

2021年3月31日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

·从业资格编号 F3070864

·投资咨询编号 Z0015179

## 制造业景气度回升，经济韧性延续

——3月PMI数据点评

### 内容提要

统计局公布2021年3月PMI数据：官方制造业PMI为51.9，前值50.6，非制造业商务活动指数为56.3，前值51.4。

春节后企业生产恢复加快，制造业景气度显著回升，连续13个月维持扩张区间，制造业产需两端同步扩张，需求端走强带动生产加快，量价齐升，需求走强下企业被动去库，经济动能有所增强。服务业与建筑业景气度业大幅走高，消费需求回暖下服务业加快恢复，出口短期仍有支撑、地产短期韧性、制造业景气度向好，二季度经济环比或超季节性。大宗商品涨价下价格指数回升，再通胀仍在持续，但工业品通胀更多的是供给扰动，核心通胀偏弱下对货币政策约束有限。

1. 制造业产需两端同步扩张，需求走强带动生产走高，供需结构向好。需求端走强推动企业被动去库，库存周期有望从被动去库向主动补库转换，经济动能增强。

2. 海外经济复苏节奏加快提振外需，叠加国内产需加快释放，进出口重回扩张区间。外需对国内二季度出口仍有正向推动，而随着海外供给的恢复，替代性出口回落，下半年出口或存下行压力。

3. 大宗商品涨价下价格指数回升，再通胀仍在持续，但在全球流动性拐点初现下，大宗商品上涨最快的阶段或已过去，不过预计在需求改善阶段上游价格仍将维持震荡偏强。

4. 基数效应下二季度PPI同比仍处于加速上行阶段，但工业品通胀更多的是供给扰动，本轮PPI上行并未伴随核心通胀的回升，核心通胀偏弱下对货币政策约束有限。

5. 非制造业活动明显回升，消费需求回暖下服务业加快恢复，建筑业景气度也重返高位。

### 风险提示

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

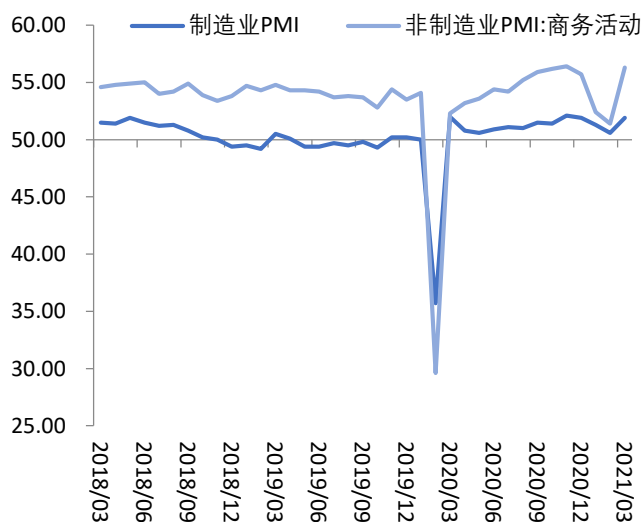


统计局公布 2021 年 3 月 PMI 数据：官方制造业 PMI 为 51.9，前值 50.6，高于上月 1.3 个百分点；非制造业商务活动指数为 56.3，高于上月 4.9 个百分点；综合 PMI 产出指数为 55.3，高于上月 3.7 个百分点。

**核心观点：**

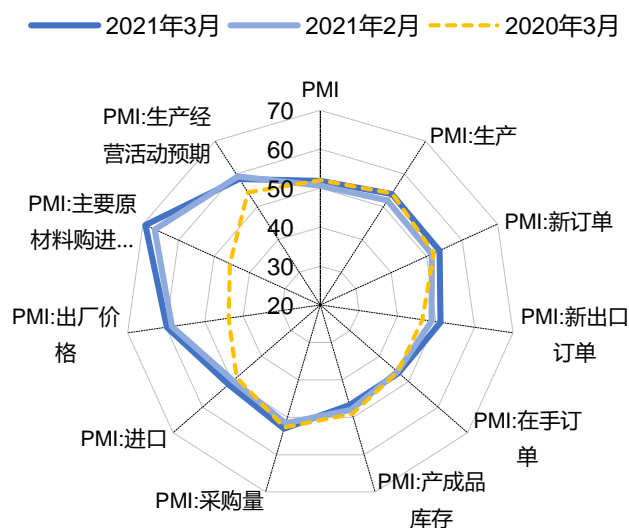
春节后企业生产恢复加快，制造业景气度显著回升，连续 13 个月维持扩张区间，制造业产需两端同步扩张，需求端走强带动生产加快，量价齐升，需求走强下企业被动去库，经济动能有所增强。服务业与建筑业景气度业大幅走高，消费需求回暖下服务业加快恢复，出口短期仍有支撑、地产短期韧性、制造业景气度向好，二季度经济环比或超季节性。大宗商品涨价下价格指数回升，再通胀仍在持续，但工业品通胀更多的是供给扰动，核心通胀偏弱下对货币政策约束有限。

图 1：官方 PMI 指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：官方制造业 PMI 分项



资料来源：Wind，优财研究院

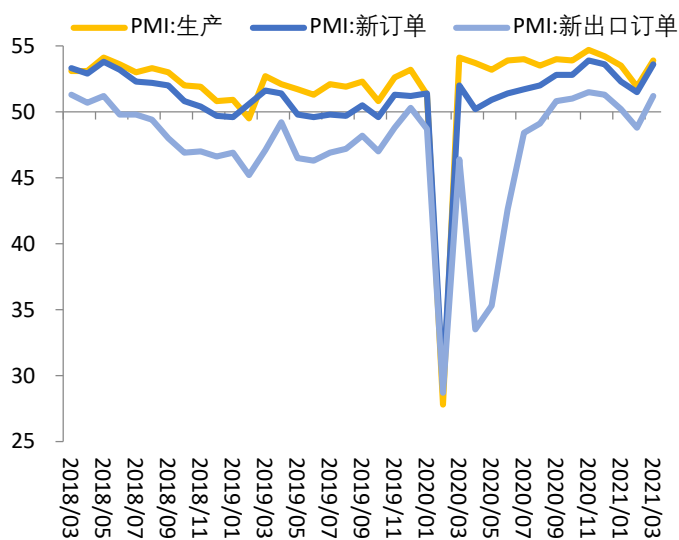
### 1. 制造业产需两端同步扩张，供需结构向好。

3月生产指数和新订单指数分别为53.9%和53.6%，分别高于上月2.0和2.1个百分点，制造业产需两端同步扩张，供需结构向好。分行业来看，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新订单与生产指数均高于55.0%，部分行业产需两端景气度上升较快。

### 2. 需求端走强推动企业被动去库，经济动能有所增强。

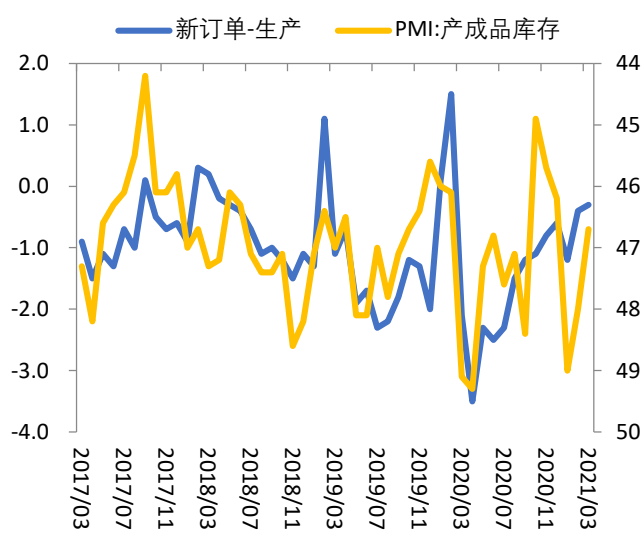
3月产成品库存指数下降1.3个百分点，“订单-生产”走高，需求端走强推动企业被动去库，库存周期有望从被动去库向主动补库转换。原材料库存指数回升反应企业积极备货，同时“订单-库存”指标所代表的经济动能也有所增强，有望带动价格指数继续上行。

图 3：生产和新订单指数



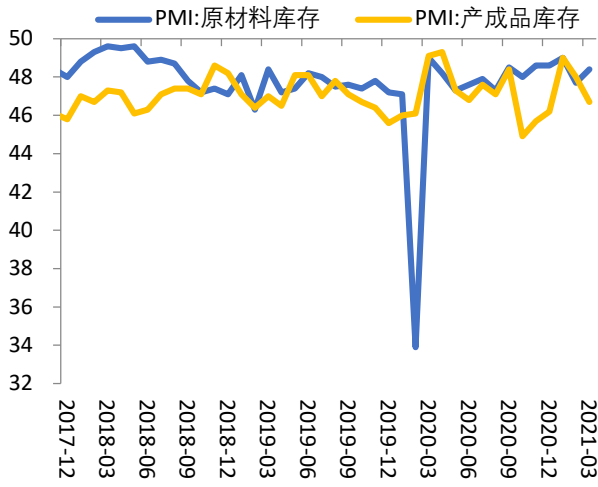
资料来源：Wind，优财研究院

图 4：需求带动生产走强



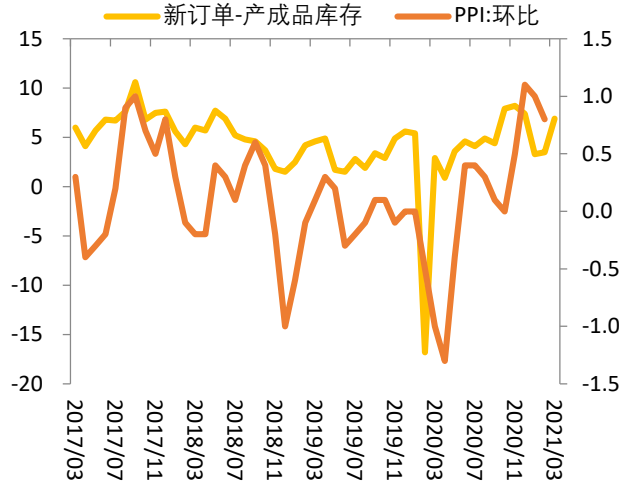
资料来源：Wind，优财研究院

图 5：原材料和产成品库存指数



资料来源：Wind，优财研究院

图 6：经济动能走强

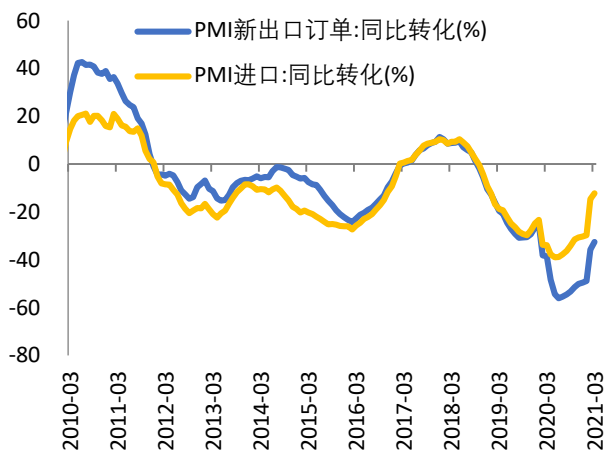


资料来源：Wind，优财研究院

3. 海外经济复苏节奏加快提振外需，叠加国内产需加快释放，进出口重回扩张区间。

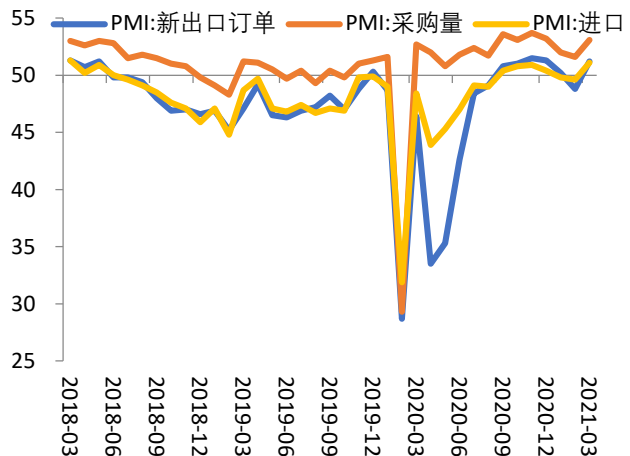
本月新出口订单和进口指数分别回升 2.4 和 1.5 个百分点，均回到 50 的荣枯线上方，春节后企业采购加快提振进口指数达到近 3 年新高。海外疫苗逐步接种下经济复苏节奏加快，美债实际利率回升下 10Y 美债收益率上行突破 1.7% 关口，美国经济修复预期回升。同时美国 1.9 万亿财政刺激落地，外需对国内二季度出口仍有正向推动，而随着海外供给的恢复，替代性出口回落，下半年出口或存下行压力。

图 7：新出口订单和进口指数 PMI 同比转化 (%)



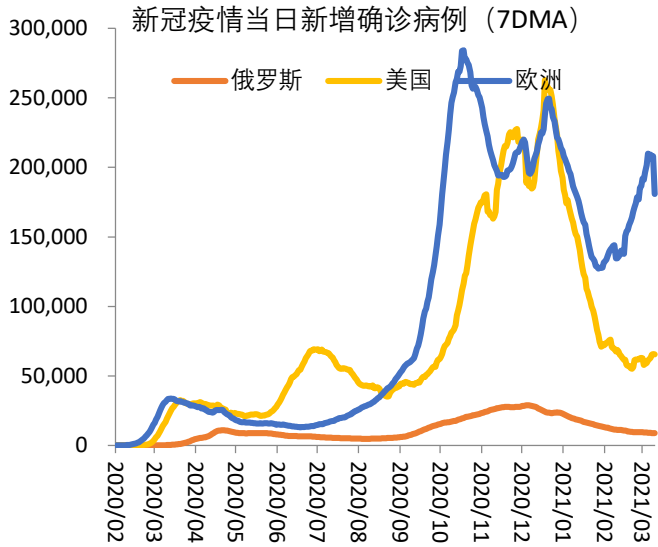
资料来源：Wind，优财研究院

图 8：新出口订单、采购量、进口指数



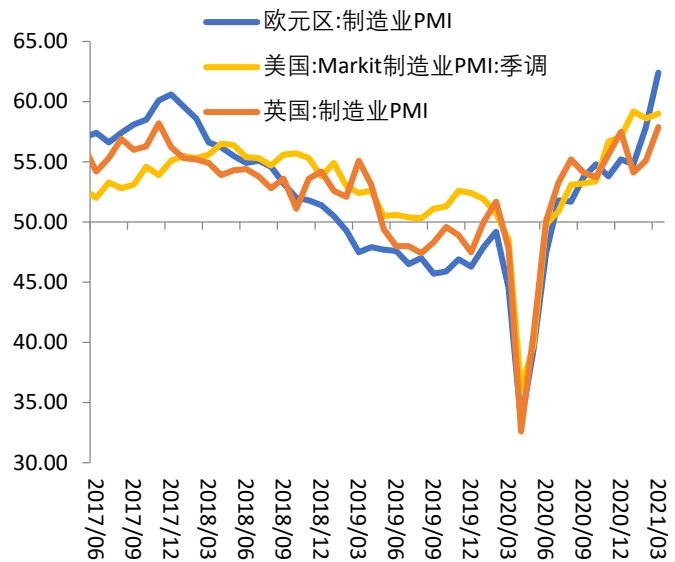
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：海外新增确诊病例（例）



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：欧美 PMI 继续回升



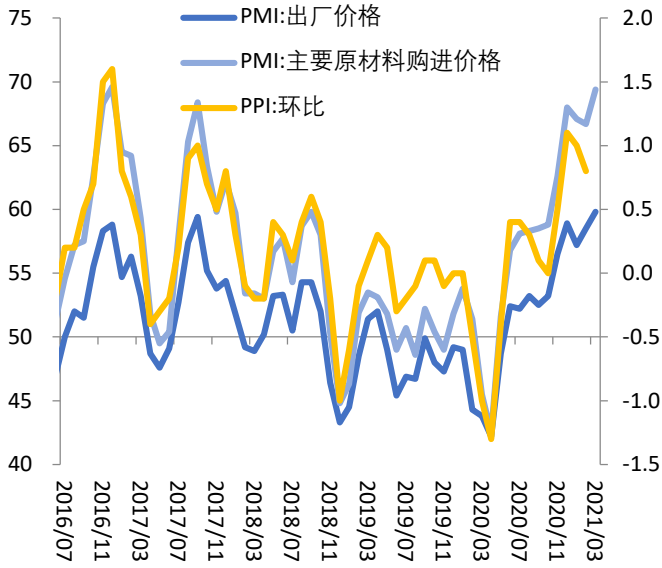
资料来源：Wind，优财研究院

4. 大宗商品涨价下价格指数回升，再通胀仍在持续，但成本推动的价格上涨难以向下游传导，对货币政策约束有限。

3 月价格指数创疫情以来新高，原材料购进价格指数 69.4%，出厂价格指数 59.8%，分别回升 2.7 个和 1.3 个百分点。复苏预期下一季度大宗商品涨价加快，但在全球流动性拐点初现下，大宗商品上涨最快的阶段或已过去，不过预计在需求改善阶段上游价格仍将维持震荡偏强。

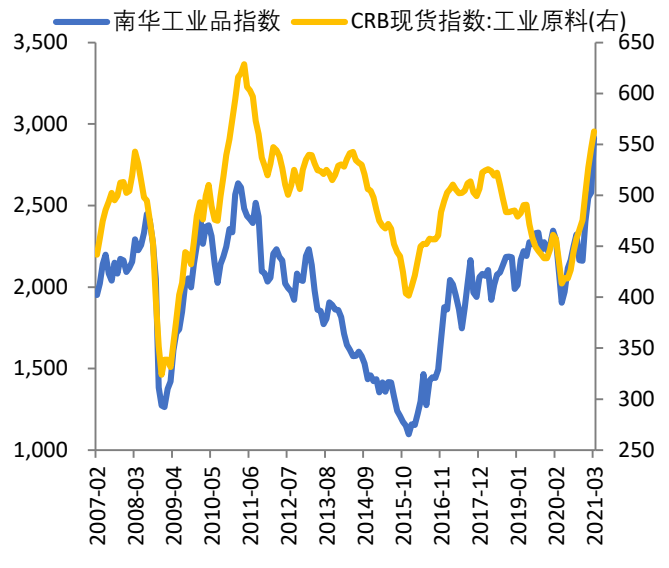
本轮工业品通胀更多地来源于海外供求错位，以及去年的低基数效应，从国内来看，叠加基数效应，二季度 PPI 同比仍处于加速上行阶段。但本轮 PPI 上行并未伴随核心通胀的回升，当前价格回升主要仍集中在上游生产资料领域，下游生活资料 and 核心通胀仍然偏弱，成本推动的价格上涨难以向下游传导，对货币政策约束有限。

图 11: 原材料购进和出厂价格指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 大宗商品快速上涨



资料来源: Wind, 优财研究院

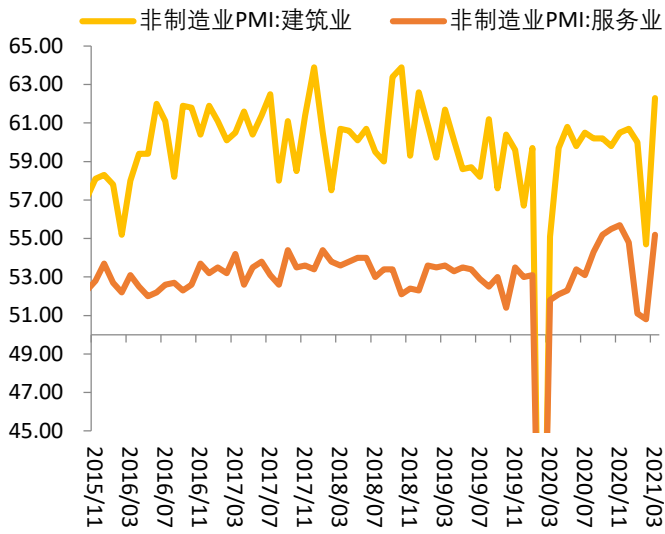
### 5. 消费需求回暖下服务业加快恢复，非制造业活动明显回升。

3 月非制造业商务活动指数为 56.3%，较上月上升 4.9 个百分点，非制造业扩张明显加快，其中服务业和建筑业景气度均有明显回升。3 月服务业商务活动指数为 55.2%，高于上月 4.4 个百分点，且新订单也创历史新高，疫情防控成果巩固下服务业景气度升至高位，消费需求释放推动服务业加快恢复。受年初局部疫情影响较大的住宿、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数均回升至景气区间，行业经营状况明显改善。

### 6. 建筑业景气度重返高位

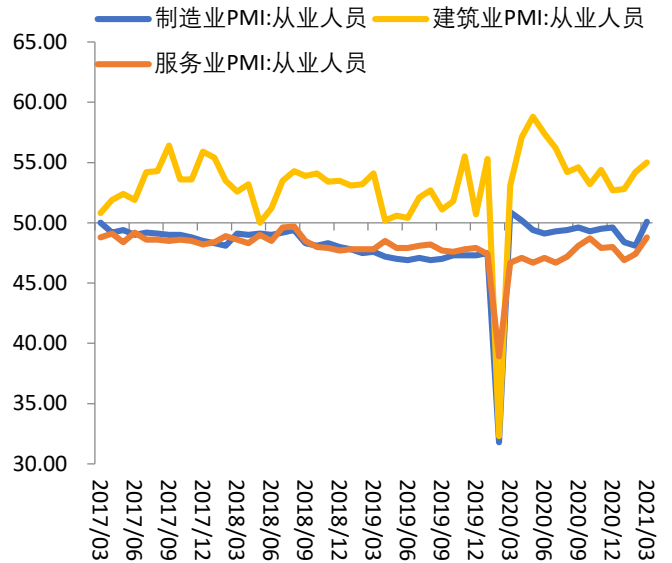
3 月份天气转暖下企业集中开工、建筑业施工进度加快，建筑业景气度重返高位，3 月建筑业商务活动指数高于上月 7.6 个百分点，升至 62.3%。3 月份地产投资仍不弱、基建投资边际转强，年初房贷投放较快下短期地产韧性仍存，但在房贷集中度管理下后续额度受限，下半年房企资金面压力加大，房地产投资下行风险增加。

图 13: 非制造业 PMI



资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 从业人员指数



资料来源: Wind, 优财研究院

## 7. 风险提示:

全球通胀预期加速回升, 流动性收紧超预期, 信用收缩节奏超预期

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。