宏观研究

经济复苏强劲，暂不存在“滞胀”担忧

—点评 3 月 PMI 数据

宏观事件点评 2021 年 3 月 31 日

报告摘要：

3 月 PMI 显示经济复苏强劲，内生需求不断释放。猪肉价格连续 7 周下跌，大宗商品价格从 3 月初高点后价格回落。我们认为当前经济暂时不存在“滞胀”担忧。

- **相较 1-2 月疫情影响内需不足，3 月 PMI 扩张生产和需求复苏强劲**

3 月制造业生产指数（供给）和新订单指数（需求）分别为 53.9%和 53.6%，较上月上升 2.0 和 2.1 个百分点，反映出了经济内生动力。非制造业尤其是服务业修复超季节性，3 月建筑业和服务业新订单，较上月各上升 5.6 和 7.3 个百分点，疫情过后随着春季生产回暖，双双有超季节性回升。

- **原材料购进价格和出厂价格仍然处于高位**

3 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 69.4%和 59.8%，相比上月各增长了 2.7 和 1.3 个百分点，原因是铜和原油价格 3 月以来持续处于高位，进口价格较高，导致 PMI 购进价格和出厂价格处于高位。。但是随着国际原油供给增加价格下跌，以及美元增强对于铜价抑制，我们预计之后国内大宗商品的价格受国外高价冲击会有所降低。

- **中小型企业修复亮眼，体现出经济景气与活力**

大型企业去库存明显体现出消费不断释放，小型企业采购和补库存明显。3 月小型企业采购量相较上月增长了 11.7 个百分点，产成品库存增加了 7.3 个百分点，相较 2 月份双双回落，3 月份出现大幅度反弹，体现出后疫情时代我国企业生产经营的活力。

- **经济复苏强劲，扩张态势明显，不存在滞胀的担忧**

我国经济在后疫情时代表现出了良好的复苏态势，大概率央行在货币政策上维持紧平衡，宽松的可能性很小，我们仍然要关注 4 月月中的各项经济数据，谨防央行在货币政策上有所收紧，而加剧债券市场整体的震荡。

- **风险提示：**

全球疫情持续恶化，中国政策过快收紧等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

3 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，高于预期 0.7 个百分点，比上月上升 1.3 个百分点。

3 月份，非制造业商务活动指数为 56.3%，较上月回升 4.9 个百分点。

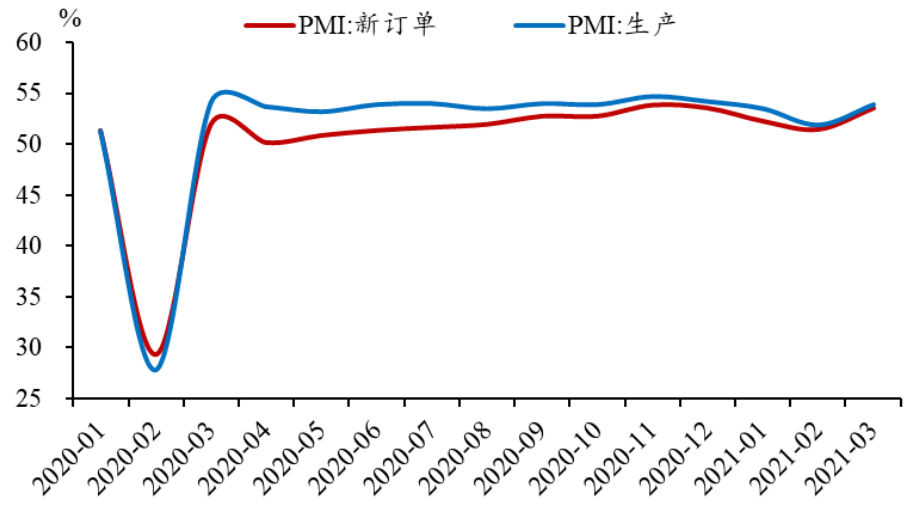
3 月份，综合 PMI 产出指数为 55.3%，比上月上升 3.7 个百分点。

3 月各项 PMI 呈现扩张态势，服务业修复尤其显著，体现出内需不断释放。经济修复强劲，物价方面猪肉价格连续 7 周呈现下跌态势，大宗商品价格受到库存增多影响从 3 月初高点后价格回落，叠加美元走强大宗商品整体价格受到抑制，货币政策紧平衡下，全面通胀风险很小。因此，我们认为当前经济不存在“滞胀”的担忧。

1 PMI 扩张强劲，服务业修复加快，国内消费需求不断释放

制造业生产和需求扩张步伐加快，进出口重返景气区间。如图 1 所示，3 月制造业生产指数（供给）和新订单指数（需求）分别为 53.9%和 53.6%，较上月上升 2.0 和 2.1 个百分点，反映出了经济的内生动力。从行业情况看，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两个指数均高于 55.0%。

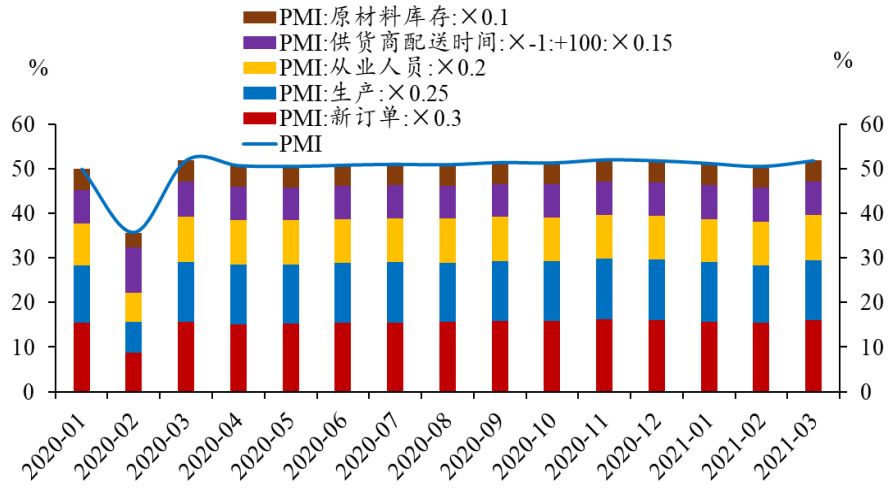
图 1：PMI 生产和需求都有所下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

分解 PMI 制造业，相比前月 3 月各项景气度明显回升。如图 2 所示，3 月 PMI 新订单和生产项目各增长了 0.6 和 0.5 个百分点，生产端修复；从业人员增加了 0.4 个百分点，体现出劳务和生产能力修复强劲，订单配送时间延长（订单配送时间为逆指数），减少体现了上游上产订单增多，企业生产修复活力增强。

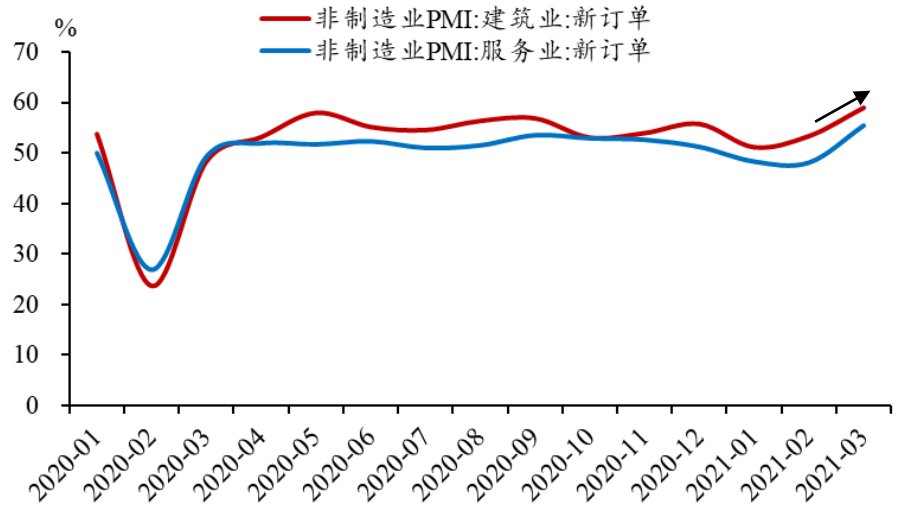
图 2：制造业 PMI 分解后，各项景气度回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

非制造业尤其是服务业修复超季节性，消费需求不断释放。从历年经验来看，2018 年和 2019 年春节，建筑业新增订单在 3 月份都有所回升，分别增长 2.5%和 4.1%，服务业新增订单也有所上升，分别上升 0.5%和 1%，体现出了一定春季修复的特征。但是今年 3 月建筑业和服务业新订单，分别较上月增长 5.6 和 7.3 个百分点，远远超季节性。说明 1-2 月份受到疫情的影响，国内的非制造业需求受到抑制，但是疫情过后随着春季生产回暖，双双复苏明显（见图 3）。

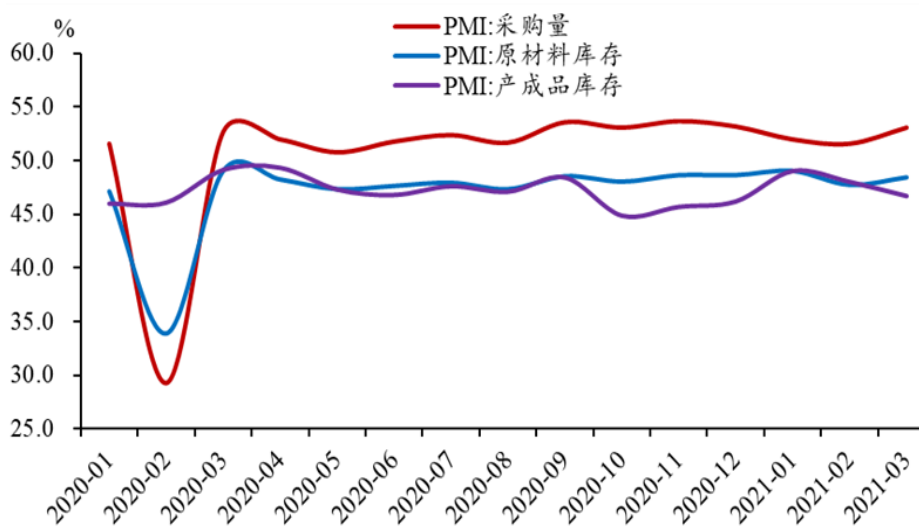
图 3：2021 年 3 月建筑业和服务业新增订单环比双双回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

产成品继续去库存，原材料采购量增加。3 月主要采购量回升 1.5 个百分点到 53.1%，相比于 2 月采购量环比降低，3 月采购回升体现出了生产端持续修复。产成品库存 3 月降低 1.3 个百分点，产成品不断去库存体现出消费端持续修复。（见图 4）。

图 4：产成品持续去库存，原材料采购量增加

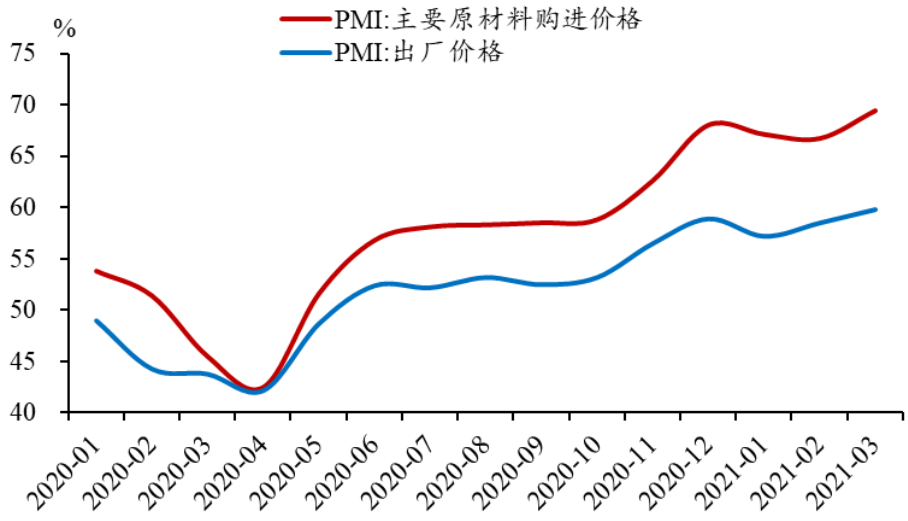


资料来源：Wind，民生证券研究院

2 原材料购进价格和出厂价格仍然处于高位

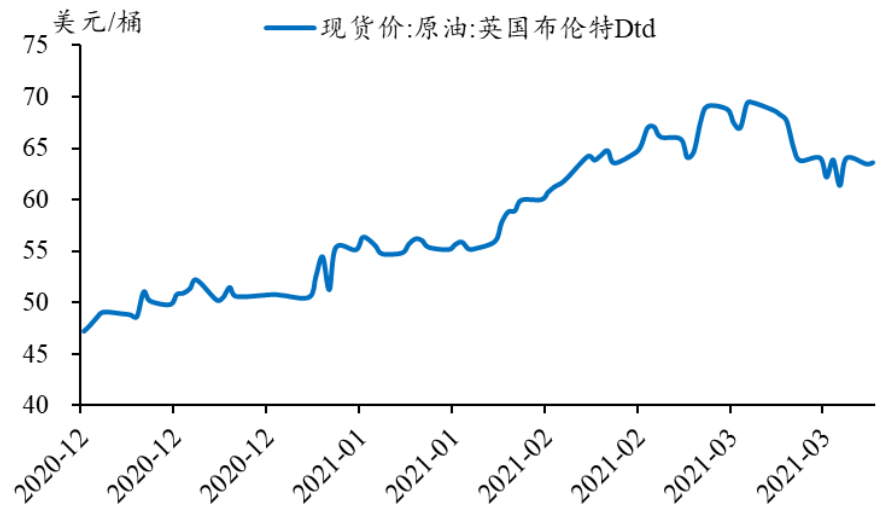
原材料购进价格和出厂价格仍然处于高位。3 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 69.4%和 59.8%，分别比上月增长了 2.7 和 1.3 个百分点（见图 5），我们认为 PMI 价格指数处于高位主要是受到国外大宗商品高涨的影响，例如铜和原油价格 3 月以来持续处于高位，进口价格较高，导致 PMI 购进价格和出厂价格处于高位。**但是随着国际原油供给增加价格回落（见图 6），以及美元增强对铜价有所抑制（见图 7），我们预计之后价格增长预期会有所回落，国内大宗商品的价格受到国外的冲击会有所降低。**同时，有调查企业反映，受境外疫情反复及国际经贸不畅等因素影响，近期部分进口原材料供应不足，价格上涨明显，交货周期延长。

图 5：受国际大宗价格高位影响，3 月出厂价格和购进价格双双下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：原油价格进入 3 月有所回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：铜价进入 3 月有所回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

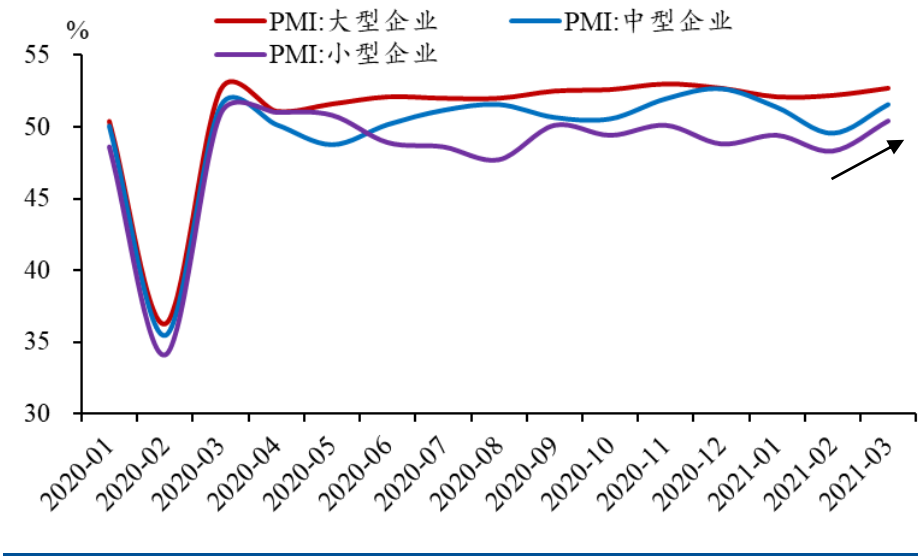
从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、通用设备、专用设备等行业原材料购进价格指数高于 75.0%，化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业出厂价格指数高于 70.0%，相关行业价格承压有所加大。

3 中小型企业修复明显，小型企业表现亮眼，经济复苏具有活力

关于不同体量的企业表现，我们观察到：

一是中小型企业 3 月 PMI 复苏强劲，体现出生产经营活力。如图 8 所示，3 月大中小型企 PMI 都保持在景气区间，大型企业相对上月增长 0.5 个百分点，幅度不大；中型企业相对上月修复 2 个百分点到 51.6%，小型企业 PMI 相对上月修复 2.1 个百分点到 50.40%，表现相对亮眼。3 月份新订单指数，中型企业相较上月增长了 2.8 个百分点，小型企业相较上月增长了 3 个百分点，相较大型企业增长 1.2 个百分点，中小型企业表现更为突出。

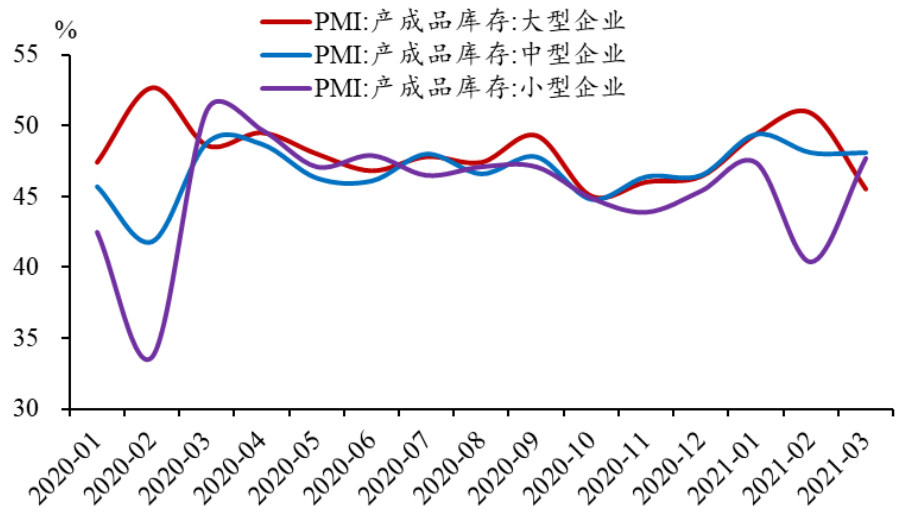
图 8：3 月大型企业、中型企业和小型企业 PMI 都有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

二是相比大型企业去库存明显，小型企业补库存。分析大型企业的 PMI 组成数据来看，我们可以观察到大型企业的采购量从上月 56.8%回落到本月 54.2%，大型企业的产成品库存从上个月 50.9%回落至本月 45.5%（见图 9）。对比可以看出 3 月份大型企业的采购量有所降低，且处于持续去库存，体现出需求端良好。小型企业本月生产经营表现出高景气，采购量相较 2 月增加了 11.7 个百分点，有质的增长；产成品库存增加了 7.3 个百分点；相较 2 月份采购量和产成品库存环比减少 7 个百分点和 7.5 个百分点，3 月份双双大幅度反弹，体现出了疫情后企业的生产经营活力。

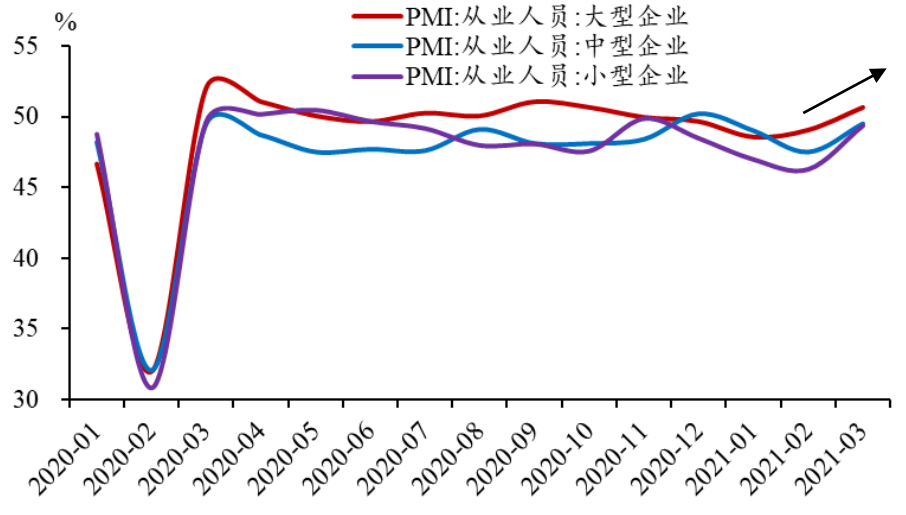
图 9：大型企业去库存明显，小型企业出现补库存



资料来源：Wind，民生证券研究院

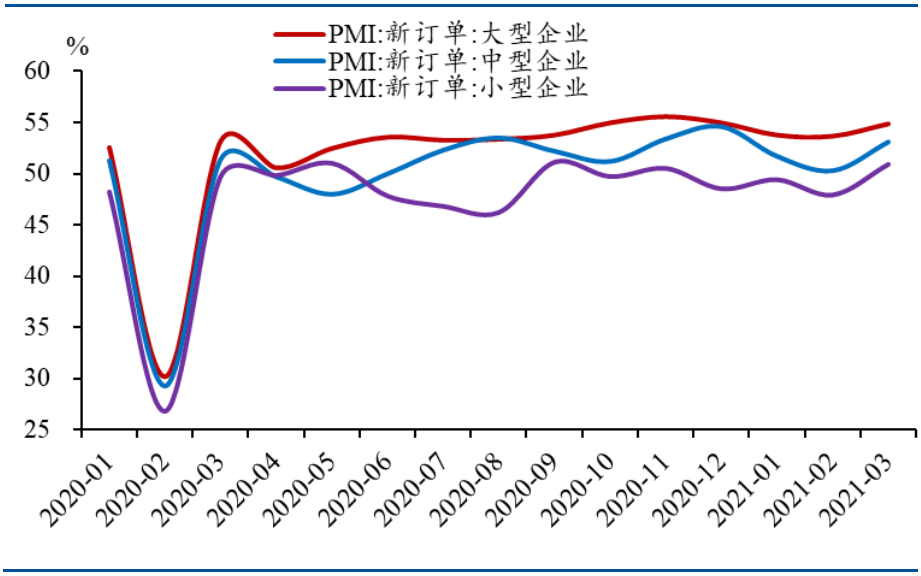
三是小型企业劳务人员和新订单增加突出。由于疫情导致部分员工无法到岗，用工人员需求偏弱，此前 2 月份大中小型企业从业人员 PMI 都低于景气区间，且环比回落。然而，3 月大型企业从业人员指数回升了 1.6 个百分点至 50.7%，中型企业从业人员指数增加 2 个百分点到 49.5%，小型企业从业人员指数增长 3 个百分点到 49.4%（见图 10），小型企业在劳务用人方面增长突出，体现了经济增长的景气与活力。此外，新订单方面，小型企业也表现更为突出（见图 11）。

图 10：大型企业、中型企业和小型企业用工皆有所回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：大型企业、小型企业和小型企业市场需求增加



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 经济复苏强劲，扩张态势明显，暂不存在“滞胀”的担忧

综上所述，我国的经济仍然保持在持续扩张的态势，虽然 1-2 月短期受到了冬季疫情冲击，需求有所放缓，但是 3 月的 PMI 数据显示，无论是原材料采购、劳务从业人员体现出的生产端，还是新订单体现出的需求端，都表明了经济内生动能的持续释放。小型企业表现亮眼，更能体现出经济的内生性活力。

因此，我国经济在后疫情时代表现出了修复的良好态势，大概率央行在货币政策上维持紧平衡，宽松的可能性很小，我们仍然要关注 4 月月中的各项经济数据，谨防央行在货币政策上有所收紧，而加剧债券市场整体的震荡。

风险提示

全球疫情持续恶化，中国政策过快收紧等。

插图目录

图 1：PMI 生产和需求都有所下降 2
图 2：制造业 PMI 分解后，各项景气度回升 3
图 3：2021 年 3 月建筑业和服务业新增订单环比双双回升 3
图 4：产成品持续去库存，原材料采购量增加 4
图 5：受国际大宗价格高位影响，3 月出厂价格和购进价格双双下滑 4
图 6：原油价格进入 3 月有所回落 4
图 7：铜价进入 3 月有所回落 5
图 8：3 月大型企业、中型企业和小型企业 PMI 都有所回升 6
图 9：大型企业去库存明显，小型企业出现补库存 7
图 10：大型企业、中型企业和小型企业用工皆有所回升 7
图 11：大型企业、小型企业和小型企业市场需求增加 8

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。