

总量研究

符合历史规律，未必构成趋势

——2021年3月PMI数据点评及债市观点

要点

事件

2021年3月31日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了3月中采PMI指数。3月份中国制造业PMI为51.9%，比2月上升1.3个百分点；非制造业商务活动指数为56.3%，比2月上升4.9个百分点；综合PMI产出指数为55.3%，比2月上升3.7个百分点。

点评

制造业：指数较上月提升明显，符合春节后产需加快释放的历史规律，后续未必构成趋势。春节过后，国内市场产需一般会加快释放，因此3月制造业PMI指数往往较高。今年3月PMI指数较2月出现明显提升并不鲜见，后续未必构成趋势。生产指数回升明显，预示供给端回到更好通道。内外需指数均有明显提升，但进口同样出现大幅上升，尚不能证伪“订单归集效应减退”。两项价格指数继续升至近年高点，但原材料价格上涨快于成品价格，不利于企业提升盈利能力。两项库存一升一降，但企业仍处在主动补库存阶段。中小企业PMI景气度有所好转，但仍需要进一步关注。

非制造业：扩张有所加快，需求和用工均有较快提升。3月非制造业商务活动指数为56.3%，比2月上升4.9个百分点，连续2个月下降后，本月重新转升。从行业来看，春节假期结束后，建筑业和服务业活动指数均明显回升。3月非制造业新订单指数为55.9%，比2月上升7.0个百分点，市场需求增加。3月非制造业从业人员指数为49.7%，比2月回升1.3个百分点，用工景气度继续回升，但目前仍处于荣枯线以下。

债市观点

随着疫苗接种范围的进一步扩大，后续经济继续恢复仍然是主基调，而全球出口格局的变化将是影响我国经济复苏非常关键的因素。从目前来看，一季度经济数据大概率较好，出现超预期情况的概率也不小，但这与今年出现的一些新情况有关，需要谨慎看待。我们预计未来一段时间10Y国债收益率将运行于[3.0%,3.3%]之间，大幅向上和向下突破的难度均较大。

风险提示

目前新冠疫苗接种范围在扩大，美国新财政刺激计划落地，但后续全球经济复苏的不确定因素仍然存在；国内经济仍处于复苏进程中，但后续演变也有不少不确定性，疫情带来的衍生风险不能忽视。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-58452070

weiwu@ebsecn.com

联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016
010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

相关研报

需求指数继续回落——2021年2月PMI数据点评及债市观点（2021-02-28）

外需回落致需求减弱，小企业情况在改善——2021年1月PMI数据点评及债市观点（2021-01-31）

指数高位自然回落，价格环境有喜有忧——2020年12月PMI数据点评及债市观点（2020-12-31）
普遍改善预示复苏加快，但就业仍显不足——2020年11月PMI数据点评及债市观点（2020-11-30）

价格环境改善，小企业和就业问题仍存——2020年10月PMI数据点评及债市观点（2020-10-31）

供需皆向好但价格是隐忧——2020年9月PMI数据点评及债市观点（2020-09-30）

1、事件

2021年3月31日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了3月中采PMI指数。3月份中国制造业PMI为51.9%，比2月上升1.3个百分点；非制造业商务活动指数为56.3%，比2月上升4.9个百分点；综合PMI产出指数为55.3%，比2月上升3.7个百分点。

2、点评

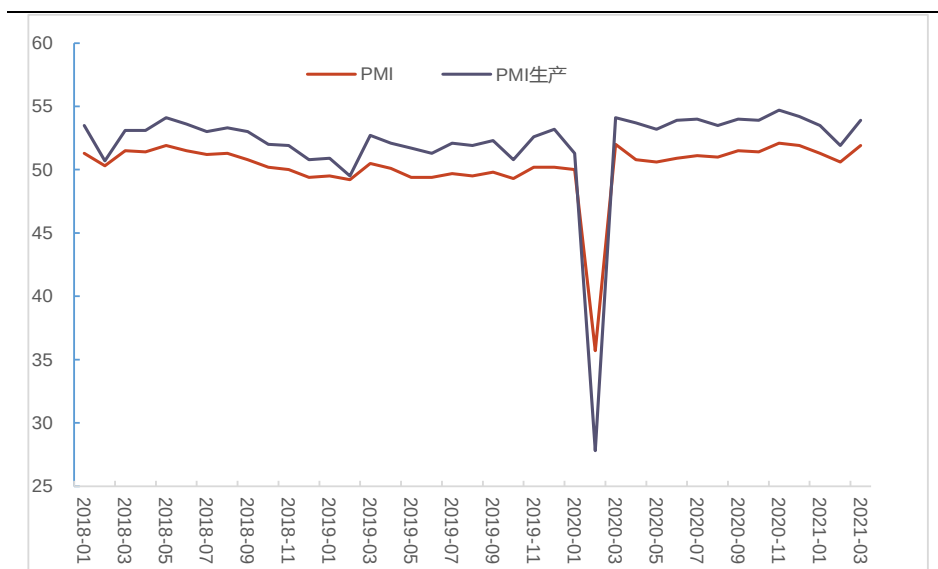
制造业：指数较2月提升明显，但符合春节后产需加快释放的历史规律，后续未必构成趋势

3月份中国制造业PMI为51.9%，连续13个月位于荣枯线以上，比2月上升明显（上升了1.3个百分点），连续3个月回落后本月重新向上，制造业景气度有所扩大。我国春节假期的时间虽会有一定的变动，但一般均处于1月下旬至2月中旬。由于春节过后，国内市场产需一般会加快释放，因此3月制造业PMI指数往往较高。从历史数据来看，3月制造业PMI指数往往较2月有明显的提升。2018、2019年这两年，当年3月制造业PMI指数较同年2月制造业PMI指数分别提高1.2、1.3个百分点，同样出现了明显的提升。而如果将观察区间扩大，2005至2019年，当年3月制造业PMI指数较同年2月制造业PMI指数提升的均值为2个百分点。因此，今年3月PMI指数较2月出现明显提升并不鲜见，后续未必构成趋势。

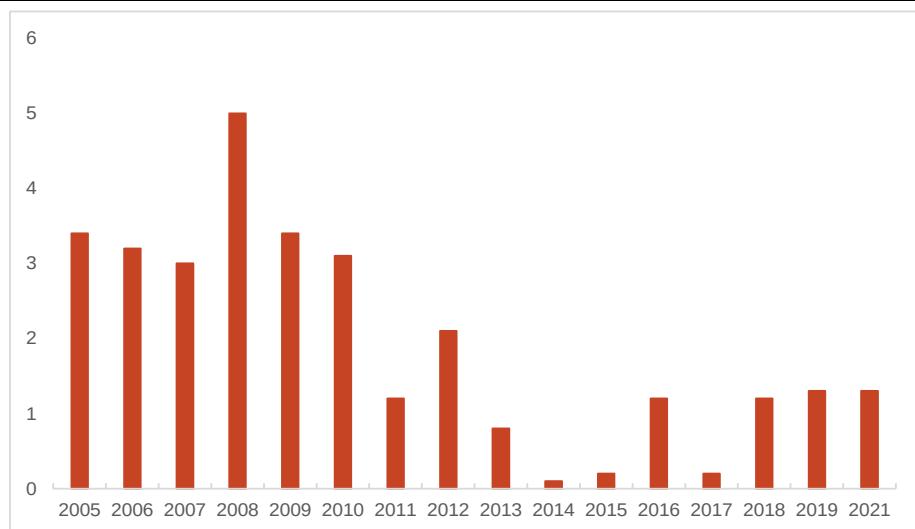
从分项来看，制造业在相关分项中均呈现出景气度扩大的情况：

生产指数回升明显，预示供给端回到更好通道。2月，由于春节假日因素，加上需求也有一定程度减慢，PMI生产指数较1月回落1.6个百分点，回落比较显著。3月，制造业生产指数为53.9%，比2月提升了2个百分点，提升的幅度较大。

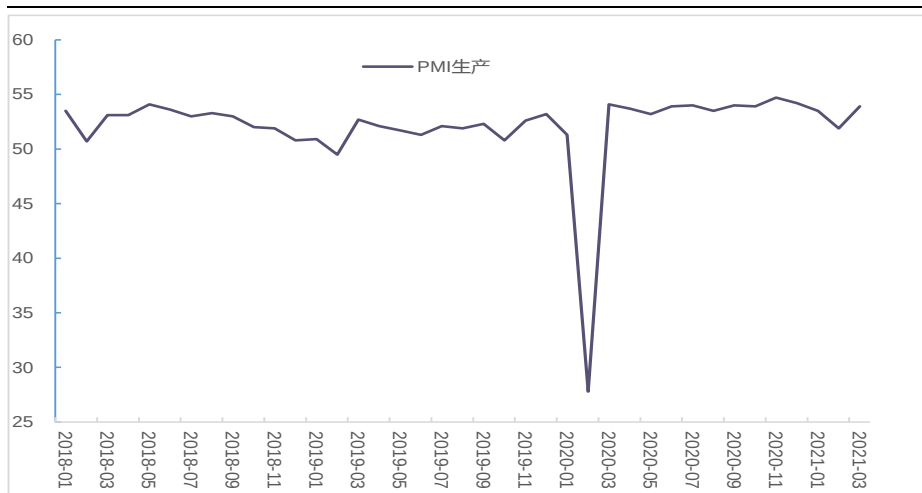
图表 1：3月制造业PMI较2月出现显著上升，制造业景气度有所扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位为%，数据截至2021年3月

图表 2：从历史数据来看，今年 3 月制造业 PMI 较 2 月提升的幅度并不高


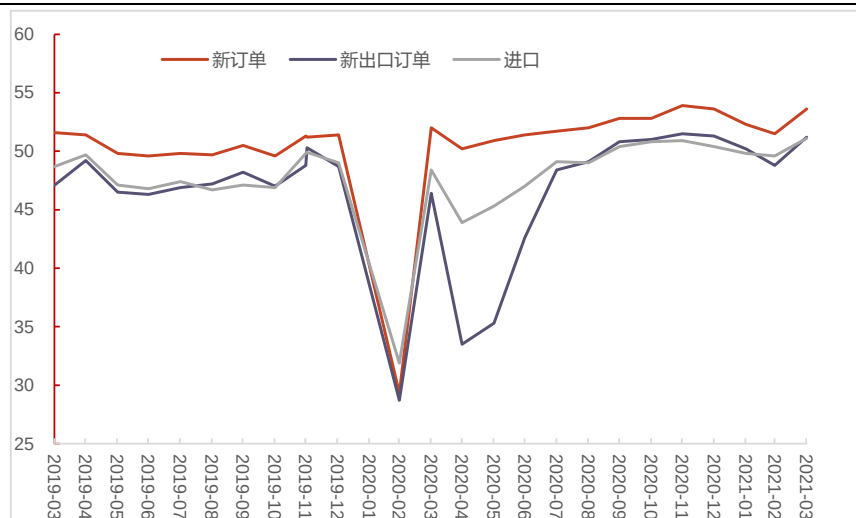
资料来源：Wind，光大证券研究所 注：纵轴指示的是当年 3 月制造业 PMI 指数较同年 2 月制造业 PMI 指数变动情况，单位为百分点。

图表 3：3 月制造业生产明显提升


资料来源：Wind，光大证券研究所 单位为%，数据截至 2021 年 3 月

内外需指数均有明显提升，但进口同样出现大幅上升，尚不能证伪“订单归集效应减退”。3 月新订单指数为 53.6%，高于上月 2.1 个百分点；本月新出口订单指数为 51.2%，高于上月 2.4 个百分点。新出口订单指数扭转了连续 2 个月的下降趋势。但也需要注意的是，3 月进口指数达到了 51.1%，较 2 月提高了 1.5 个百分点，也出现了明显提升，且升至近年高点。因此，3 月新出口订单指数重新回升，是不是会证伪“订单归集效应减退”这个判断，尚为时尚早。

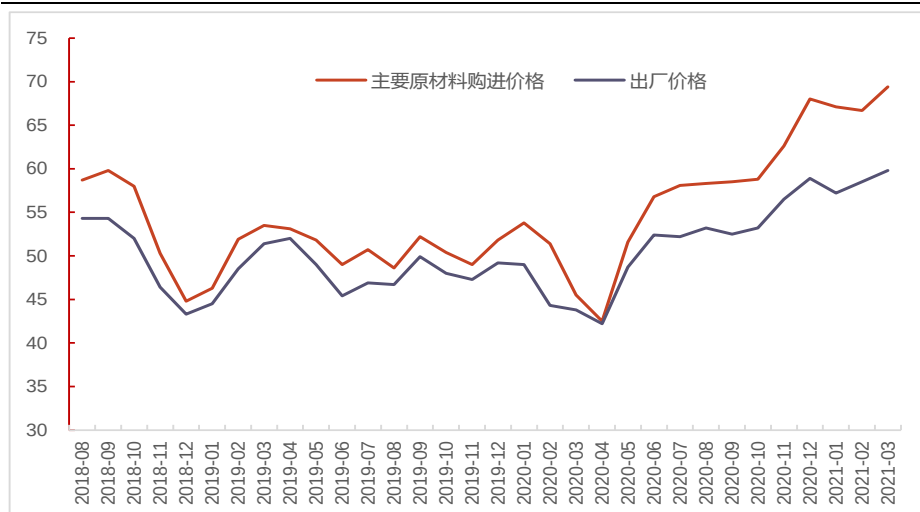
图表 4：3 月内外需指数均出现明显提升



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位为%，数据截至 2021 年 3 月

两项价格指数继续升至近年高点，但原材料价格上涨快于成品价格，不利于企业提升盈利能力。3 月原材料购进价格指数、出厂价格指数分别为 69.4%、59.8%，分别较 2 月变动 2.7、1.3 个百分点。受国际大宗商品价格持续高位运行等影响，两项价格指数均表现抢眼，均升至近年高点。从结构来看，近期月购进价格指数表现更强，表现为其与出厂价格的差值持续处于高位，2020 年 12 月、2021 年 1 月、2 月两者差值分别为 9.1、9.9、8.2 个百分点，3 月两者的差值再次提升至 9.6 个百分点，这样的组合，说明原材料价格上涨快于成品价格，将挤占企业利润。

图表 5：两项价格指数继续升至近年高点

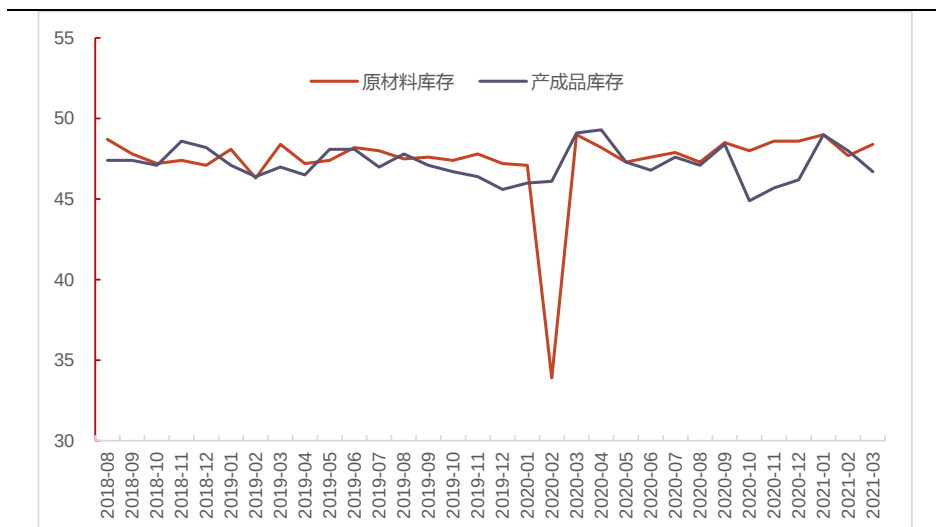


资料来源：Wind，光大证券研究所 单位为%，数据截至 2021 年 3 月

两项库存一升一降，但企业仍处在主动补库存阶段。3 月原材料库存指数、产成品库存指数分别为 48.4%和 46.7%，分别较 2021 年 2 月变动 0.7、-1.3 个百分点，在上游价格上升较快背景下，企业加大了原材料储备，而由于需求较快，因此企业成品端又出现了库存加快消耗的情况，因此使得两项库存指数呈现一升一降这种组合。在前几个月 PMI 数据点评中，我们认为制造业企业目前仍处于主动补库存的阶段。虽然 3 月成品端库存指数有所回落，但主要是需求端消耗过快

导致，而原材料端库存指数上升，也预示成品端库存难以出现持续下降态势，我们认为制造业企业仍处在主动补库存阶段。

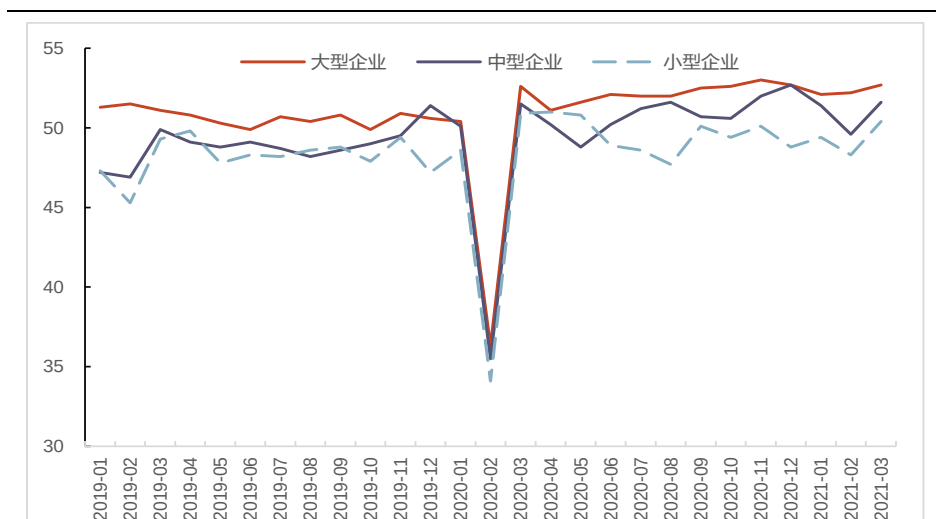
图表 6：3 月原材料库存和产成品库存指数一升一降



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位为%，数据截至 2021 年 3 月

中小企业 PMI 景气度有所好转，但仍需要进一步关注。从企业规模看，3 月大、中、小型企业 PMI 分别为 52.7%、51.6%和 50.4%，较 2 月上升 0.5、2.0 和 2.1 个百分点，均高于临界点。在以往的报告中，我们一直指出，虽然经济整体仍处于复苏阶段，但小企业、个体户等经营情况仍并不理想，小企业 PMI 与整个 PMI 走势同步问题一直为市场所关心。2021 年 1 月大、中型企业 PMI 均在荣枯线以上而小型企业继续在荣枯线以下。2 月，大型企业 PMI 小幅上升，但中、小型企业 PMI 出现明显回落，且均处于荣枯线以下。3 月中、小型企业 PMI 指数出现了明显提升，且均重回荣枯线以上，但正如前文所提到，3 月 PMI 指数一般会较 2 月出现明显提升，因此到底中小企业 PMI 的提升是实际景气度的提升还是只是与时点有关，还需要进一步观察。

图表 7：3 月大中小型企业 PMI 均有一定程度提升



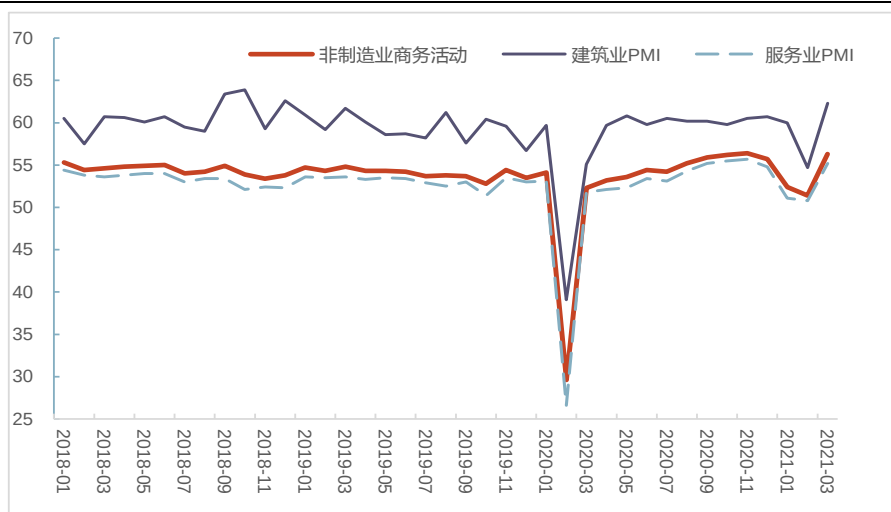
资料来源：Wind，光大证券研究所 单位为%，数据截至 2021 年 3 月

非制造业：扩张有所加快，需求和用工均有较快提升

3月非制造业商务活动指数为56.3%，比2月上升4.9个百分点。非制造业商务活动指数在1、2月月出现连续下降的情况下，本月重新转升，春节后非制造业热度提升。

从行业来看，春节假期结束后，建筑业和服务业活动指数均明显回升。3月建筑业商务活动指数为62.3%，比2月上升7.6个百分点。2月春节假期给建筑业带来的影响较大，表现为2月建筑业商务活动指数较1月下降了5.3个百分点，随着春节假期的结束，以及天气转暖，企业集中开工，建筑业施工进度加快。3月服务业商务活动指数为55.2%，高于2月4.4个百分点。随着疫情防控成果巩固以及疫苗接种范围扩大，消费需求不断释放，服务业加快恢复。

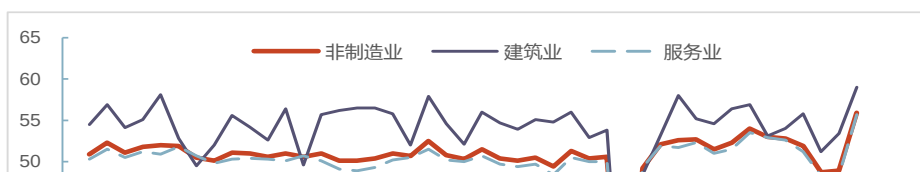
图表 8：3月非制造业商务活动以及主要行业景气度均明显扩大



资料来源：Wind，光大证券研究所 单位为%，数据截至2021年3月

从需求来看，3月非制造业新订单指数为55.9%，比2月上升7.0个百分点，表明非制造业市场需求增加；其中，建筑业新订单指数为59.0%，比2月上升5.6个百分点；服务业新订单指数为55.4%，比2月上升7.3个百分点，均出现提升。

图表 9：3月非制造业新订单指数均现一定上升



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_18665

