

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

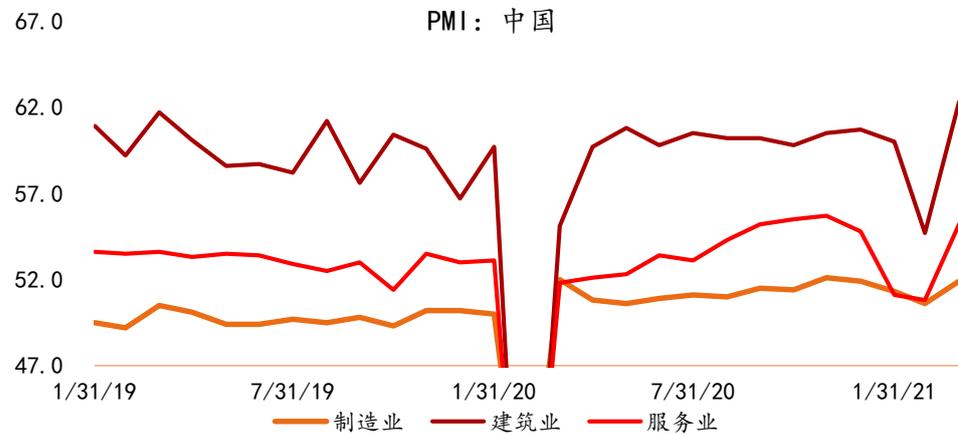
相关研究

- 商品价格已是强弩之末，随时准备空
- 经济拐点就在当下
- CPI 双双转正，PPI 超预期回升
- 1-2月出口料见顶回落，股弱债强趋势将形成

- 3月制造业PMI指数51.9，预期51.2，前值50.6；非制造业PMI56.3，预期52，前值51.4，均出现明显的季节性反弹，服务业景气度在疫情得到控制环境下显著提升，整体表现供需两旺。
- 受季节性因素干扰，三月PMI数据超预期程度存疑，历史上往往在春节后一个月的开工旺季表现出明显的数据回升，2011年以来除2020年受疫情影响外均在春节后一个月出现明显反弹。
- PMI数据的月度更新一定程度上掩盖了日度变化趋势，大宗商品价格于2月26日见顶随后下行，但月度商品价格指数由于二月前期的低基数反而上行，掩盖了需求出现下滑的真实情况，可能3月数据虽然高企，但日度实际经济需求已经下行。
- 总体来看，3月经济表现出季节性回暖，厂商在去库存情况下保持出厂价格的提升，市场需求表现较强，采购量随之提升，产成品库存连续两月下降，原材料库存则有所上升，企业存在一定的补库意愿。
- 3月PMI高企反映当月整体宏观经济景气水平高于二月，但实际需求可能已经见顶，可从PMI生产经营活动预期指数的下行得到验证，维持对于经济下行的判断。

3月制造业 PMI 指数回升 1.3 个点至 51.9，预期 51.2；非制造业 PMI 56.3，回升 4.9 个点，预期 52，服务业 PMI 55.2，疫情得到控制下服务业消费加速回暖，另外随着进入开工旺季，建筑业 PMI 回升 7.6 个点至 62.3，生产和需求双高推动经济景气度反弹。

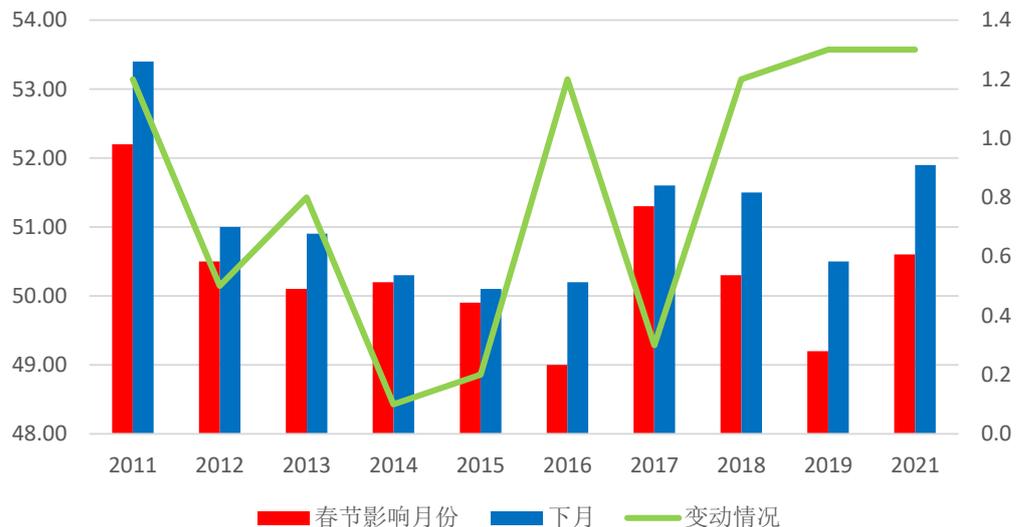
图 1：3 月 PMI 季节性反弹



资料来源：Wind, 首创证券

但是也需注意到，三月 PMI 数据回暖本身存在较强季节性，二月份数据一般表现为低基数，往往在春节后一个月的开工旺季表现出明显数据回升，2011 年以来除了 2020 年受疫情影响外其他年份在春节后一个月均出现明显反弹。

图 2：春节因素影响明显



资料来源：Wind, 首创证券

另外，我们需要关注日度与月度数据之间可能存在的背离，3 月 PMI 数据的确表现出一定的超预期，但 PMI 数据的月度滞后更新一定程度上掩盖了日度变化趋势，以下图南华工业品指数为例，南华工业品指数在 2 月 25 日已经见顶下行，从顶部 2968 点回落至 3 月 24 日 2745 点，大宗商品价格已经处于下行区间，但月度平均值数据由于二月前

期的低基数反而上行，掩盖了需求实际出现下滑的真实情况。

图 3：日度数据与月度的分化

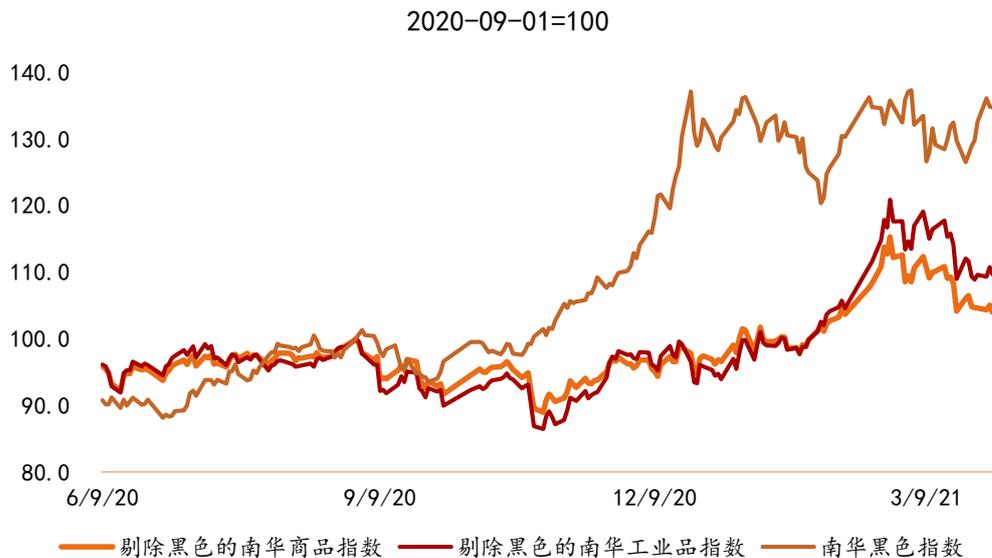


资料来源: Wind, 首创证券

另外, 黑色金属产业链占南华工业品指数权重达到了 33.9%, 受碳中和政策的影响, 可能的限产情况导致黑色金属价格上行明显, 经济体真实需求下的大宗商品价格甚至更低, 我们剔除黑色金属产业链后得到调整后的指数对比如下, 剔除黑色金属产业链价格波动影响因素后商品价格走势更弱。

以上南华工业品指数的日度月度数据背离可引申出其他宏观经济指标也存在类似滞后指标与当前经济走势背离的情况。PMI 数据无法跟踪日度的经济走势, 因此可能 3 月数据虽然高企, 但日度实际经济需求已经下行。

图 4：南华工业品指数及剔除黑色产业链后工业品指数（令 9 月 1 日指数=100）

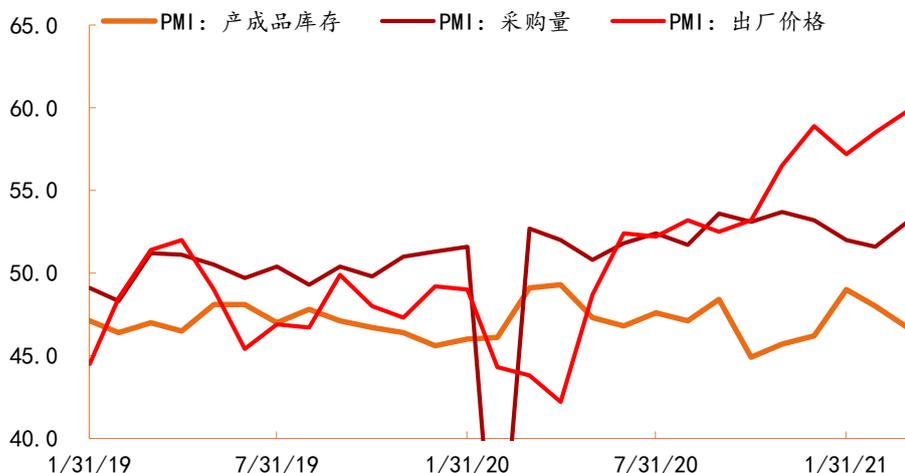


资料来源：Wind, 首创证券

分项数据方面，其中生产景气度回暖，上升 2 个点至 53.9；订单方面，新订单指数回升 2.1 个点至 53.6，新出口订单指数重回荣枯线以上，从前值 48.8 回升至 51.2；厂商采购量指数 53.1，较前值回升 1.5 个点；库存方面，产成品库存进一步下行至 46.7，原材料库存则回升 0.7 达 48.4。价格方面，出厂价格则继续上行 1.3 个点至 59.8，创下分项数据最高值，受大宗商品价格上涨影响主要原材料购进价格进一步升至 69.4，创 2016 年末以来新高。

总体来看，3 月经济表现出季节性回暖，厂商在去库存情况下保持出厂价格的提升，市场需求表现较强，采购量随之提升。产成品库存连续两月下降，原材料库存则有所上升，企业存在一定的补库意愿。

图 5：厂商库存去化，出厂价格提升



资料来源：Wind, 首创证券

价格方面，历史上原材料购进价格指数与 PPI 环比数据相关性较高，虽然 PMI 原材料购进价格指数小幅上行，但随着大宗商品价格于 2 月底见顶，3 月整体回落震荡，我们判断价格进一步上行动能减弱，未来 PPI 将环比出现下行。

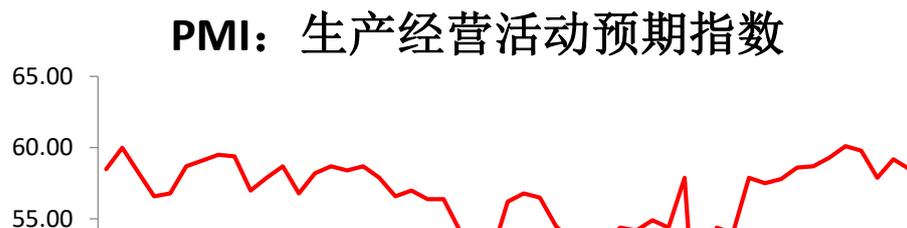
图 6：PMI 原材料购进价格指数与 PPI 环比相关性较高



资料来源：Wind, 首创证券

3 月 PMI 高企反映当月整体宏观经济景气水平高于二月，但实际需求已经见顶，只是综合水平高于上月，可以从 PMI 生产经营活动预期指数中得到验证，在整体生产、需求分项指数均高于上月的情况下反而下行 0.7 个点至 58.5，因此我们继续维持经济下行的判断。

图 7：PMI 生产经营活动预期指数小幅下行



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_18608



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>