

中国经济加快复苏 库存周期暂未转向

作者：宏观金融组 李彦森

执业编号：F3050205(从业) Z0013871(投资咨询)

联系方式：010-68518392/ liyansen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年3月31日星期三

摘要：

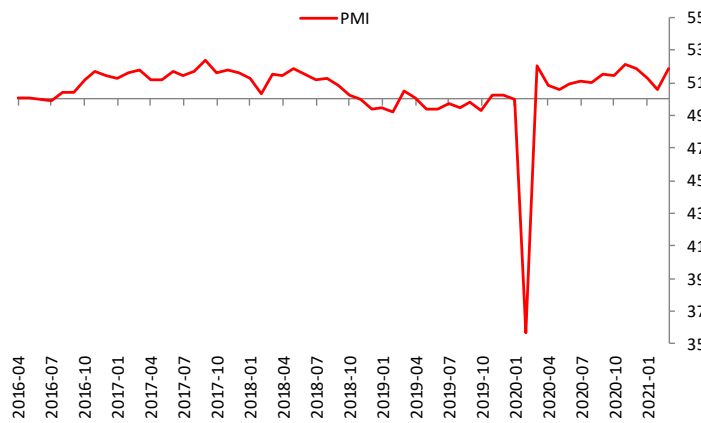
3月制造业PMI回升基本符合预期。原材料库存强于产成品库存表明，需求促使库存回落的背后，企业仍有加库存的意愿。前期市场担忧的主动加库存转向被动加库存暂时证伪。然而库存周期的转向确实正在临近，继续关注产出、订单、库存以及产品和原料净需求状况，预计二季度仍可能产生类似被动加库存表现。需要注意的是，长周期需求仍处于上升阶段，因此即使年内周期转向也不必过于悲观。随着阶段疫情结束，服务业也开始好转。另外，随着海外产能和经济逐步恢复，全球经济复苏带来的外需增加和产能、订单转移导致的外需减少共存，二者作用强弱将主导此轮上行最重要的拉动——外需未来的变动方向。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

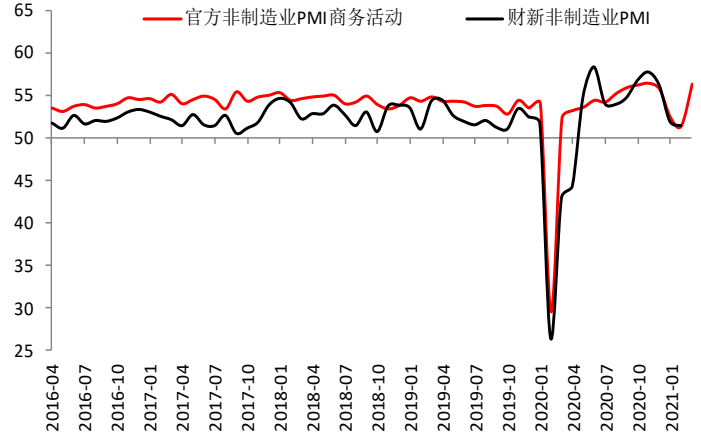
- 数据显示，3月中国官方制造业 PMI 报 51.9，强于预期的 51.2，也强于前值 50.6；非制造业 PMI 报 56.3，较前值 51.4 大幅回升，并且也明显超过预期的 52；综合 PMI 报 55.3，较前值 51.6 明显上升。
- 制造业 PMI 总指数的影响因素中，生产、新订单、原材料库存、就业分项分别拉动总指数上升 0.5、0.63、0.07、0.4，供应商配送分项拖累指数回落 0.32。
- 主要分项方面，生产和新订单指数再度回升，分别上升 2 和 2.1，10 年分位数水平回升至 81%和 93%，脱离春节因素影响之后，供需两面均有回升。同时，新出口订单上升 2.4，10 年分位数水平升值 92%，也重回 50 荣枯线上方。库存方面，产成品库存和原材料库存分别下降 1.3 和上升 0.7，原材料库存强于产成品库存表明，需求促使库存回落的背后，企业仍有加库存的意愿。根据我们的计算，产品净需求和原料净需求都有显著的上升。我们认为，春节因素影响结束后，供需全面回升、库存短期回落的变动符合预期，此前市场担忧的主动加库存转向被动加库存暂时证伪。
- 其他分项方面，进口和采购量均上升 1.5，3 月企业进一步加速节后复工，并加大原材料进口。就业和在手订单分别上升 2 和 0.5。经营预期则小幅回落 0.7，显示企业对未来经济的乐观程度下降。出厂价格继续加速上升，暗示后期公布的 3 月 PPI 仍在上行通道，环比增速将继续加快。分企业规模看，大中小型企业 PMI 分别上升至 52.7、51.6 和 50.4。
- 非制造业 PMI 方面，商务活动指数上升 4.9，10 年分位数水平升至 90%。其中新订单猛增 7，新出口订单大幅上升 4.6。但业务预期和制造业 PMI 情况类似，小幅回落 0.3。分行业看，建筑业 PMI 和服务业 PMI 分别上升至 62.3 和 55.2，建筑业表现尤其亮眼。
- 综合来看，3 月制造业 PMI 回升基本符合预期。原材料库存强于产成品库存表明，需求促使库存回落的背后，企业仍有加库存的意愿。前期市场担忧的主动加库存转向被动加库存暂时证伪。然而库存周期的转向确实正在临近，继续关注产出、订单、库存以及产品和原料净需求状况，预计二季度仍可能产生类似被动加库存表现。需要注意的是，长周期需求仍处于上升阶段，因此即使年内周期转向也不必过于悲观。另外，随着海外产能和经济逐步恢复，全球经济复苏带来的外需增加和产能、订单转移导致的外需减少共存，二者作用强弱将主导此轮上行最重要的拉动——外需未来的变动方向。

图 1 制造业 PMI



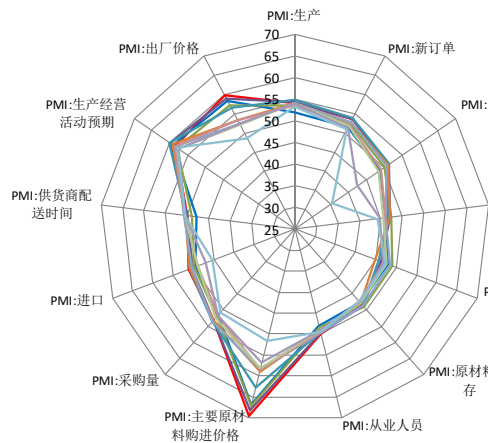
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 2 非制造业 PMI



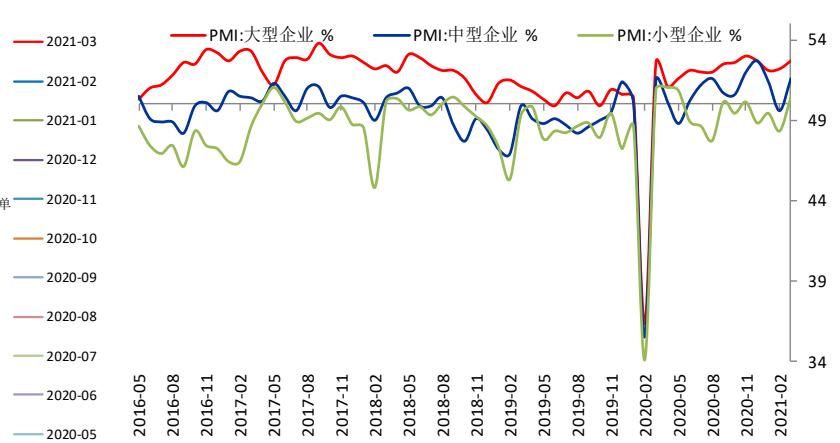
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 3 制造业 PMI 分项



数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 4 大、中、小企业 PMI 变动



数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 5 制造业 PMI 的主要分项表

	PMI	生产	新订单	新出口订单	产成品库存	原材料价格	原材料库存	就业	供应商配送	在手订单	进口	采购量	出厂价格
2021年3月	51.9	53.9	53.6	51.2	46.7	69.4	48.4	50.1	50.0	46.6	51.1	53.1	59.8
最近10年分位数水平	93%	81%	93%	92%	29%	99%	64%	91%	36%	85%	93%	87%	100%
5年均值	51.2	53.3	52.3	49.2	47.3	53.4	48.7	49.1	50.0	46.1	49.8	52.6	49.6
5年历史波动率	0.8	0.8	0.9	2.3	1.1	5.0	0.6	1.4	1.1	0.3	1.2	0.8	3.6
上月数值	50.6	51.9	51.5	48.8	48.0	66.7	47.7	48.1	47.9	46.1	49.6	51.6	58.5
本月与上月差值	1.3	2.0	2.1	2.4	-1.3	2.7	0.7	2.0	2.1	0.5	1.5	1.5	1.3
5年差值平均	4.0	6.9	5.8	5.0	0.7	-0.8	3.5	4.2	3.9	3.3	5.1	3.9	3.3
5年差值历史波动率	6.9	10.9	9.5	7.2	1.4	4.6	6.6	8.3	6.9	4.3	6.6	6.9	4.3

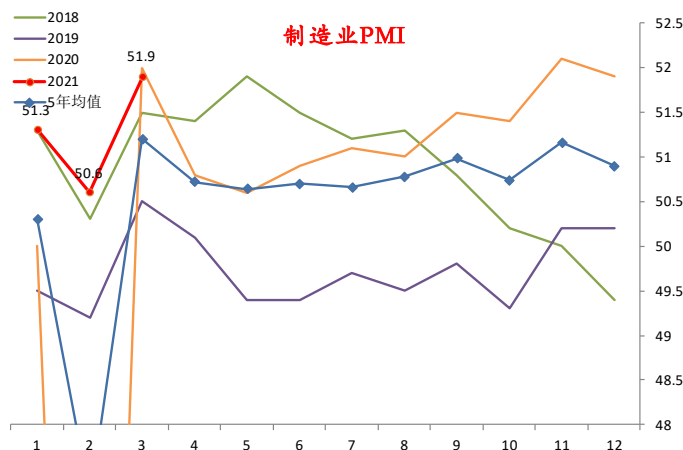
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 6 非制造业 PMI 的主要分项表

	商务活动	新订单	新出口订单	业务预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	配送时间
2021年3月	56.3	55.9	50.3	63.7	56.2	52.2	49.7	45.9	48.2	51.8
最近10年分位数水平	90%	100%	66%	85%	81%	94%	58%	91%	82%	46%
5年均值	54.1	50.9	47.1	60.0	51.1	49.1	48.6	44.1	46.2	50.5
5年历史波动率	1.1	1.3	4.9	1.8	1.4	1.8	0.6	0.9	0.5	2.3
上月数值	51.4	48.9	45.7	64.0	54.7	50.1	48.4	44.0	45.9	49.8
本月与上月差值	4.9	7.0	4.6	-0.3	1.5	2.1	1.3	1.9	2.3	2.0
5年差值平均	5.1	5.4	2.7	3.0	-0.8	0.4	1.6	2.0	1.2	3.6
5年差值历史波动率	9.9	9.7	5.7	8.0	1.6	1.5	4.6	3.3	3.2	8.1

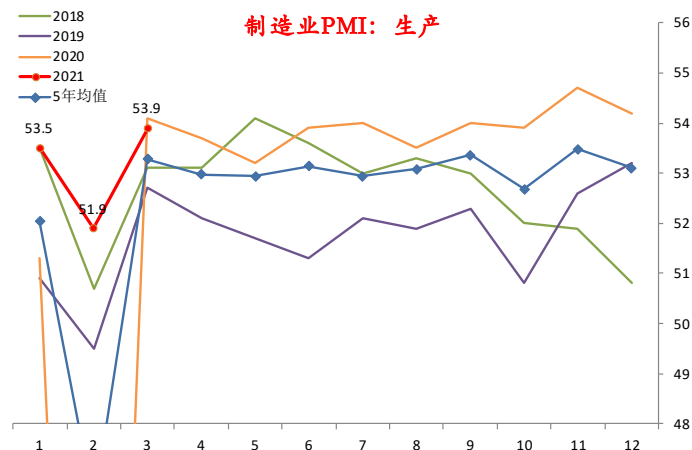
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 7 制造业 PMI 季节性



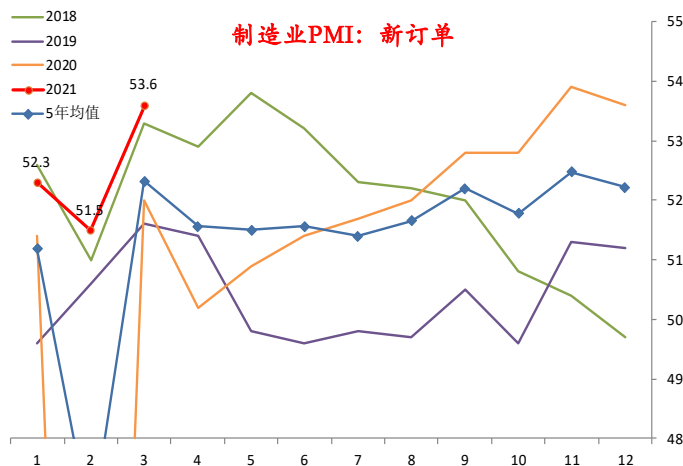
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 8 制造业 PMI 生产分项季节性



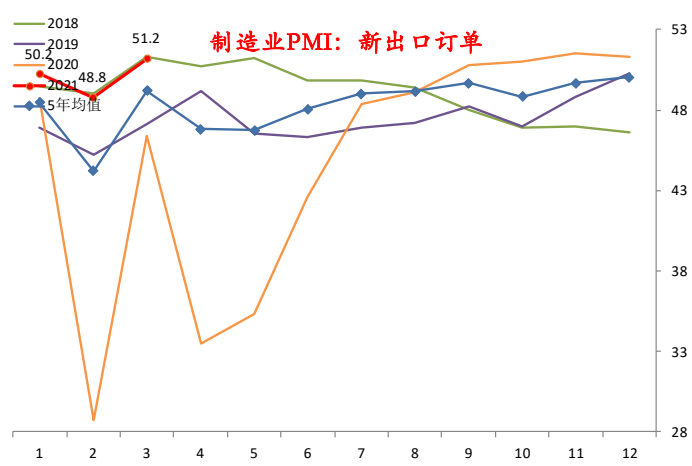
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 9 制造业 PMI 新订单分项季节性



数据来源：国家统计局、方正中期研究院

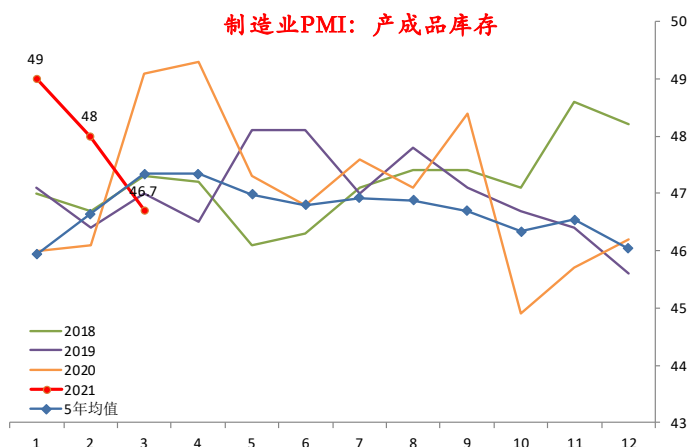
图 10 制造业 PMI 新出口订单分项季节性



数据来源：国家统计局、方正中期研究院

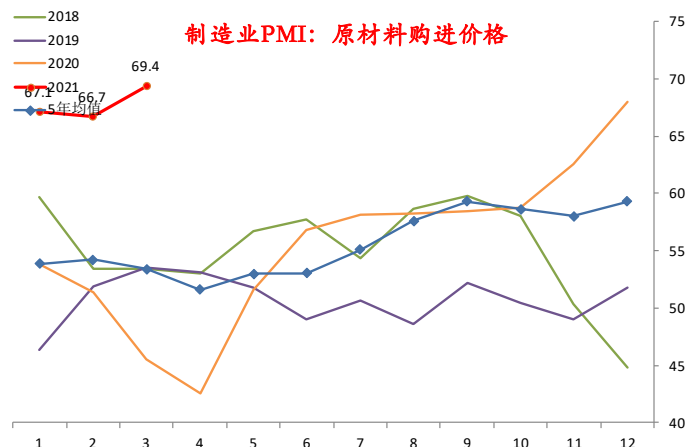
图 11 制造业 PMI 产成品库存分项季节性

图 12 制造业 PMI 原材料价格分项季节性



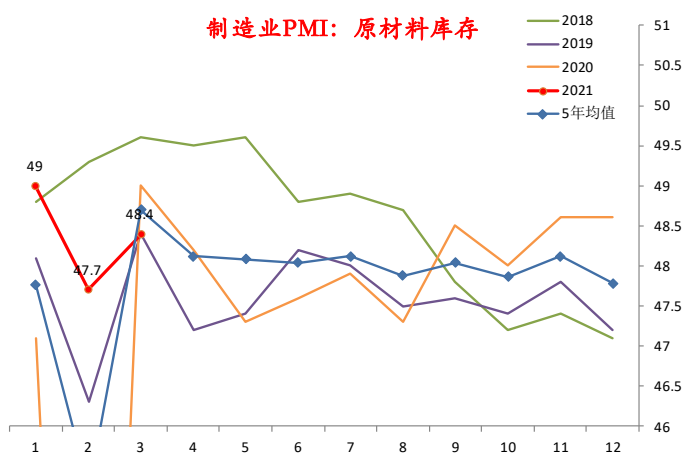
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 13 制造业 PMI 原材料库存分项季节性



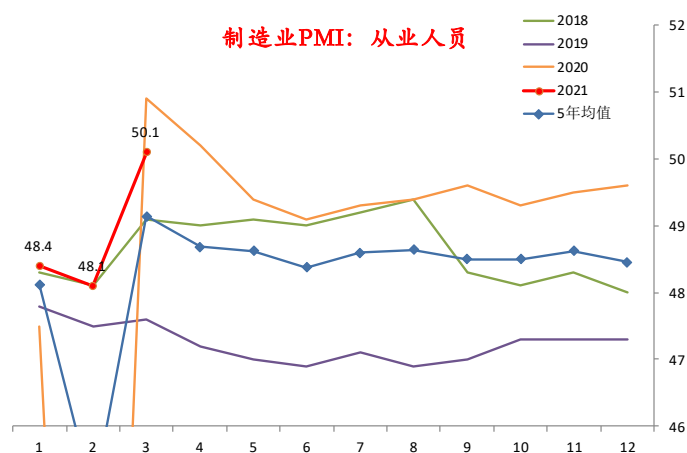
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 14 制造业 PMI 从业人员分项季节性



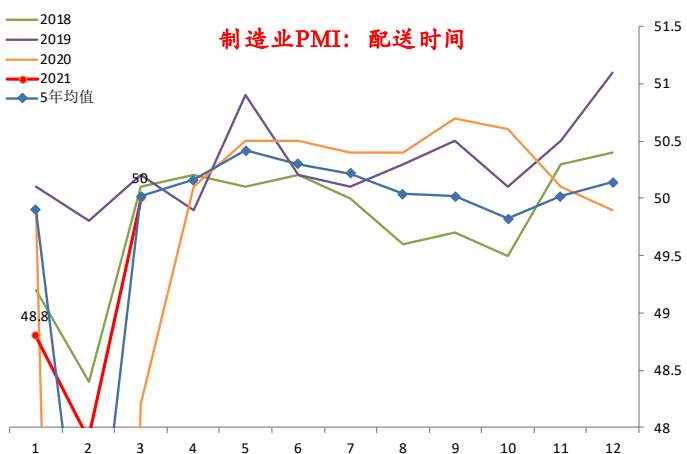
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 15 制造业 PMI 配送时间分项季节性



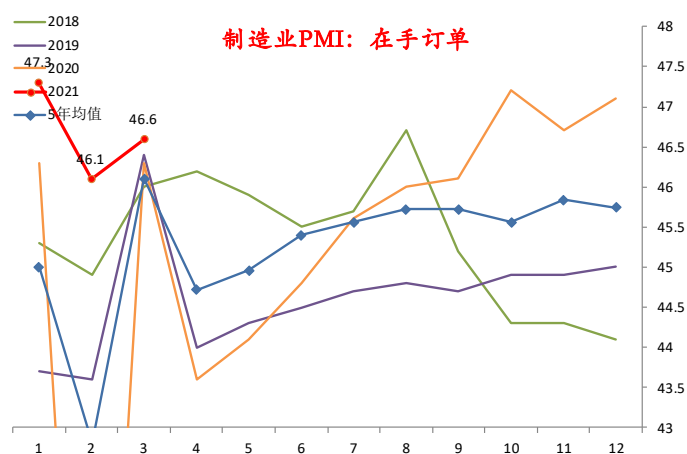
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 16 制造业 PMI 在手订单分项季节性



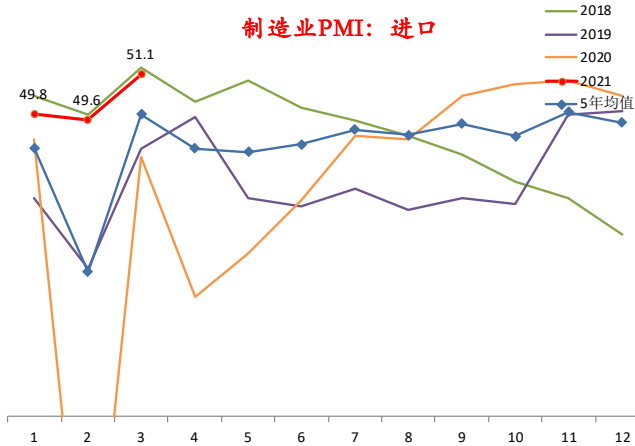
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 17 制造业 PMI 进口分项季节性



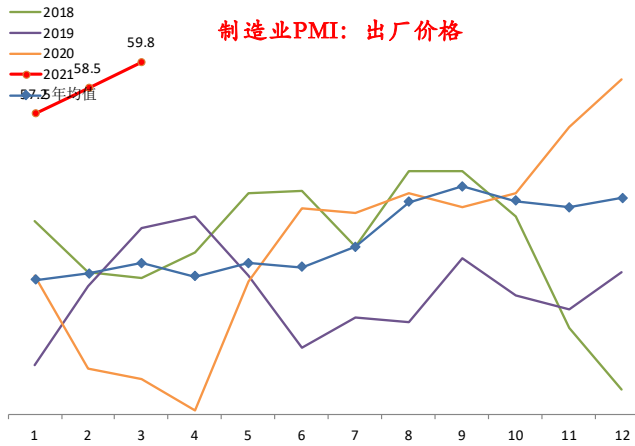
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 18 制造业 PMI 采购量分项季节性



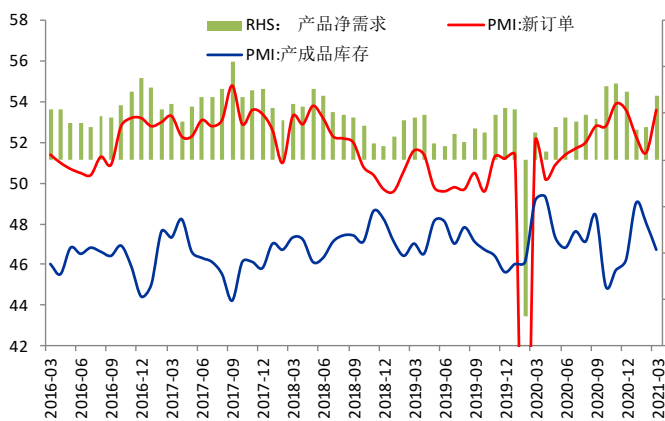
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 19 制造业 PMI 出厂价格分项季节性



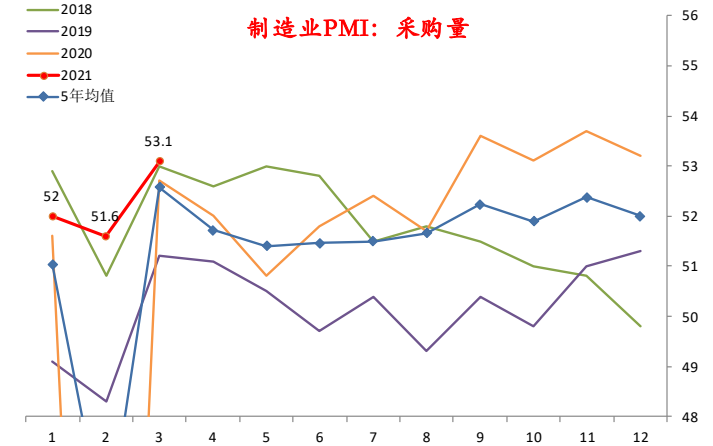
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 21 下游净需求



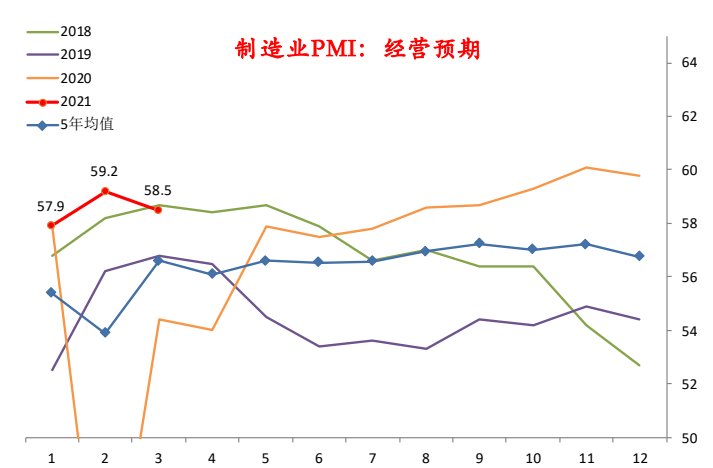
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 23 短周期上游和下游需求



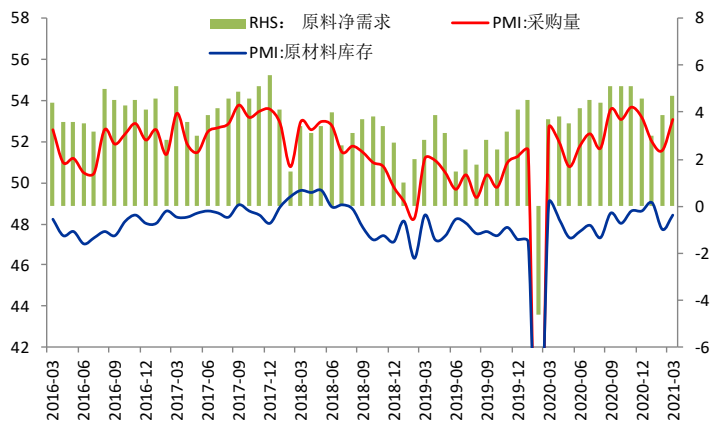
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 20 制造业 PMI 经营预期分项季节性



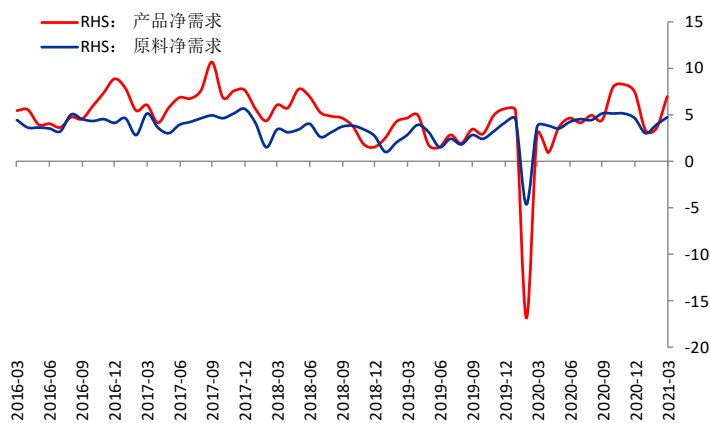
数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 22 上游净需求

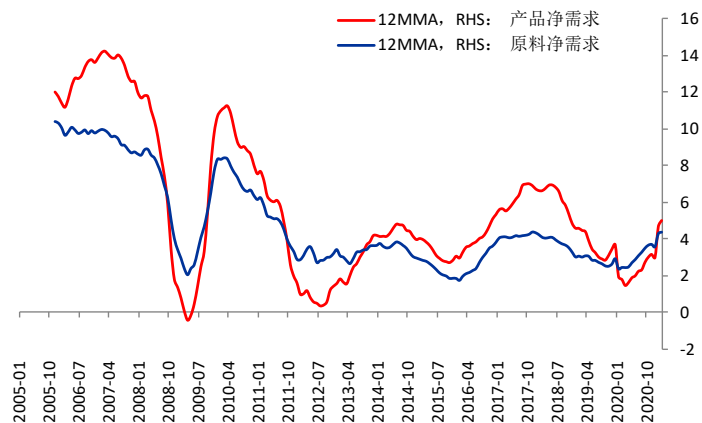


数据来源：国家统计局、方正中期研究院

图 24 长周期上游和下游需求



数据来源：国家统计局、方正中期研究院



数据来源：国家统计局、方正中期研究院

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 7C	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层； 上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 11 层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路 48 号楼 4 层 408 室	010-68578987
河北分公司	唐山市路北区金融中心 A 座 2109、2110 室	0315-5396886
上海分公司	中国（上海）自由贸易试验区浦东南路 360 号 2307 室	021-50588107/ 021-50588179
湖南第一分公司	长沙市雨花区芙蓉中路三段 569 号陆都小区湖南商会大厦 26 层 2618、 2619、2620、2621、2622、2623 室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路 53 号楷林商务中心 C 座 2304、 2305、2306 房	0731-84118337
北京朝阳营业部	北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼 19 层 2201 室	010-85881205
北京望京营业部	北京市朝阳区望京中环南路 9 号 1 号楼 12 层 8-9 号	010-62681567
北京石景山营业部	北京市石景山区金府路 32 号院 3 号楼 5 层 510、511 室	010-66058401
天津营业部	天津市和平区大沽北路 2 号 2608、2609	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津经济技术开发区第一大街 79 号泰达 MSD-C3 座 1506 单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街 7 号正翔国际 S1-B81107	0472-5210710
保定营业部	保定市朝阳北大街 2238 号汇博上谷大观 B 座 1902、1903 室	0312-3012016
邯郸营业部	邯郸市丛台区中华大街 89 号大连友谊时代广场 B 座 1105 室	0310-3053688
青岛营业部	青岛市市南区香港中路 61 号阳光大厦 21 楼 EH 单元	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路 329 号和融公寓 2 幢 1 单元 5 层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市雁塔区太白南路 118 号 4 幢 1 单元 1F101 室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南洋泾路 555 号 909 室、906 室	021-58381123
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路 490 号，世纪大道 1589 号 11 层 07 单元	021-58861093
上海南泉北路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路 429 号 1703 室	021-58991278
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路 132 号 17-6、17-7、17-8 室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市江干区采荷嘉业大厦 5 幢 1010 室	0571-86690056
常州营业部	江苏省常州市钟楼区延陵西路 99 号嘉业国贸大厦 3201、3202 室	0519-86811201

南京营业部	南京市栖霞区紫东路 1 号 E2 栋 444 室	025-58061185
南京洪武路营业部	南京市秦淮区洪武路 359 号 1803、1804 室	025-58065958
苏州营业部	苏州工业园区通园路 699 号苏州港华大厦 1606 室	0512-65162576
苏州东吴北路营业部	苏州市姑苏区东吴北路 299 号 (吴中大厦 9 层 902B、903 室)	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路 520 号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区红谷中大道 1619 号国际金融中心 A 座 307 室	0791-83881026
武汉营业部	武汉市硚口区沿河大道与武胜路交汇处武汉硚口区长江食品厂 C 地块旧城改造商业、办公楼栋/单元 18 层 7 号	027-87267756
岳阳营业部	岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际 11 栋 102 号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市芦淞区新华西路 999 号中央商业广场 32/1124、1125 (1 栋 1110、1111)	0731-28102713
郴州营业部	郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城 1 栋 10 楼	0735-2859888
长沙黄兴中路营业部	长沙市芙蓉区黄兴中路 168 号	0731-85868397
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路 666 号时代广场 (19 层 1902 号)	0736-7318188
深圳营业部	深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路 128 号卓越梅林中心广场 (北区) 2 号楼 806	0755-82521068
广州营业部	广州市天河区林和西路 3-15 号 35 层 07,35 层 08,35 层 09	020-38783861
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区福山路 450 号新天国际大厦 24 楼	021-20778922

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料,方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价,投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关,方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失,敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布,如引用、转载、刊发,须注明出处为方正中期期货有限公司。