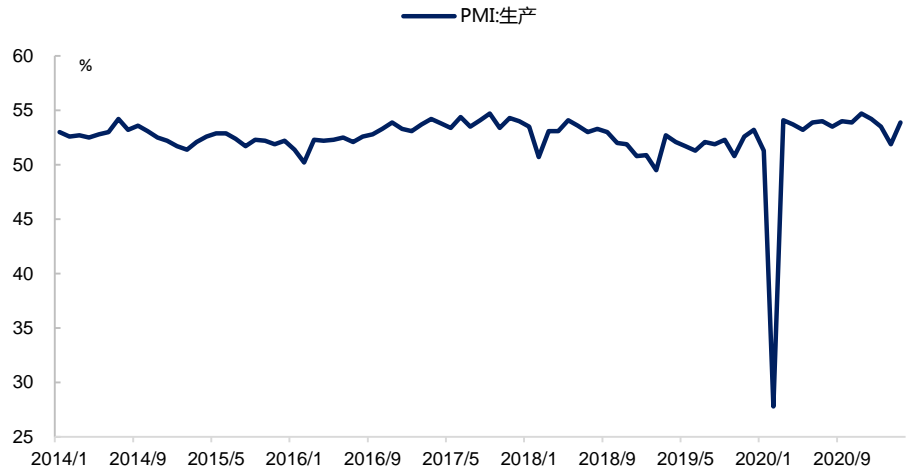


资料来源：wind、国海证券研究所

注：2020 年 2-3 月 PMI 受疫情扰动较大，图中未列出 2020 年 PMI 数据

产销旺季来临，企业生产加快恢复。3月 PMI 生产指数为 53.9%，较上月上升 2.0 个百分点。随着春节假期结束，叠加传统产销旺季的来临，企业生产扩张整体有所加快。下一阶段，随着全球疫苗接种的持续推进，海外主要经济体经济持续复苏确定性较强，生产扩张速度或将维持在较高区间。

图 3: 制造业 PMI 生产指数

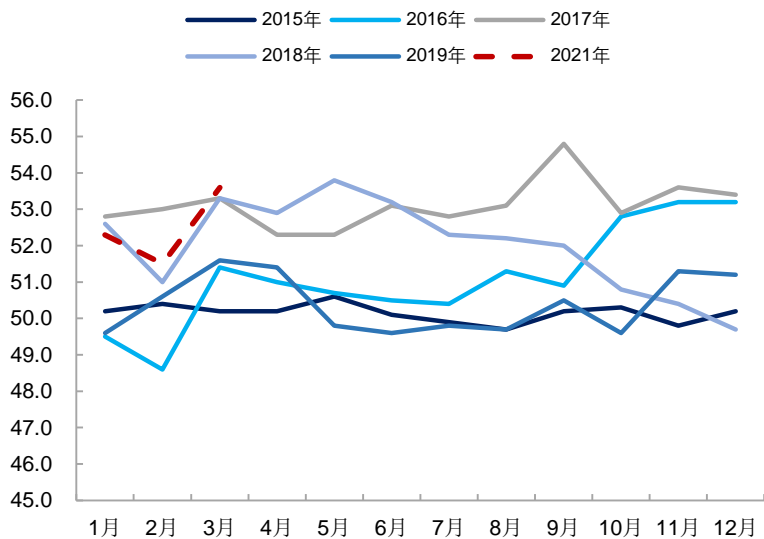


资料来源: wind、国海证券研究所

2.2、需求扩张加快，出口改善相对较强

需求扩张加快，进出口重返景气区间。3月 PMI 新订单指数为 53.6%，较上月上升 2.1 个百分点，回升幅度位于 2015 年以来中位数水平。其中，新出口订单指数为 51.2%，较上月上升 2.4 个百分点，PMI 进口指数为 51.1%，为 2018 年 4 月以来的最高点，较上月上升 1.5 个百分点。

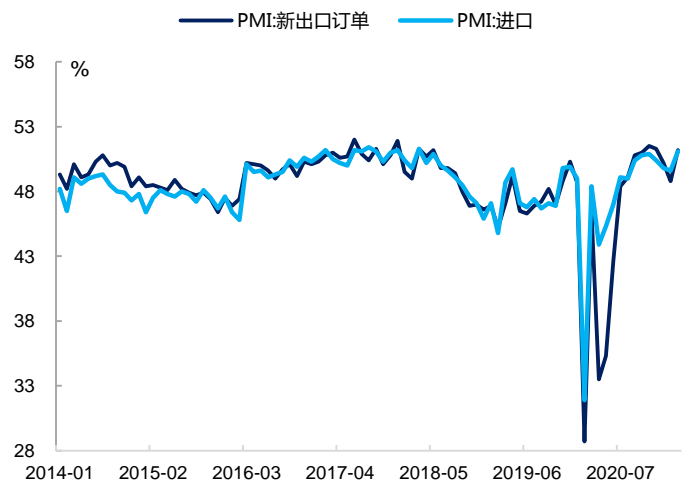
图 4: PMI 新订单季节性特征



资料来源: wind、国海证券研究所

注: 2020 年 2-3 月 PMI 受疫情扰动较大, 图中未列出 2020 年 PMI 数据

图 5: PMI 新出口订单和 PMI 进口指数

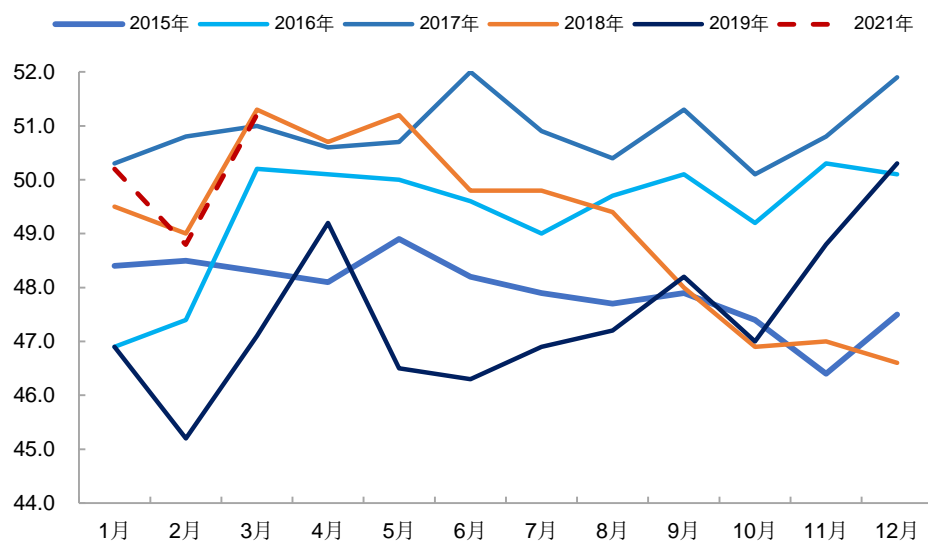


资料来源: wind、国海证券研究所

外需方面，海外补库需求较高，出口改善相对强劲。从2015年至今3月与2月PMI新出口订单的差值来看，剔除受疫情影响较大的2020年，2021年3月新出口订单改善幅度仅低于2016年，较2017年和2018年高出2.2和0.1个百分点。3月PMI新出口订单改善幅度位于2015年以来较高水平，指向不考虑季节因素影响，3月出口改善仍相对强劲。

下一阶段，随着全球新冠疫苗接种人数持续增加，叠加财政刺激政策，海外主要经济体将持续复苏，补库存需求持续走强。我们认为出口有望在二季度仍维持在较高景气区间，但需要关注海外经济体的复苏情况以及经贸形势的走向。

图 6: PMI 新出口订单季节性趋势



资料来源: wind、国海证券研究所

注: 2020年2-3月PMI受疫情扰动较大, 图中未列出2020年PMI数据

内需方面，3月进入产销旺季，内需加快释放。从2015年至今3月与2月PMI进口的差值来看，剔除受疫情影响较大的2020年，2021年3月PMI进口改善幅度位于中位数水平，反映进口改善受季节性因素影响程度较大。

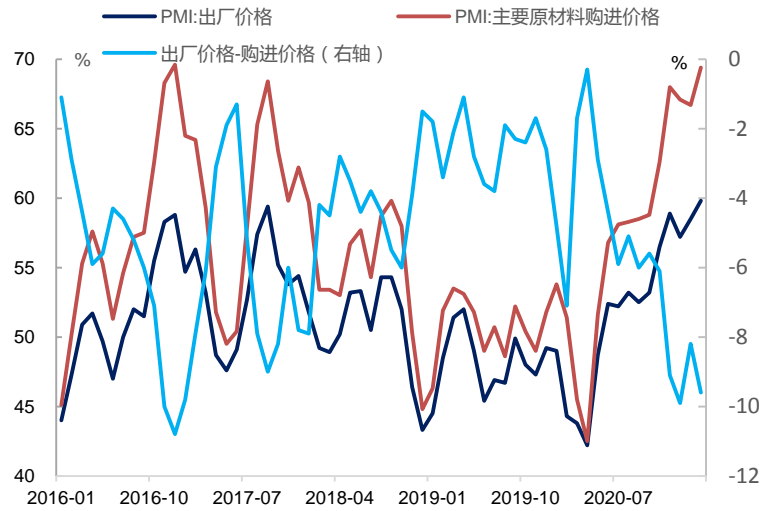
下一阶段，季节性因素扰动效应消散，内需改善步伐或将有所放缓。但今年政府工作报告提出要坚持扩大内需战略，叠加专项债开始陆续发行，或将为内需进行有效托底，需要进一步关注相关政策的落地情况。

2.3、价格数据持续上行，企业开始补库存

价格数据持续上行，企业盈利空间受挤压。受近期大宗商品价格持续高位运行的

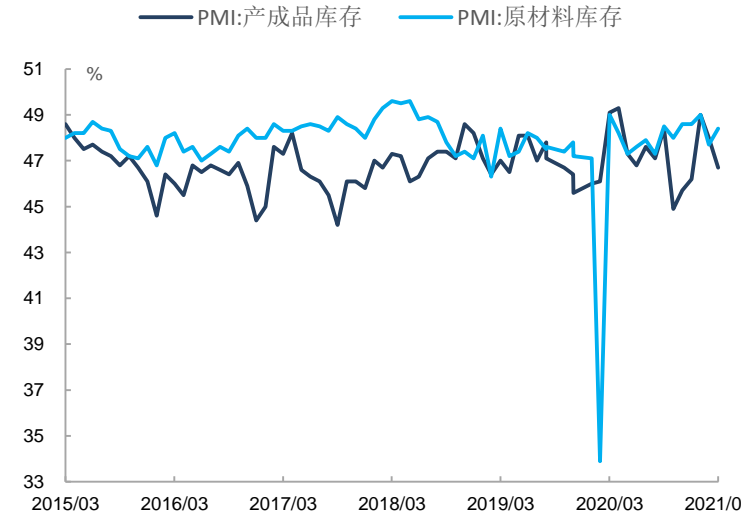
影响,3月PMI购进价格上升2.7个百分点至69.4%,为2017年以来的最高点; PMI出厂价格上升1.3个百分点至59.8%。PMI出厂价格-购进价格差值为-9.6%,较上月环比回落1.4个百分点,反映企业盈利空间受到挤压。

图 7: PMI 出厂价格与购进价格



资料来源: wind、国海证券研究所

图 8: PMI 产成品库存与原材料库存



资料来源: wind、国海证券研究所

从各项数据来看,企业开始补库存。3月产成品库存为46.7%,较上月回落1.3个百分点;原材料库存为48.4%,较上月上升0.7个百分点。受产需两旺的影响,企业生产经营活动预期维持高位,采购量上升1.5个百分点至53.1%,企业开始主动补库存。

2.4、就业压力有所缓解

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_18635



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>