

宏观利率

2023年3月PMI点评兼论利率影响

经济持续恢复，收益率短期难改震荡

2023年3月31日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

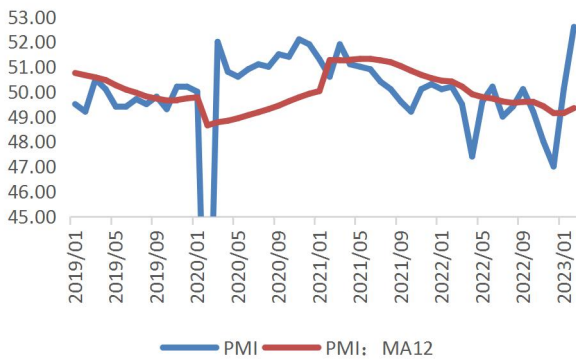
邮箱：guorui@sxzq.com

核心观点：

- **制造业景气度高位边际回调，非制造业商务活动PMI继续走高。**3月制造业PMI为51.9%（前值52.6%），尽管有所回落，但景气水平仍为近两年次高点。商务活动PMI继续回升至58.2%（前值56.3%），其中服务业回升至56.9%（前值55.6%），建筑业回升至65.6%（前值60.2%）。三大领域PMI连续三个月位于扩张区间，显示国内经济仍在企稳回升。
- **产需两端继续扩张，制造业生产快于需求。**从PMI分项看，制造业生产、在手订单边际均有所回落，生产和在手订单之差回落到5.7%（前值7.4%），但12个月均值仍处高位，显示生产年初以来持续快于需求。非商务活动中，服务业新订单指数再创新高（56.9%），建筑业新订单指数则回落到50.2%（前值62.1%）。不过建筑业业务活动预期指数为63.7%，连续4个月位于高位景气区间，建筑业企业对近期市场发展前景比较乐观。新出口订单指数边际回落，整体有韧性但处于低位。
- **需求边际扩张快于库存积累。**由于生产边际仍在扩张，导致产成品库存继续攀升，产成品库存指数当月值和12个月均值处于2016年以来高位。新订单指数边际回落至53.6%（前值54.1%），但相较于库存指数有所回升，或预示1-2月工业企业库存边际回升后，将再度进入去库存进程。
- **企业经营预期改善，采购活动开始活跃。**3月制造业生产经营活动预期指数为55.5%，持续位于较高景气区间。企业采购意愿开始边际改善，连续两个月采购量PMI维持在53.5%，12个月均值为49.2%（前值48.8%）。3月进口指数为50.9%，连续两个月位于扩张区间，企业生产用原材料进口量继续增加。采购相对于生产也有所加快但整体还处于偏低位置。
- **工业品价格仍在回落，制造业价差加快改善。**3月制造业出厂价格指数48.6%（前值51.2%），主要原材料购进价格指数51.8%（前值53.0%），价格整体仍在回落。3月出厂价格及购进价格指数价差为-2.3%（前值-3.2%），从趋势上看，中下游企业价差修复速度加快。
- **市场启示：经济持续恢复，深层次驱动因素仍待改善，债券收益率上行幅度有限。**3月PMI数据显示国内经济保持了较好的恢复势头，制造业和商务活动新增需求仍在好转，并且开始消化库存。但在库存仍偏高的情况下，工业品价格仍在下滑。中期看，出口和制造业投资回落，经济复苏斜率可能不高。但地产投资增速回落放缓以及地产销售政策宽松，消费的缓慢恢复以及基建支撑，政策推动信心恢复，经济深层次修复延续。二季度债券市场依然面临一定风险，但收益率上行幅度有限。短期看，3月国股银票转贴现利率回升或预示3月信贷依然偏旺，资金面宽松下债市大概率依然呈现震荡格局。
- **风险提示：**居民信心恢复偏慢、地产政策效应不及预期、增量政策不及预期。

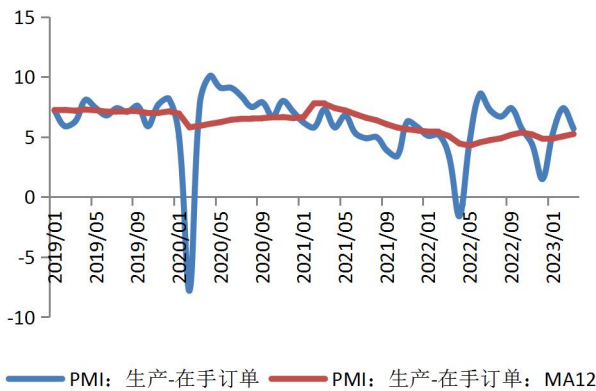


图 1：制造业 PMI (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-在手订单 (%)



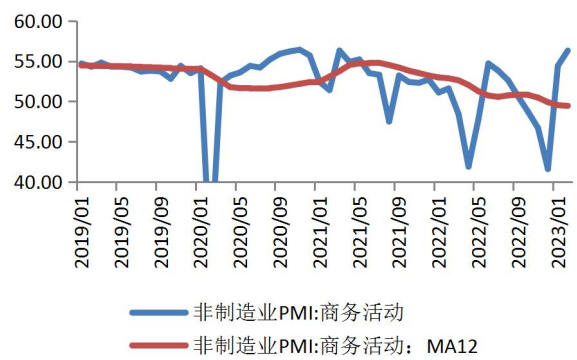
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：新订单-产成品库存 (%)



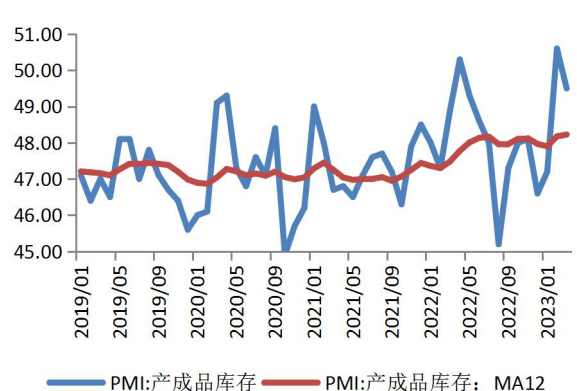
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



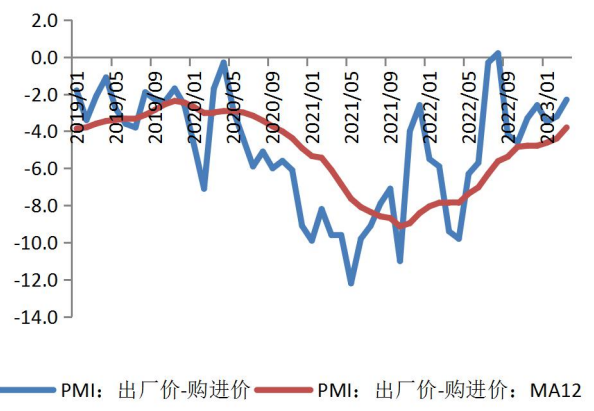
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：产成品库存 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：出厂价-购进价 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

