2021 年 03 月 31 日

宏观研究团队

总量指引有限，亮点在结构

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

景气高点已现、结构分化明显，关注外贸链、服务消费链上部分领域景气改善。

● **制造业 PMI 指数季节性回升，出口链带动中、小企业中枢重回景气扩张区间**

制造业 PMI 指数季节性回升，出口链景气相对较高。3 月，制造业 PMI 指数录得 51.9%，较上月回升 1.3 个百分点；春节因素干扰使得 2 月 PMI 偏低，3 月 PMI 回升幅度基本符合近年来经验规律，2016 年以来春节在 2 月对应 3 月 PMI 回升幅度为 1.2-1.3 个百分点。主要行业来看，专用设备、电气机械、计算机通信电子、化纤橡胶、纺织服装等与出口紧密相关行业，景气较高、PMI 指数上升较快。

不同规模企业景气分化有所收敛，中、小型企业指数重回景气扩张区间。3 月，大、中、小型企业 PMI 指数，分别较上月回升 0.5、2、2.1 个百分点；其中，中、小型企业指数重回景气扩张区间。中小企业景气或受出口提振，3 月 PMI 新出口订单，大型企业回落 1.6 个百分点，而中、小型企业分别回升 7.7 和 13.5 个百分点；类似地，大型企业生产经营预期明显回落，而中、小型企业不同程度回升。

● **产、需指标均回升，生产经营活动预期回落，出口新订单重回景气扩张区间**

生产景气仍处高位，生产经营活动预期回落。3 月，PMI 生产指数 53.9%、较上月上升 2 个百分点，变化幅度低于可比年份均值的 2.6 个百分点，或缘于“就地”过年对生产干扰小于以往同期。3 月，PMI 采购量指标上升 1.5 个百分点、PMI 原材料库存上升 0.7 个百分点到 48.4%，而产成品库存下降 1.3 个百分点至 46.7%，反映生产活动仍在改善；但生产经营活动预期指数较上月回落 0.7 个百分点。

需求指标季节性回升，外需回升略高于内需、出口新订单重回景气扩张区间。3 月，PMI 新订单指数 53.6%、较上月抬升 2.1 个百分点，变化幅度与可比年份均值 2 个百分点大体相当；新出口订单 51.2%、重回景气扩张区间，较前值抬升 2.4 个百分点；在手订单小幅回升 0.5 个百分点至 46.6%。主要行业新出口订单来看，上游化学原料，中游设备制造和电气机械，及下游纺织服装等，改善较为明显。

● **建筑业和服务业指数均显著改善，或缘于投资项目开工、线下活动加快修复等**

非制造业 PMI 显著超季节性回升，建筑业和服务业均改善。3 月，非制造业商务活动 56.3%、较前值回升 4.9 个百分点，高于可比年份均值的 0.6 个百分点。主要行业来看，建筑业 PMI 为 62.3%、较前值回升 7.6 百分点，服务业 PMI 55.2%、较前值上升 4.4 个百分点；其中，受益于线下活动逐步修复，住宿餐饮和交通运输进一步修复，生产资料批发、租赁及商务服务和物流等行业景气回到扩张区间。

重申观点：理性看待年初数据，国内经济高点或已现、结构分化会加大。基数因素等影响下，年初的经济数据包含较多“噪音”，指标层面的“过热”或“过冷”，均不宜过度解读。政策“退潮”下，基建、房地产投资已依次见顶，制造业结构性亮点大于整体表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。经济见顶、“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，对利率债的利好支撑正逐步显现。

● **风险提示：**宏观经济或政策出现明显变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-四月流动性展望》-2021.3.28

《宏观经济专题-低价券，今时不同往日》-2021.3.22

《宏观经济专题-利率债左侧买点已现》-2021.3.21

目　录

1、 制造业 PMI 指数季节性回升，出口带动中小企业景气扩张.....3
2、 产、需指标均回升，生产经营预期回落，出口景气回归扩张.....4
3、 建筑业和服务业显著改善，或缘于开工、线下活动修复等.....5
4、 风险提示.....6

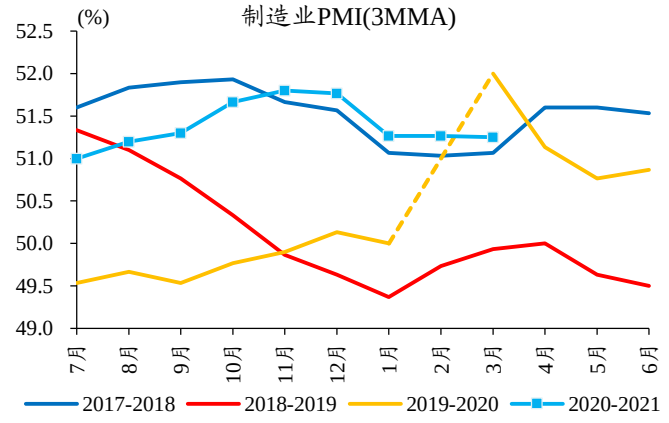
图表目录

图 1: 制造业 PMI 指数季节性回升.....3
图 2: 根据可比年份数据，PMI 回升并未超季节性.....3
图 3: 小型企业景气度恢复至荣枯线以上.....3
图 4: 中小型企业新出口订单指数不同程度回升.....3
图 5: 生产景气程度仍处于高位.....4
图 6: 大型企业和中小型企业生产经营预期指数分化.....4
图 7: 需求指标季节性回升、外需回升略高于内需.....4
图 8: 需求指标未出现明显超季节性.....4
图 9: 非制造业 PMI 明显超季节性回升.....5
图 10: 建筑业 PMI 指数明显改善.....5
图 11: 服务业 PMI 明显改善.....5
图 12: 服务业业务活动预期指数有所回落.....5

1、 制造业 PMI 指数季节性回升，出口带动中小企业景气扩张

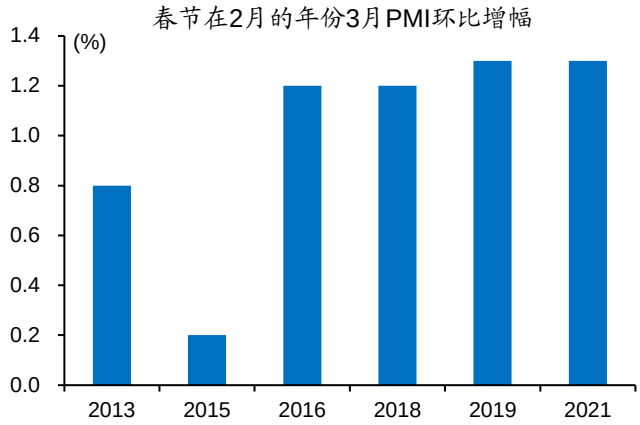
制造业 PMI 指数季节性回升，出口链景气相对较高。3 月，制造业 PMI 指数录得 51.9%，较上月回升 1.3 个百分点；春节因素干扰使得 2 月 PMI 偏低，3 月 PMI 回升幅度基本符合近年来经验规律，2016 年以来春节在 2 月对应 3 月 PMI 回升幅度为 1.2-1.3 个百分点。主要行业来看，专用设备、电气机械、计算机通信电子、化纤橡胶、纺织服装等与出口紧密相关行业，景气较高、PMI 指数上升较快。

图1：制造业 PMI 指数季节性回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

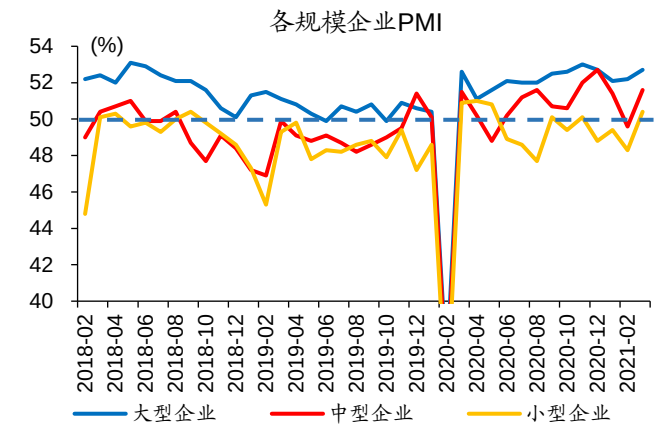
图2：根据可比年份数据，PMI 回升并未超季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

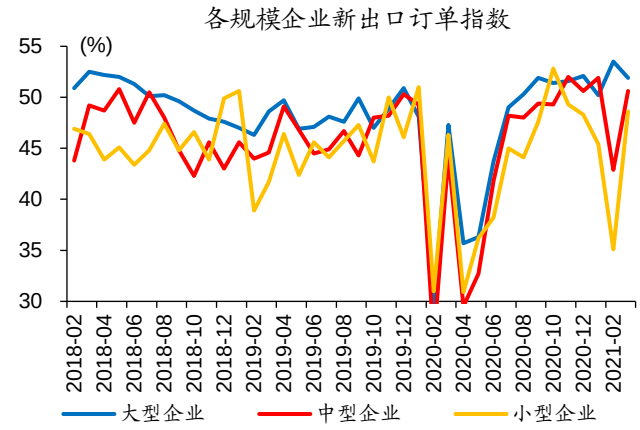
不同规模企业景气分化有所收敛，中、小型企业指数重回景气扩张区间。3 月，大、中、小型企业 PMI 指数，分别较上月回升 0.5、2、2.1 个百分点；其中，中、小型企业指数重回景气扩张区间。中小企业景气或受出口提振，3 月 PMI 新出口订单，大型企业回落 1.6 个百分点，而中、小型企业分别回升 7.7 和 13.5 个百分点；类似地，大型企业生产经营预期明显回落，而中、小型企业不同程度回升。

图3：小型企业景气度恢复至荣枯线以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：中小型企业新出口订单指数不同程度回升

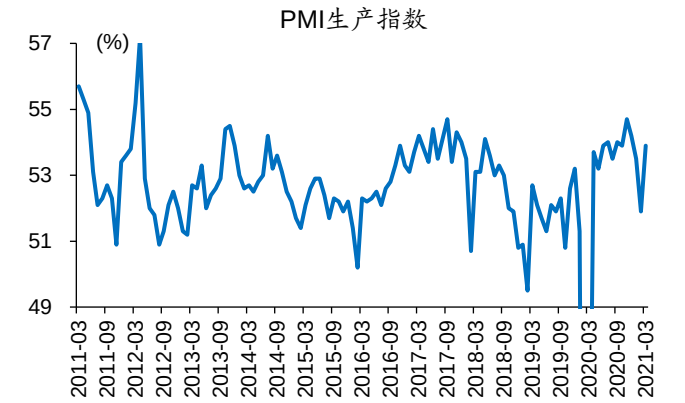


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 产、需指标均回升，生产经营预期回落，出口景气回归扩张

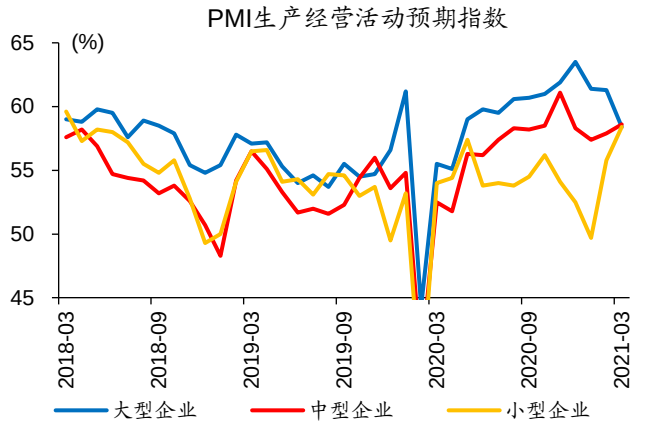
生产景气仍处高位，生产经营活动预期回落。3 月，PMI 生产指数 53.9%、较上月上升 2 个百分点，变化幅度低于可比年份均值的 2.6 个百分点，或缘于“就地”过年对生产干扰小于以往同期。3 月，PMI 采购量指标上升 1.5 个百分点、PMI 原材料库存上升 0.7 个百分点到 48.4%，而产成品库存下降 1.3 个百分点至 46.7%，反映生产活动仍在改善；但生产经营活动预期指数较上月回落 0.7 个百分点。

图5：生产景气程度仍处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

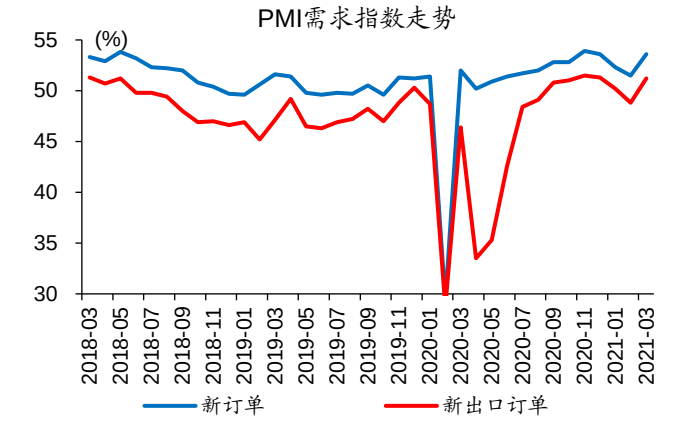
图6：大型企业和中小型企业生产经营预期指数分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

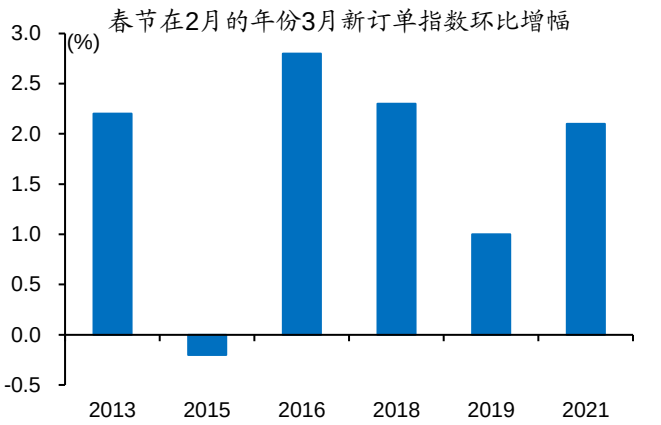
需求指标季节性回升，外需回升略高于内需、出口新订单重回景气扩张区间。3 月，PMI 新订单指数 53.6%、较上月抬升 2.1 个百分点，变化幅度与可比年份均值 2 个百分点大体相当；新出口订单 51.2%、重回景气扩张区间，较前值抬升 2.4 个百分点；在手订单小幅回升 0.5 个百分点至 46.6%。主要行业新出口订单来看，上游化学原料，中游设备制造和电气机械，及下游纺织服装等，改善较为明显。

图7：需求指标季节性回升、外需回升略高于内需



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：需求指标未出现明显超季节性

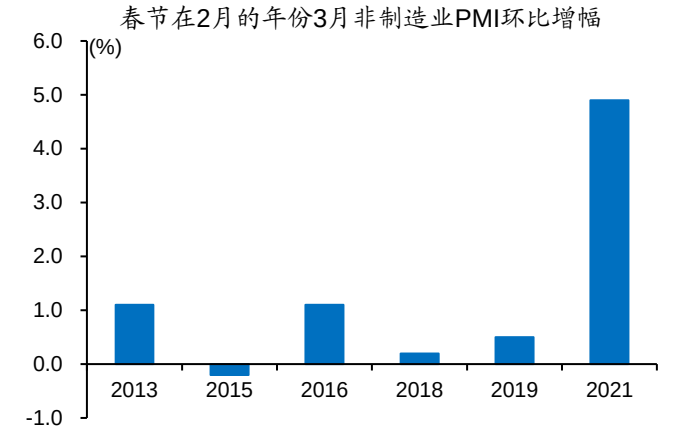


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 建筑业和服务业显著改善，或缘于开工、线下活动修复等

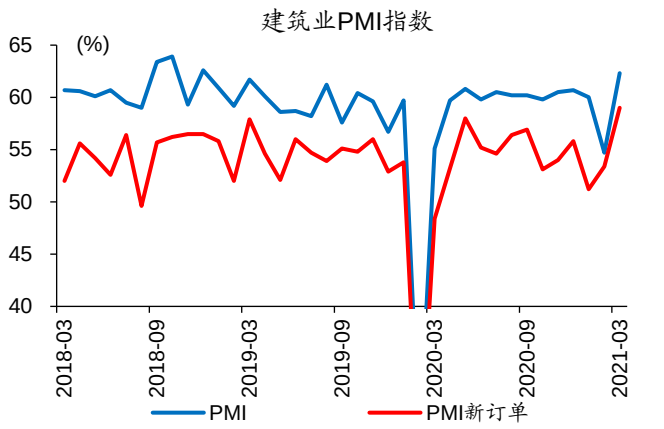
非制造业 PMI 超季节性回升，建筑业明显改善，新订单指数大幅走高，高景气有望延续。3 月，非制造业商务活动指数为 56.3%，较上月上升 4.9 个百分点，高于可比年份均值的 0.6 个百分点，表明非制造业扩张有所加快。建筑业 PMI 为 62.3%、较前值回升 7.6 百分点，可比年份均值为 2.8%；建筑业 PMI 新订单指数为 59、较前值回升 5.6 个百分点，高景气度有望延续。

图9：非制造业 PMI 明显超季节性回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

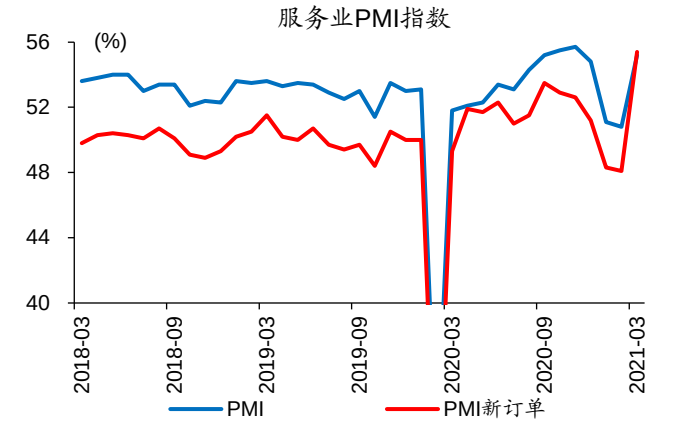
图10：建筑业 PMI 指数明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

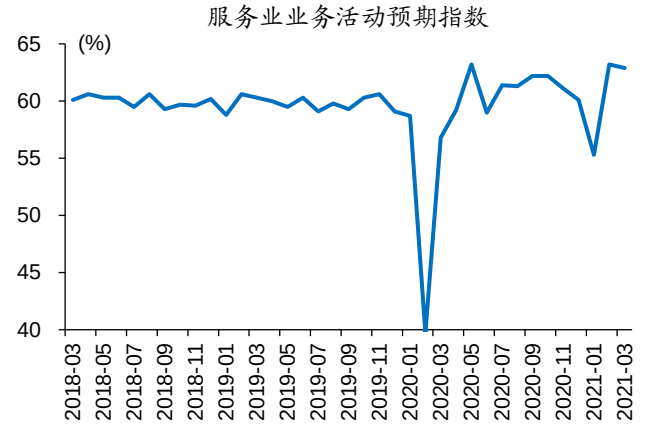
服务业 PMI 继续改善，但经营活动预期有所分化。服务业 PMI 为 55.2%，较上月上升 4.4 个百分点，高于可比年份均值的 0.27 个百分点。分行业来看，受益于线下活动逐渐修复，住宿餐饮业和交通运输业进一步修复，经营活动指数分别抬升 7.3 个百分点和 6.5 个百分点至 57.4%和 58.1%；生产资料批发、租赁及商务服务业和物流业经营活动指数抬升超 15 个百分点，重回景气扩张区间。但值得注意的是，消费性服务业和生产性服务业经营活动预期分化，消费性服务业经营活动预期继续上行至 62.7%，生产性服务业经营活动预期则下降 2.2 个百分点。

图11：服务业 PMI 明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：服务业业务活动预期指数有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：理性看待年初数据，国内经济高点或已现、结构分化会加大。基数因素等影响下，年初的经济数据包含较多“噪音”，指标层面的“过热”或“过冷”，均不宜过度解读。政策“退潮”下，基建、房地产投资已依次见顶，制造业结构性亮点大于整体表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。经济见顶、“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，对利率债的利好支撑正逐步显现。

4、 风险提示

宏观经济或政策出现明显变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn