

2021年3月PMI数据点评

经济回到被动去库存

■ 核心摘要

3月统计局 PMI 数据显示，经济增长的动能依然较强，出口的带动作用显著，制造业回到被动去库存阶段，就业形势也积极向好，经济尚未呈现环比向下的拐点。当前经济的主要风险在于结构分化，包括大型企业和中小企业的分化、国企和民企的分化、消费和工业的分化。3月小型企业 PMI 与大、中型企业差异显著收敛，这是个积极信号，但需进一步观察这种改善的持续性。另一问题集中在过高的原材料价格上，企业投资扩产可能因此受到抑制。

以下几点值得关注：

第一，需求扩张回到去年四季度水平，出口对经济的带动作用仍然显著，建筑业订单快速增长或预示基建投资改善。新出口订单指数强势，侧面说明了3月高频的出口集装箱运价指数走弱主因并非外需不足，中国出口目前仍保持高景气。随着以美国为代表的全球需求进一步复苏，以及非发达市场疫苗接种相对较缓，我们预计上半年中国出口仍可保持高景气。

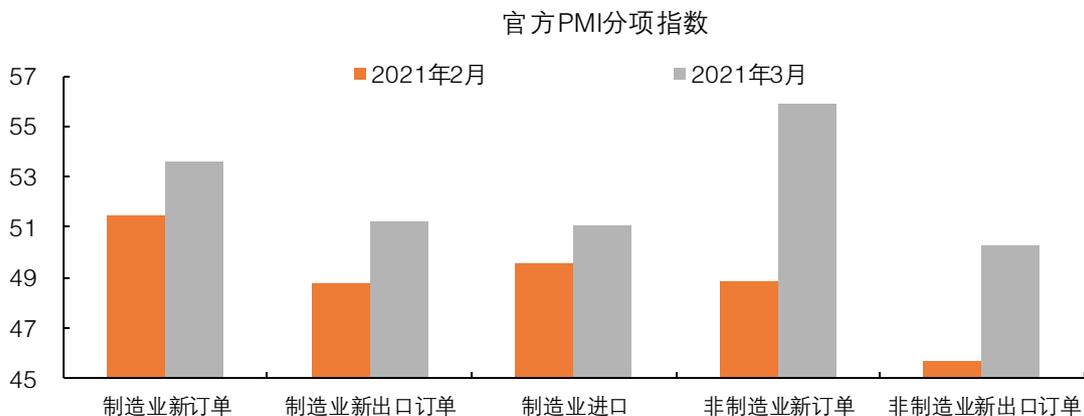
第二，需求恢复带动生产走强，经济回到被动去库存。3月制造业企业新订单增，采购和生产强，但产成品库存下降、价格上涨，经济回到被动去库存阶段。从业人员指数从48.1回升到50.1，时隔10个月再度回到荣枯线以上，就业形势向好。

第三，价格指数继续走高，企业经营预期小幅回落。分行业看，涨价压力大的主要集中在上游，且3月通用设备和专用设备的原材料购进价格指数也都高于70。如果上游继续涨价或者持续位于高位，有可能将压制相关行业的生产和资本开支。3月制造业和非制造业的业务活动预期指数均从高位出现小幅回落，可能就与原材料价格上涨压力加大有关。

3月官方制造业 PMI 51.9，非制造业 PMI 商务活动指数 56.3，综合 PMI 产出指数 55.3，和前值相比分别回升 1.3、4.9 和 3.7。分项指数显示，经济供需加速扩张，制造业保持较高景气度、服务业进一步复苏，经济尚未呈现环比向下的拐点。当前经济的主要风险在于结构分化和过高的原材料价格。具体来看，以下几点值得关注：

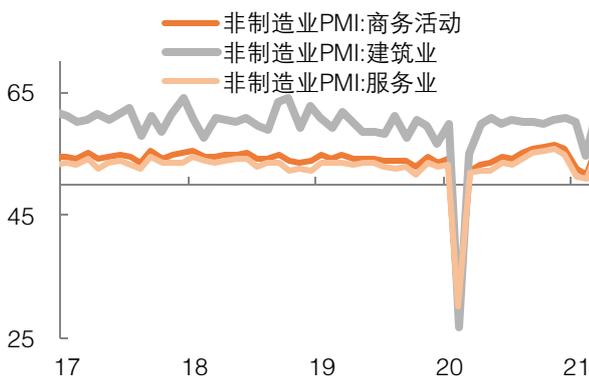
第一，需求扩张回到去年四季度水平，出口对经济的带动作用仍然显著，建筑业订单快速增长或预示基建投资改善。制造业 PMI 方面，新订单指数从 51.5 提高到 53.6，反映内需情况的进口指数从 49.6 提高到 51.1，新出口订单指数也从 48.8 提高到 51.2，均基本回到 2020 年四季度水平。相较而言，非制造业的需求改善幅度更大，新订单指数从 48.9 大幅回升到 55.9，创下 2008 年 2 月以来新高，其中，建筑业新订单指数从 53.4 回升到 59.0，创 2019 年以来新高，或预示着基建投资的改善；服务业新订单指数从 49.8 回升到 55.4，回到去年四季度水平。3 月受调查的 21 个服务业行业，商务活动指数都在荣枯线之上，服务业业务活动预期指数已连续两个月位于 60 以上的高景气区间，表明服务业企业看好服务需求恢复的持续性。非制造业 PMI 新出口订单指数从 45.7 回升到 50.3，这是 2019 年 9 月以来首次站上荣枯线。

图表1 3月官方 PMI 需求指标都明显改善，均回到荣枯线以上



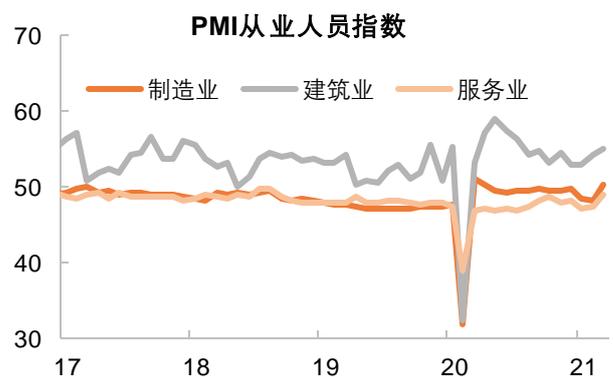
资料来源:wind,平安证券研究所

图表2 3月建筑业 PMI 创 2019 年以来新高



资料来源:wind,平安证券研究所

图表3 3月 PMI 各项就业指数均显著改善

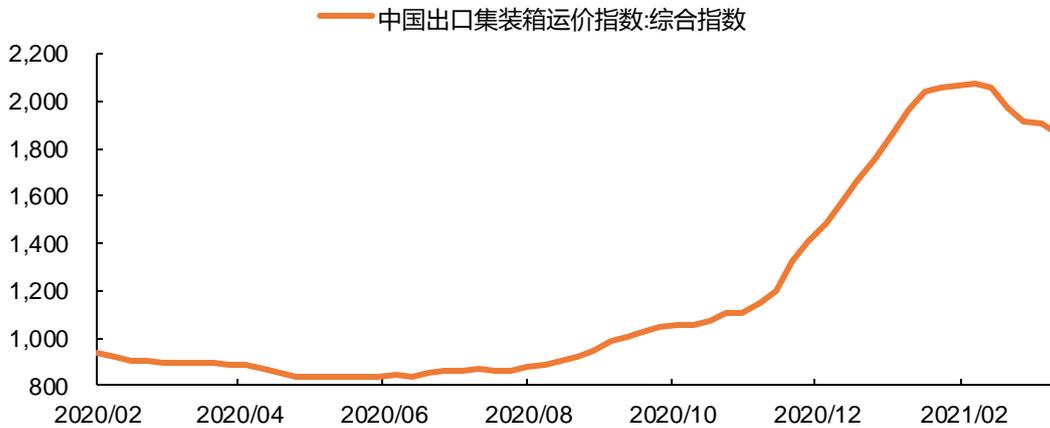


资料来源:wind,平安证券研究所

新出口订单指数强势，侧面说明了 3 月高频的出口集装箱运价指数走弱主因并非外需不足，中国出口目前仍保持高景气。去年 8 月开始，中国出口集装箱运价指数从 860 左右一路飙升，引起了很多讨论。终于在 2 月中旬到了顶点 2072，此后各周持续下滑，3 月第 4 周和高点相比已下跌了 10.0%。3 月官方 PMI 的两个新出口订单指数都很强势，意味着 3 月

出口集装箱运价下跌，主要原因不是外需减弱，而主要在于：国际航运更加畅通，船东的运费要求有所下降；加之前期运价大涨也挤压外贸企业的利润，运价本身也有回调压力。随着以美国为代表的全球需求进一步复苏，以及非发达市场疫苗接种相对较缓，我们预计上半年中国出口仍可保持高景气。

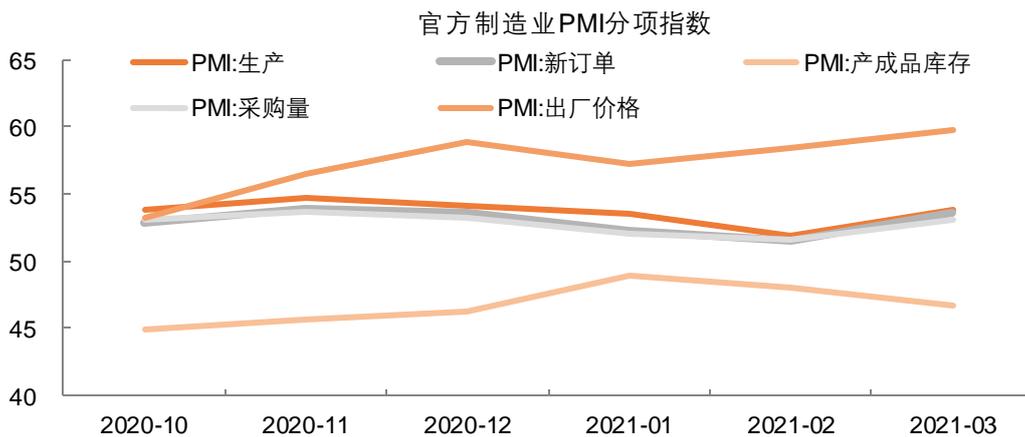
图4 中国出口集装箱运价指数在2月中旬见顶后持续下降



资料来源:wind,平安证券研究所

第二，需求恢复带动生产走强，经济回到被动去库存。2月制造业 PMI 生产指数超季节性回落，“就地过年”对工业生产的提振，并没有市场之前预期的那么强。进入3月，在内外需同步改善的带动下，生产活动也在较快恢复。制造业 PMI 采购量指数从 51.6 回升到 53.1，加大采购后原材料库存指数也从 47.7 回升到 48.4，用工也在增加，从业人员指数从 48.1 回升到 50.1，时隔 10 个月再度回到荣枯线以上，就业形势向好。尽管生产指数从 51.9 大幅回升到 53.9，但因内外需改善幅度更大，制造业 PMI 产成品库存指数还是从 48.0 下滑到 46.7。综合采购、生产、需求、库存和价格（后面会分析）这些指标看，3 月经济呈现出明显的被动去库存特征。

图5 新订单增，采购和生产强，但产成品库存下降、价格上涨，经济回到被动去库存阶段



资料来源:wind,平安证券研究所

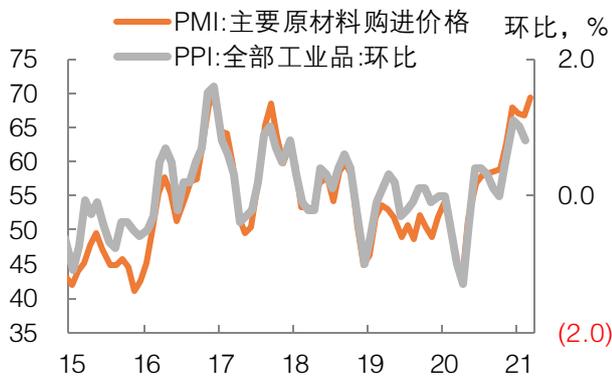
第三，价格指标继续走高，企业经营预期小幅回落。虽然高频的国际油价、铜价 3 月上中旬开始下跌，但 3 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数和非制造业 PMI 投入价格指数，分别从前值 66.7 和 54.7，进一步提高到 69.4 和 56.2，均为 2017 年以来最高。原因一是从月度均值看，3 月大宗价格多数较 2 月是上涨的。原因二是国家统计局有关领导在

解读 PMI 数据时提到，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。

分行业看，涨价压力大的主要集中在上游。石油加工煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品的原材料购进价格指数高于 75，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。值得注意的是，3 月通用设备和专用设备的原材料购进价格指数也都高于 70，如果上游继续涨价或者持续位于高位，有可能将压制相关行业的生产和资本开支。**3 月制造业和非制造业的业务活动预期指数均从高位出现小幅回落，可能就与原材料价格上涨压力加大有关。**

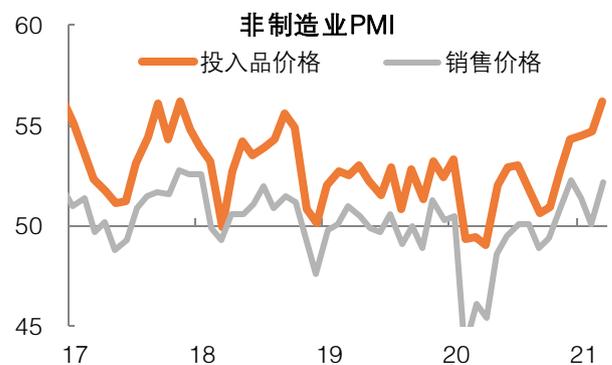
总的来说，当前经济增长的动能依然较强，出口的带动作用显著，制造业回到被动去库存阶段，就业形势也积极向好。目前经济的主要问题是结构性的，包括大型企业和中小企业的分化、国企和民企的分化、消费和工业的分化。3 月小型企业 PMI 从 48.3 回升到 50.4，站上了荣枯线，它的生产经营活动预期指数也大幅上升到了 58.4，与大、中型企业差异几乎完全收敛，这是个积极信号，但需进一步观察这种改善的持续性。另一问题集中在过高的原材料价格上，企业投资扩产可能因此受到抑制。

图表6 3月原材料购进价格指数再创新高



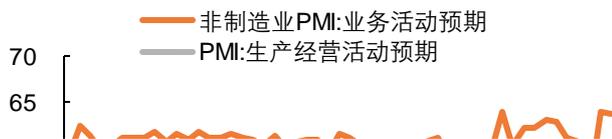
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 3月非制造业投入品价格也继续明显上行

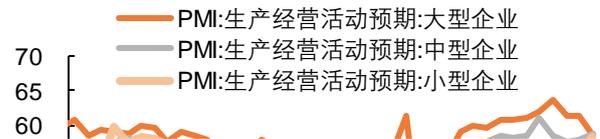


资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 3月制造业和非制造业预期指数高位小幅回落



图表9 3月小型企业经营活动预期明显改善



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_18650

