

## 证券研究报告 — 策略深度报告

### 宏观总量组

分析师: 李奇霖 (分析师)

联系方式: 021-61634272

邮箱地址: liql@hongtastock.com

资格证书: S1200520110002

分析师: 杨欣 (分析师)

邮箱地址: yangxin@hongtastock.com

资格证书: S1200522090001

## 经济仍在修复 报告摘要

本次的 PMI 数据为我们确认了经济的修复情况, 即处在继续修复通道中, 只是斜率放缓了。从结构来看, 建筑业施工竣工提速, 服务业修复加快, 制造业维持韧性。

近日保持宏观政策相对稳定、对外开放、呵护民企等信号频出, 稳增长意愿强烈。往后看, 伴随着居民就业的逐步稳定, 消费需求修复的趋势会延续, 地产的良性循环也在推进过程中, 叠加国内经济将进入低基数阶段, 后续同比和环比读数大概率会回升。不过, 考虑到制造业利润增速还处在底部、企业和居民收入的改善和信心的修复是长期过程, 以及高质量发展的要求, 后续经济的修复路径大概率是温和渐进式的。

### 相关研究

2023年1-2月工业企业利润数据点评

2023.03.27

如何看待此次降准

2023.03.17

如何解读1-2月经济数据

2023.03.15

2月金融数据再超预期

2023.03.10

2023年2月物价数据点评

2023.03.09

### 独立性声明

作者保证报告所采用的数据均来自正规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

### 风险提示

政策收紧速度超预期、地缘政治冲突超预期。

## 正文目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com  
(ybjieshou@eastmoney.com)

2023-03-31

未经红塔证券许可

任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

## 图目录

图 1. 石油沥青装置开工率 (%) .....	4
图 2. 玻璃期货结算价(活跃合约) (元/吨) .....	4
图 3. 30 大中城市商品房成交面积 (万平方米) .....	5
图 4. 11 城二手住宅成交面积 (万平方米) .....	5
图 5. 十大主要城市地铁客运量 (万人) .....	5
图 6. 制造业 PMI 数据一览 (%) .....	6

## 表目录

未找到目录项。

ybjieshou@eastmoney.com  
(ybjieshou@eastmoney.com)  
2023-03-31  
未经红塔证券许可  
任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用

从今日公布的 PMI 数据来看，节后制造业环比强脉冲的修复速度放缓，3 月的制造业 PMI 指数从 2 月高点的 52.6% 降至 51.9%。

但是，指数持续高于临界点，经济修复仍在路上，同时，与历史同期相比来看，数据高于均值。近 6 年 3 月制造业 PMI 均值为 51.2%。

非制造业景气度进一步提高，商务活动指数环比提高 1.9 个百分点至 58.2%，建筑业和服务业 PMI 指数录得 65.6% 和 56.9%，分别环比提高 5.4 和 1.3 个百分点。

3 月经济修复呈现出建筑业和服务业好于制造业的特点，这与高频数据所透露的信息一致。

下面，我们对 PMI 的各分项进行细致分析。

### 第一，建筑业生产活动加快。

建筑业 PMI 指数环比提高 5.4 个百分点，表征供给的指标虽未披露，但表征需求的新订单、从业人员、业务活动预期指标比上月有小幅下滑，这从一定程度上说明了建筑业供给强于需求。当然，需求的各项指标还是处在扩张区间的，业务活动预期指数也处在高位为 63.7%。

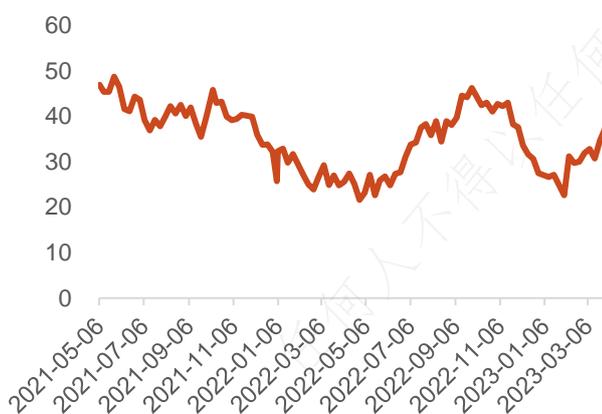
随着气候转暖，3 月步入开工旺季，建筑业生产活动加快。比如 3 月石油沥青装置开工率月均值环比提高了 17.9%。

背后的支撑主要还是来源于基建实物工作量落地和房屋施工竣工，这也是上半年经济增长的重要支撑主线。

基建方面，一季度地方新增专项债净融资合计超 1.2 万亿元，3 月不断攀升的票据利率也显示在重大项目带动下银行信贷投放情况良好，财政资金以及撬动的社会融资共同推动重大项目建设。

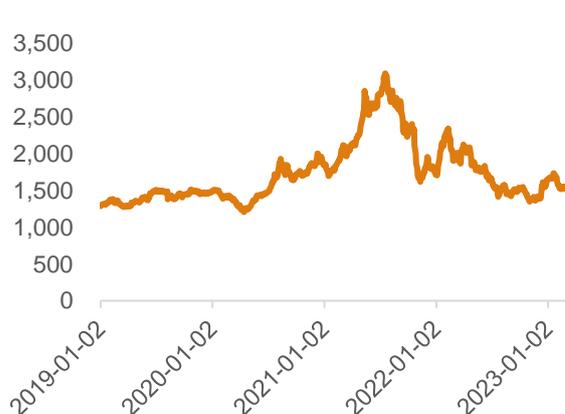
地产方面，3 月新房和二手房销售均继续回暖，房款回流房企有助于减轻企业资金压力，叠加保主体资金逐步落地，地产施工修复。玻璃价格的持续回升也能对此进行印证。

图 1. 石油沥青装置开工率 (%)



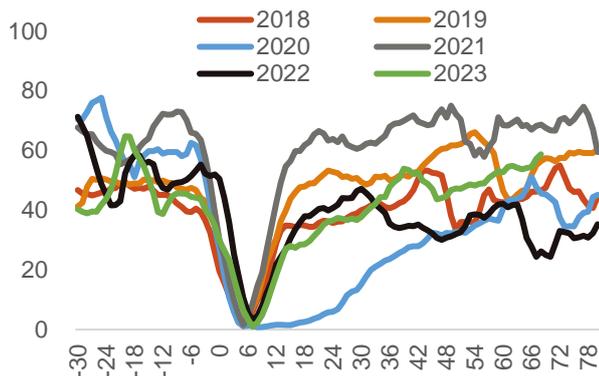
资料来源：wind，红塔证券

图 2. 玻璃期货结算价(活跃合约) (元/吨)



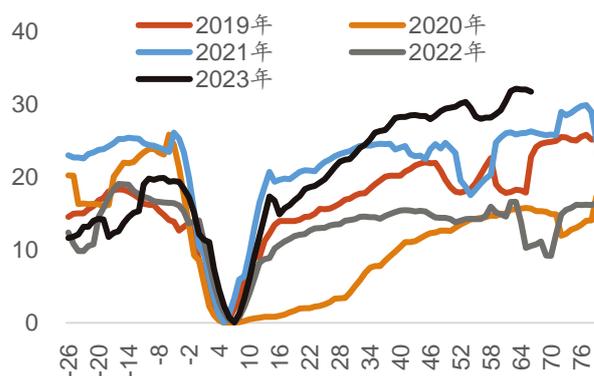
资料来源：wind，红塔证券

图 3.30 大中城市商品房成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 红塔证券 (数据经 7 天移动平均, 0 为春节时点)

图 4.11 城二手住宅成交面积 (万平方米)



资料来源: wind, 红塔证券 (数据经 7 天移动平均, 0 为春节时点)

### 第二, 服务业需求继续回升。

随着各地人员流量恢复, 出行、食宿需求进一步释放。服务业景气度继续提高, PMI 指数环比提升 1.3 个百分点。其中, 新订单录得 58.5%, 较上月提高 3.8 个百分点, 需求明显回升; 从业人员指数录得 48.8%, 较上月提高 0.1 个百分点, 已恢复至疫情前水平; 业务活动预期指数录得 63.2%, 连续三个月位于高景气区间。

从行业看, 零售、铁路运输、道路运输、航空运输、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数均位于 60.0% 以上高位景气区间。

图 5. 十大主要城市地铁客流量 (万人)

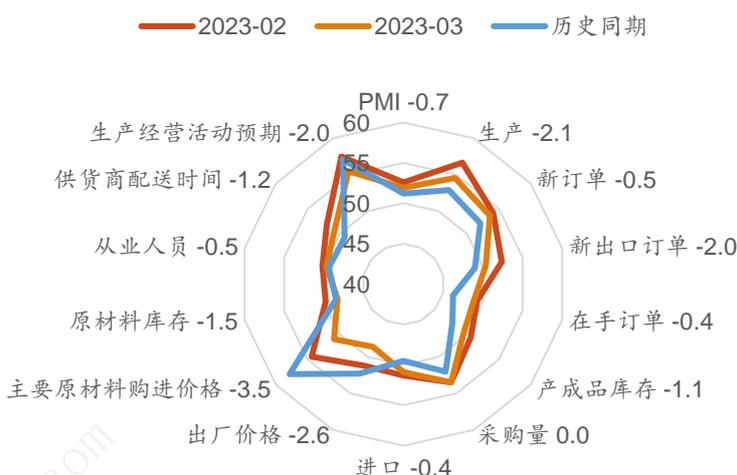


资料来源: wind, 红塔证券 (数据经 7 天移动平均)

### 第三, 制造业产需继续扩张, 预期较好。

制造业的各项指标虽有所回落, 但基本都好于历史同期, 证明行业还是处在修复区间。

图 6. 制造业 PMI 数据一览 (%)



资料来源：wind，红塔证券（历史同期数据为 2017-2022 年同期均值）

**产需继续扩张。**生产指数和新订单指数分别为 54.6%和 53.6%，高于历史同期的 52.9%和 52.1%。从行业看，非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业两个指数均升至 57.0%及以上较高景气区间，行业产需加快释放。

**预期向好，原材料采购意愿较强。**生产经营活动预期、采购量、进口指数分别为 55.5%、53.5%、50.9%，持续位于扩张区间。经济修复初期，处于产业链上游的资源类行业对需求回暖是最敏感的，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业采购量指数和进口指数均比上月明显上升。

**消费品行业景气度继续提升。**疫后终端零售需求的回暖带动消费品行业修复，此前的工业企业利润数据也显示食品饮料相关行业的利润提升，本次的指数中食品及酒饮料精制茶的生产经营活动预期指数位于 60.0%以上。

**不过，部分数据显示经济修复仍存在短板。**

新出口订单指数为 50.4%，前值 52.4%，环比下滑的趋势与部分国家海外出口数据的变化一致。越南 3 月出口金额同比下滑 13.2%，韩国 3 月前 20 日出口金额同比下滑 17.4%。这一方面可能是节后的自然回落，另一方面则可能表示海外需求的进一步下滑。

随着疫后各国供应链持续修复、刺激政策退出和持续加息抑制海外需求，以及贸易摩擦等因素影响，年内我国出口增速下滑的方向比较明确，订单不足将是今年外贸行业面临的持续挑战。

主要原材料购进价格和出厂价格指数分别为 50.9%和 48.6%，环比回落 3.5 和 2.6 个百分点，不过前者还处在扩张区间。结合高频数据来看，原油、价格出现一定跌幅，黑色和有色价格震荡，水泥价格上行。

上游端看，基建施工和房建竣工拉动的需求对相关行业的原材料价格还是形成了一定支撑，不过部分城市降雨增多影响施工，对价格走势形成一定扰动，海外衰退预期下原油价格也进一步回落。下游看，出厂价格回落可能是因为终端消费品行业企业在降价促销去库。

#### 最后进行一个总结。

本次的PMI数据为我们确认了经济的修复情况，即处在继续修复通道中，只是斜率放缓了。从结构来看，建筑业施工竣工提速，服务业修复加快，制造业维持韧性。

近日保持宏观政策相对稳定、对外开放、呵护民企等信号频出，稳增长意愿强烈。往后看，伴随着居民就业的逐步稳定，消费需求修复的趋势会延续，地产的良性循环也在推进过程中，叠加国内经济将进入低基数阶段，后续同比和环比读数大概率会回升。不过，考虑到制造业利润增速还处在底部、企业和居民收入的改善和信心的修复是长期过程，以及高质量发展的要求，后续经济的修复路径大概率是温和渐进式的。

研究团队首席分析师

宏观总量组	消费组	生物医药组	智能制造组	高新技术组
李奇霖 021-61634272	黄瑞云 010-66220148	代新宇 0871-63577083	王雪萌 0871-63577003	肖立戎 0871-63577083
新材料新能源	汽车	质控风控	合规	
唐贵云 0871-63577091	宋辛南 0871-63577091	李雯婧 0871-63577003	周明 0871-63577083	

公司声明：

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师。

免责声明：

本报告仅供红塔证券股份有限公司（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本公司的客户。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息来源合法合规，本公司力求但不能担保其准确性或完整性，也不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，本报告中的证券或投资标的价格、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。投资者应当自行关注。

本公司已采取信息隔离墙措施控制存在利益冲突的业务部门之间的信息流动，以尽量防范可能存在的利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或者争取提供承销保荐、财务顾问等投资银行服务或其他服务。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的观点、结论仅供投资者参考，不构成投资建议。本报告也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。在决定投资前，如有需要，投资者应向专业人士咨询并谨慎决策。除法律法规规定必须承担的责任外，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承担责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或发布。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。如征得本公司同意后引用、刊发，则需注明出处为“红塔证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

红塔证券股份有限公司版权所有。

红塔证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。