

2023年03月31日

消费不弱——兼评3月PMI数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2023年3月官方制造业PMI 51.9%，前值 52.6%，预期 51.5%；3月官方非制造业PMI 58.2%，前值 56.3%，预期 55.0%。中国企业经营状况指数(BCI)为 58.9%，前值 57.6%。

● 制造业：PMI 延续改善显现经济韧性

(1) 剔除春节季节性因素后，3月制造业景气度延续改善，进一步验证经济修复韧性。2011至2012年春节次月，制造业PMI平均改善了0.8个百分点，因此剔除季节性后1-3月PMI应为50.1%、51.8%、51.9%，即综合看，受防疫政策优化带来的短期脉冲等影响，2023年2月数据好于节后季节性，而3月数据并不差，呈现节后常态化修复；结构上，供给和需求均环比改善，但扩张幅度边际下降，内需再次好于外需。

(2) 出口方面，预计3月出口金额增速落在[-7%，-6%]。“1月弱”或与春节有关，“2月强”指向美欧需求韧性超预期，但需要警惕的是价格已正式进入下行通道。以2017年为界，出口价格先后由我国PPI周期、美国PPI周期主导，因此2022年Q4我国PPI迅速转负而出口价格仍在高位，但2023年以来美国PPI超预期回落，出口价格从贡献项转为拖累项，后续需关注海外需求的放缓节奏。

(3) 需求改善推动产成品去库、原材料指数下行，PPI同比降幅扩大。3月PMI原材料库存、产成品库存分别为48.3%、49.5%，均表现为去库。结合高频数据，我们预计3月PPI环比可能在-0.1%左右，同比为-2.6%左右。利润传导梗阻程度小幅好转。

(3) 大型企业好于中小企业。小型企业PMI减少了0.8个百分点至50.4%，近期中央密集释放支持民营经济信号，民营和小微企业的经营环境有望进一步改善。

● 服务业：延续高斜率改善，或存预期差

(1) 消费延续高斜率改善。零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于60.0%，指向居民消费和商旅出行意愿增强。

(2) 我们跟踪的百度地图消费指数显示，疫后消费首轮高斜率修复已趋于稳固。春节以来，权益方面消费表现不温不火，部分机构投资者认为“消费没有增量政策”继而对居民的内生修复动能持怀疑态度，即使1-2月社零超预期，2月和3月PMI服务业好于制造业也无法打消该顾虑。3月消费数据不弱，况且无法再用“报复性消费”来解释其修复斜率，消费或存预期差。

● 建筑业：3月基建增速或仍超10%

3月建筑业PMI为65.6%，新订单指数为50.2%。建筑业新订单下行并不意味着基建高增速难继，春节后信贷加快投放和各地推进重大项目开工，导致建筑业新订单2月高增、3月走弱，实际上会持续形成实物工作量，综合高频开工数据来看，3月基建仍有望维持10%的增速。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《国企利润承压不改中特估全年向上判断——2月企业利润点评—宏观经济点评》-2023.3.28

《两会后政策加强落实—宏观周报》-2023.3.26

《通胀仍是重点，但加息终点或已确定——美联储3月FOMC会议点评—宏观经济点评》-2023.3.23

目 录

1、 制造业：PMI 延续改善显现经济韧性	3
2、 非制造业：服务高斜率修复，基建仍有望维持 10%增速	5
3、 风险提示	8

图表目录

图 1： 3 月制造业 PMI 分项较 2 月下滑但多数在荣枯线上	3
图 2： 春节次月，制造业 PMI 季节性改善 0.9 个百分点	3
图 3： 高炉开工持续回升	4
图 4： 汽车轮胎开工率超过 2021、2022 年	4
图 5： 2017 年以前，出口价格跟随我国 PPI 周期	4
图 6： 2017 年以后，出口价格跟随美国 PPI 周期	4
图 7： 预计 3 月出口增速在[-7%， -6%]	5
图 8： 3 月全国消费活动指数环比改善	6
图 9： 3 月北京消费活动稍弱	6
图 10： 3 月全国消费指数达到 2022 年 11 月的 166%	6
图 11： 服务业景气仍向好	7
图 12： 建筑业新订单走弱	7
图 13： 水泥开工斜率收窄	7
图 14： 2 月挖机销量回落	7
图 15： 石油沥青开工快速向上	8
图 16： 重交沥青好于建筑沥青	8

2023年3月官方制造业PMI 51.9%，前值 52.6%，预期 51.5%；3月官方非制造业PMI 58.2%，前值 56.3%，预期 55.0%。中国企业经营状况指数(BCI)为 58.9%，前值 57.6%。

1、制造业：PMI 延续改善显现经济韧性

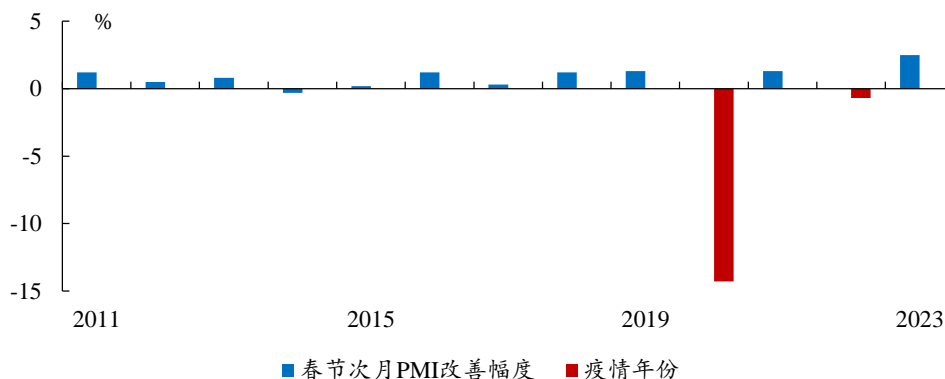
(1)剔除春节错月因素后，3月制造业景气度延续改善，进一步验证经济修复韧性。3月制造业PMI为51.9%、较前值下滑了0.7个百分点，连续3个月位于荣枯线上。2011至2012年春节次月，制造业PMI平均改善了0.8个百分点，因此剔除季节性后1-3月PMI应为50.1%、51.8%、51.9%，即综合看，受防疫政策优化影响，2023年2月数据好于节后季节性，而3月数据并不差，呈现节后常态化修复的韧性；供给端看，PMI生产为54.6%、较前值下滑了2.1个百分点；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下滑了0.5、2.0、0.4个百分点至53.6%、50.4%、50.9%，结构上，供给和需求均环比改善，但扩张幅度边际下降，内需再次好于外需。

图1：3月制造业PMI分项较2月下月下滑但多数在荣枯线上



数据来源：Wind、开源证券研究所

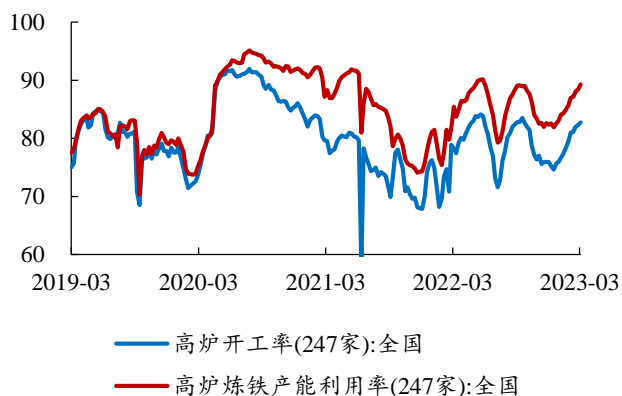
图2：春节次月，制造业PMI季节性改善0.8个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

生产方面。具体来看，高炉开工率自1月以来持续改善、3月末升至82.7%，螺纹钢周均产量相应提高至300.7万吨；3月PTA开工率为73.4%、已接近2022全年的高位；3月汽车全钢胎和半钢胎开工率仍在高位，分别为65.4%、73.1%；3月秦皇岛港煤炭库存去化48.8万吨；3月水泥价格小幅回升。

图3：高炉开工持续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

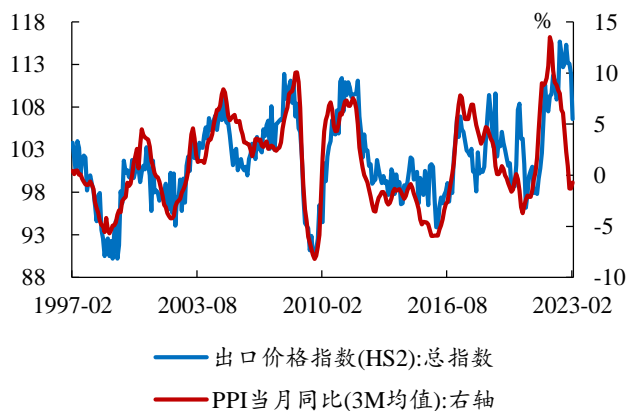
图4：汽车轮胎开工率超过2021、2022年



数据来源：Wind、开源证券研究所

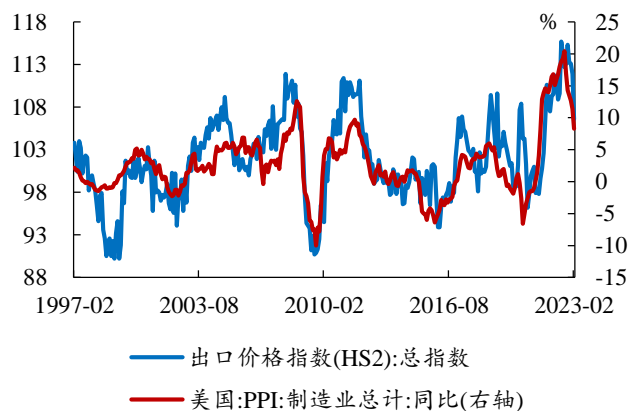
出口方面，预计3月出口金额增速落在[-7%，-6%]。我们此前曾预测1月、1-2月出口增速为-9.6%、-8.0%，而实际出口增速分别为-10.5%、-6.8%，相对来说差距不大。“1月弱”或与春节有关，“2月强”指向美欧需求韧性超预期，但需要警惕的是价格已正式进入下行通道。从历史数据来看，以2017年为界，出口价格先后由我国PPI周期、美国PPI周期主导。因此2022年Q4我国PPI迅速转负而出口价格仍在高位，对出口增速构成一定支撑；但2023年以来美国PPI超预期回落，出口价格从贡献项转为拖累项，后续需关注海外需求的放缓节奏。我们预测3月出口价格下行、出口数量稳中趋降，出口金额增速可能在[-7%，-6%]。

图5：2017年以前，出口价格跟随我国PPI周期

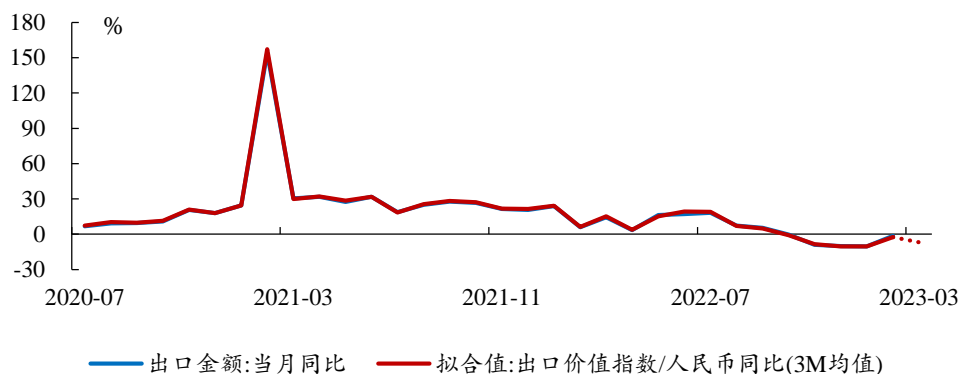


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2017年以后，出口价格跟随美国PPI周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：预计3月出口金额增速在[-7%，-6%]


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)需求改善推动产成品去库、原材料指数下行，PPI 同比降幅扩大。3月PMI原材料库存、产成品库存分别为48.3%、49.5%，表明3月需求改善幅度不低，2月、3月高水平的供给逐渐被消耗，形成了3月原材料和产成品均在去库的现象。3月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为50.9%、48.6%，较前值分别下滑了3.5、2.6个百分点。高频数据显示，截至3月24日的生产资料价格指数环比回落0.5%，3月南华工业品指数和CRB工业原料现货指数环比分别回落1.5%和1.8%，综合来看，3月原油、铜期货价格环比下行，螺纹钢价格环比上升，我们预计3月PPI环比可能在-0.1%左右，同比为-2.6%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-2.3%（前值-3.2%），利润传导梗阻程度小幅好转。

(3)大型企业好于中小企业。3月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别减少了0.1、1.7、0.8个百分点至53.6%、50.3%、50.4%，3月中国企业经营状况指数(BCI)较前值提高了1.3个百分点至58.9%。往后看，中央积极释放支持民营经济信号，李强总理在答中外记者问时关切民营经济，3月28日习近平总书记强调“始终把民营企业 and 民营企业家当作自己人”，民营和小微的经营环境和企业家信心有望进一步改善。

2、非制造业：服务高斜率修复，基建仍有望维持10%增速

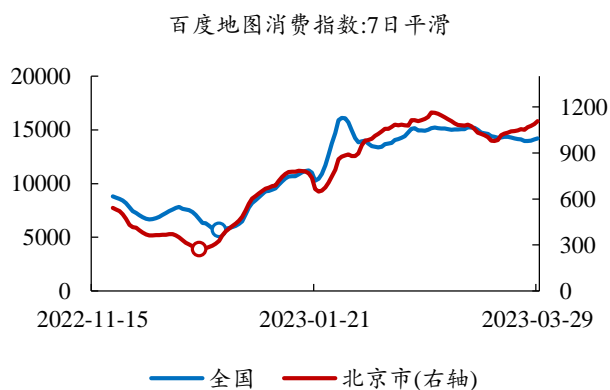
(1)服务业：延续高斜率改善。3月非制造业PMI商务活动指数58.2%，其中服务业PMI升至56.9%，连续3个月高斜率修复。表征需求的PMI服务业新订单指数为58.5%，表征预期的服务业业务活动预期指数为63.2%、高于该指标60%的“实际荣枯线”¹。分行业来看，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于60.0%，指向居民消费和商旅出行意愿增强。

我们跟踪的百度地图消费指数显示，疫后消费首轮高斜率修复已趋于稳固。3月全国总消费指数为452432、较2月改善了12.5个百分点。其中，北京召开两会

¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》。服务业业务活动预期指数自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2022年疫情期间最低为53.0%，历年均值为59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为60%。

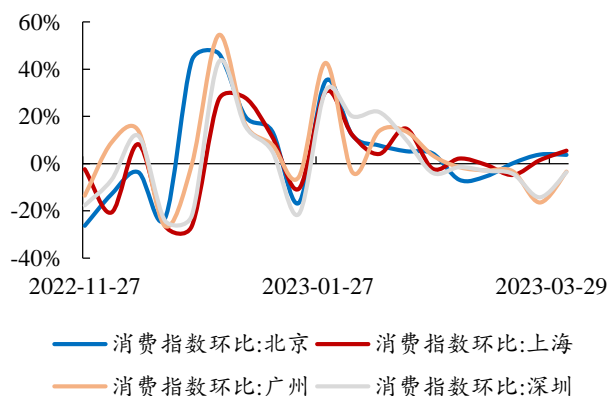
居民出行和消费有所制约，但 3 月下旬北京消费指数重新向上。春节以来，权益方面消费不温不火，部分机构投资者认为“消费没有增量政策”继而对居民的内生修复动能持怀疑态度，即使 1-2 月社零超预期，2 月和 3 月 PMI 服务业好于制造业也无法打消该顾虑。3 月消费数据不弱，况且无法再用“报复性消费”来解释其修复斜率，消费或存预期差。

图8：3 月全国消费活动指数环比改善



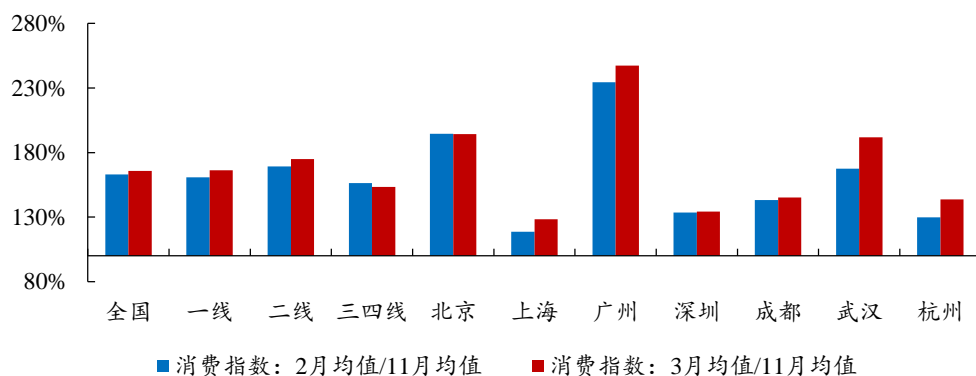
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图9：3 月北京消费活动稍弱



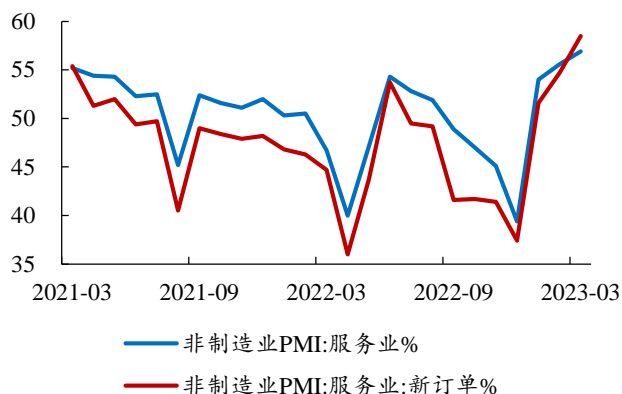
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图10：3 月全国消费指数达到 2022 年 11 月的 166%



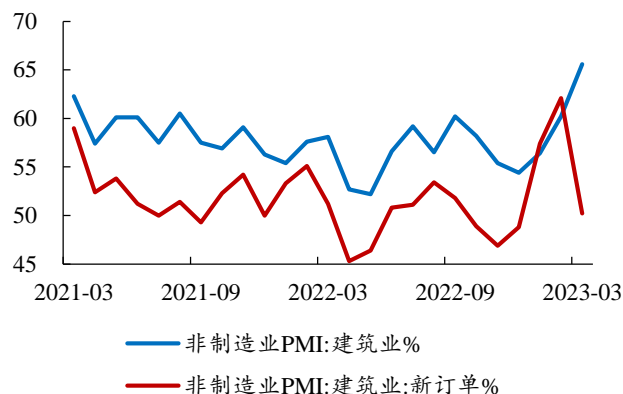
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图11: 服务业景气仍向好



数据来源: Wind、开源证券研究所

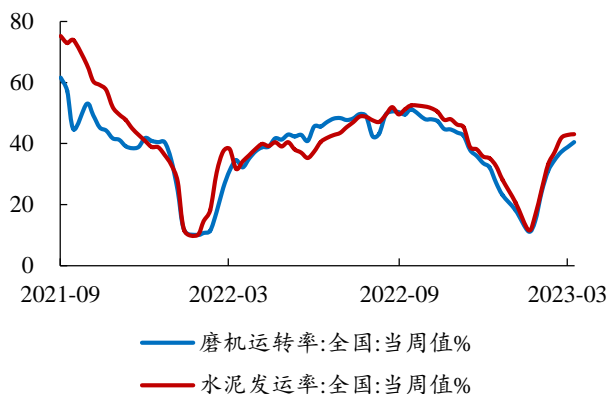
图12: 建筑业新订单走弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

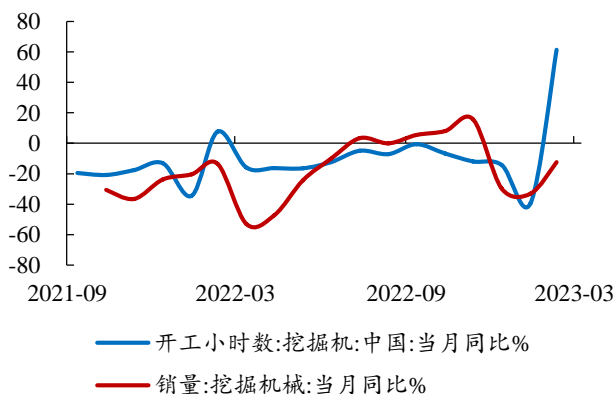
(2)建筑业: 3月基建增速仍有望维持10%增速。3月建筑业PMI为65.6%，新订单指数为50.2%。建筑业新订单下行并不意味着基建高增速难继，春节后信贷加快投放和各地推进重大项目开工，导致建筑业新订单呈现“2月高增、3月走弱”，实际上会持续形成实物工作量、对基建造成支撑。开工端，3月水泥开工率提高了9.9个百分点至40.5%，水泥发运率为43.1%、较为平稳；3月石油沥青开工改善了5.3个百分点至37.2%，其中重交沥青好于建筑沥青，指向基建建筑好于房屋建筑。综合高频开工数据来看，3月基建仍有望维持10%的增速。

图13: 水泥开工斜率收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2月挖机销量回落



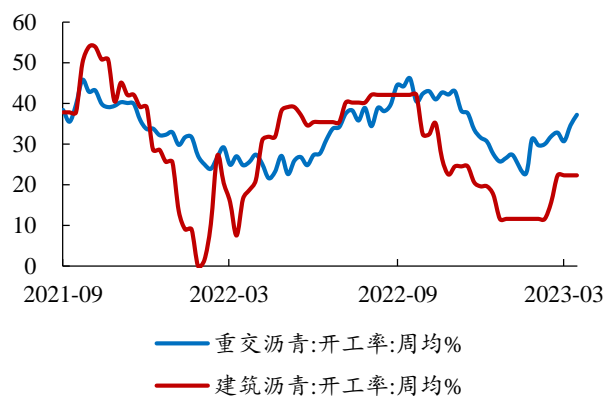
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 石油沥青开工快速向上



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 重交沥青好于建筑沥青



数据来源: 钢联数据、开源证券研究所

3、风险提示

政策变化超预期; 疫情演变超预期。

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R3（中风险），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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
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

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