

经济延续回温，分项有所分化

——3月PMI数据点评

2023年04月03日

- **事件：**3月中采制造业PMI 51.9%，较上月下跌0.7个百分点，非制造业PMI 58.2%，较上月上行1.9个百分点。
- **制造业PMI保持高景气，但超季节性下行。**3月制造业PMI环比下跌，仍位于荣枯线以上，仍处扩张态势。2月经济快速超季节性抬升，经济高斜率修复下，3月PMI在高基数下边际回落，但也表明经济修复速度可能在逐步减缓，部分结构性指标的回落也带来一定影响。
- **产需指标均边际下行，出口指数再度回落。**生产指数环比转为下跌2.1个百分点至54.6%，需求端来看，新订单、新出口订单指数环比由54.1%、52.4%下跌至53.6%、50.4%，需求整体保持在荣枯线上方。海外近期金融系统风险显现，未来经济仍存在一定压力，德国、英国制造业PMI在荣枯线下方继续下探，美国3月PMI处置边际上行，但仍处于荣枯线以下，未来出口或形成一定拖累。
- **企业产销价格水平回落，出厂价格降至荣枯线以下。**原油价格持续回落，相关产业链企业成本有所下降。厂家对原料端上涨承担的压力持续下行，出厂价格跌幅小于原材料价格跌幅，原材料和出厂价价差延续收窄态势。
- **原材料、产成品库存去化，企业采购意愿仍强。**我国产需持续修复，企业库存逐步去化，产成品累库仍高于原材料。企业原材料采购和交货时间依然活跃，供货商配送时间由52%回落为50.8%，采购量分项持平于上月的53.5%，保持在近几年的高点，一方面是生产和需求回暖带动，另一方面，原材料采购、进口量持续增加。
- **中型企业生产、新订单指数放缓最为显著，大型企业压力相对最小。**中型企业PMI下行幅度最大，大型企业的新订单和进口指数环比保持上涨，大型企业和小型企业的采购量均小幅上行。经济修复的背景下，企业经营预期逐步转好。
- **建筑业PMI高位上行，服务业延续修复。**非制造业PMI达到近几年高点，建筑业3月复工复产成效继续显现，业务活动预期指数仍处高位。3月消费场景逐步恢复，各地促消费政策措施效果显现，居民商务、旅游出行意愿加强，服务业表现持续回暖。
- **制造业就业修复放缓，服务业用工仍处荣枯线以下。**中型企业用工边际回落，小型企业用工保持增长，建筑业就业也明显放缓。
- **风险因素：**新一轮疫情超预期出现，政策落地进程不及预期，海外经济衰退压力加剧。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

企业利润下行，新动能行业仍具亮点
降准的“减压”作用
经济好转，政策有待进一步发力

正文目录

事件	3
1 制造业 PMI 分项指标多数下行, 企业采购意愿仍强	3
2 建筑业延续修复, 服务业继续回暖	5
3 总结	5
4 风险提示	6
图表 1: 制造业 PMI 边际回落 (%)	3
图表 2: 环比历年同期, 3 月 PMI 环比下跌 (%)	3
图表 3: PMI 大多回落, 但仍处高景气位置 (%)	4
图表 4: 欧美制造业 PMI 仍在荣枯线以下 (%)	4
图表 5: 原材料和产成品库存累积 (%)	4
图表 6: 原材料和出场价格价差缩窄 (%)	4
图表 7: 建筑业 PMI 大幅拉升, 服务业保持上行 (%)	5
图表 8: 建筑业新订单、活动预期指数回落(%)	5
图表 9: 企业利润和销售前瞻指数保持上行 (%)	6
图表 10: 企业融资环境持续好转 (%)	6

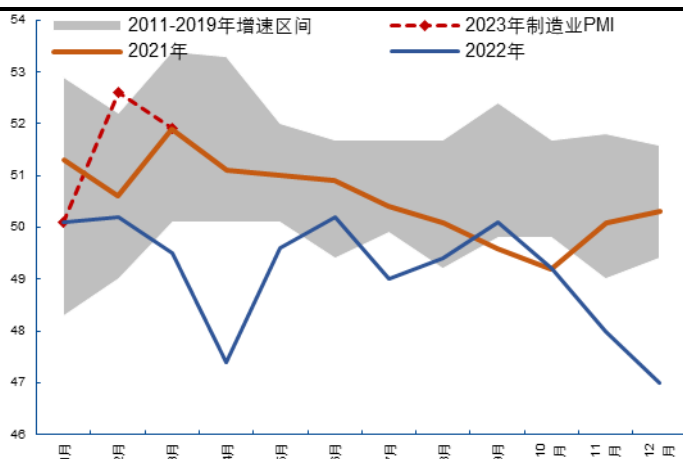
事件

2023年3月，中采制造业PMI 51.9%，较上月下跌0.7个百分点，非制造业PMI 58.2%，较上月上行1.9个百分点，综合PMI 57%，环比上行0.6个百分点。

1 制造业 PMI 分项指标多数下行，企业采购意愿仍强

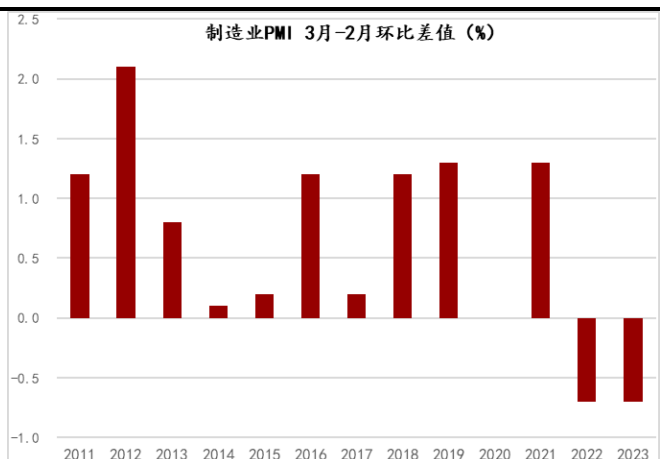
制造业PMI保持高景气，但超季节性下行。3月制造业PMI环比下跌0.7个百分点至51.9%，PMI延续处于荣枯线以上，制造业PMI仍处于扩张态势。2月经济快速超季节性抬升，PMI在高基数下边际回落，但也表明经济修复速度可能在逐步减缓，部分结构性指标的回落也带来一定影响。

图表1: 制造业PMI边际回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

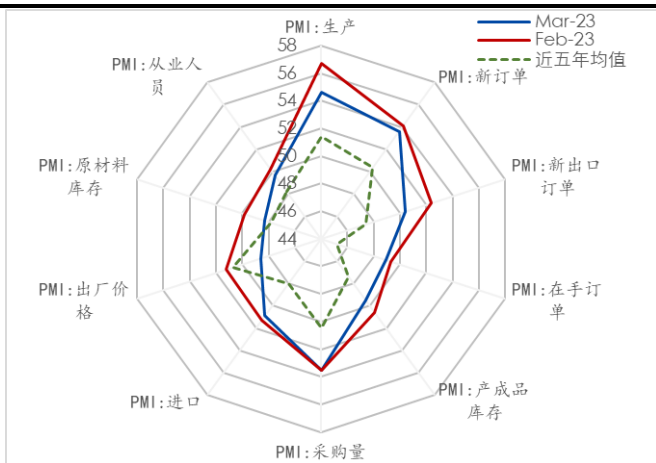
图表2: 环比历年同期, 3月PMI环比下跌 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

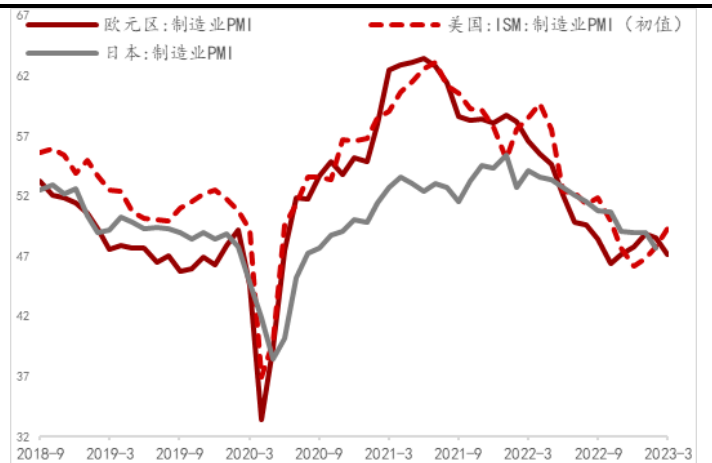
分项指标大多回落，产需指标均边际下行，整体仍处于近期高景气水平，出口指数再度回落，外需或面临下行回落的压力。分项来看，生产指数环比转为下跌2.1个百分点至54.6%，需求端来看，新订单指数环比由54.1%至53.6%，新出口订单指数环比转为下跌2个百分点至50.4%，进口指数环比转为下跌0.4个百分点至50.9%。需求端环比小幅回落，整体保持在荣枯线上方。海外近期金融系统风险显现，未来经济仍存在一定压力，德国、英国制造业PMI在荣枯线下方继续下探，美国3月PMI处置边际上行，但仍处于荣枯线下行，未来出口或形成一定拖累。从统计局公布数据来看，非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业两个指数均升至57.0%及以上较高景气区间，行业产需加快释放。

图表3: PMI大多回落,但仍处高景气位置(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 欧美制造业PMI仍在荣枯线以下(%)

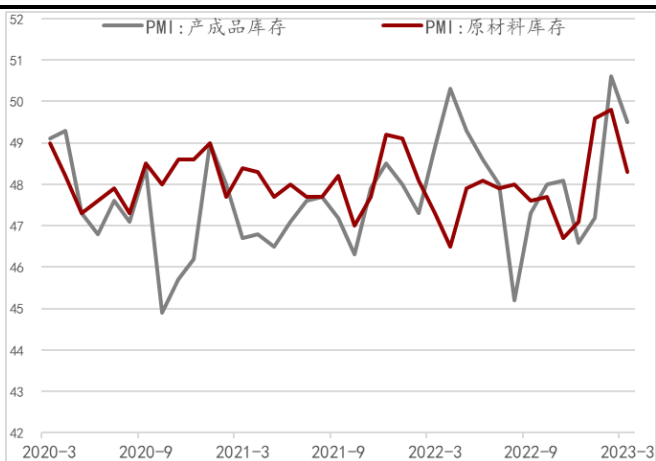


资料来源: Wind, 万联证券研究所

企业产销价格水平回落,出厂价格回落至荣枯线以下。主要原材料购进价格回落3.5个百分点至50.9%,出厂价格下行2.6个百分点至48.6%,价格指数均有所回落。原油价格持续回落,相关产业链企业成本有所下降。厂家对原料端上涨承担的压力持续下行,出厂价格跌幅小于原材料价格跌幅,原材料和出厂价价差延续收窄态势。

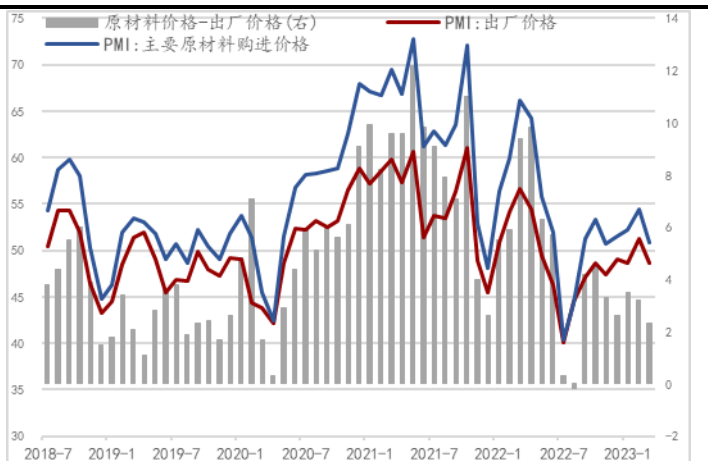
原材料、产成品库存去化,企业采购意愿仍强。产成品库存由50.6%回落至49.5%,原材料库存下跌1.5个百分点至48.3%。我国产需持续修复,企业库存逐步去化,产成品累库仍高于原材料。企业原材料采购和交货时间依然活跃,供货商配送时间由52%回落为50.8%,采购量分项持平于上月的53.5%,保持在近几年的高点,一方面是生产和需求回暖带动,另一方面,原材料采购、进口量持续增加。

图表5: 原材料和产成品库存累积(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 原材料和出厂价格价差缩窄(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

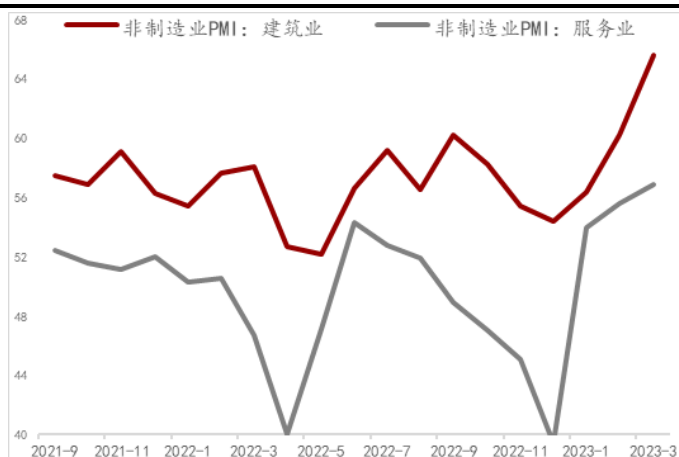
中小型企业PMI回落幅度最大,生产、新订单指数放缓最为显著,大型企业压力相对最小,小型企业原材料购进价格明显回落。企业回落0.1个pct至53.6%,中型企业由52%回落为50.3%,小型企业由51.2%回落为50.4%,中型企业下行幅度最大。从分项来看,中型企业生产指数下滑幅度最大,进口指数也明显下行,大型企业的新订单和进口指数环比保持上涨,小型企业生产、新订单指数下滑,但进口指数小幅上行。小

型企业原材料库存去化幅度相对最快，大型企业产成品库存去化相对最强，中型企业产成品、原材料去化速度最缓。大型企业和小型企业的采购量均小幅上行。价格方面，小型企业原材料购进、出厂价格下行幅度相对最快，原材料购进价格下行幅度大于出厂价格下行幅度，成本端压力正逐步缓解；仅大型企业出厂价格回落幅度大于原材料购进价格回落幅度。政策上对于中小企业的扶持仍将延续，经济修复的背景下，企业经营预期逐步转好。

2 建筑业延续修复，服务业继续回暖

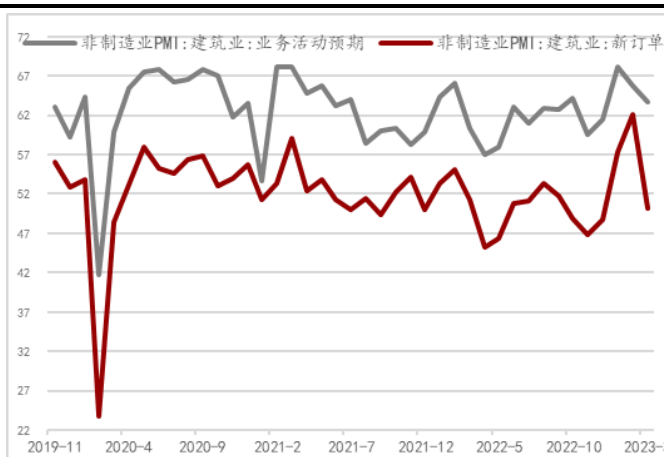
建筑业PMI高位上行，基建逐步放量，服务业延续修复。3月非制造业PMI 58.2%，较上月上行1.9个百分点，达到近几年高点。其中，建筑业PMI上行至65.6%，上月为60.2%，服务业PMI 56.9%，较上月上行1.3个百分点。建筑业业务活动预期下跌2.1个百分点至63.7%，对建筑业发展前景依然乐观。建筑业3月复工复产成效继续显现，PMI高位继续抬升。3月消费场景逐步恢复，各地促消费政策措施效果显现，居民商务、旅游出行意愿加强，服务业表现持续回暖。

图表7: 建筑业PMI大幅拉升，服务业保持上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 建筑业新订单、活动预期指数回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

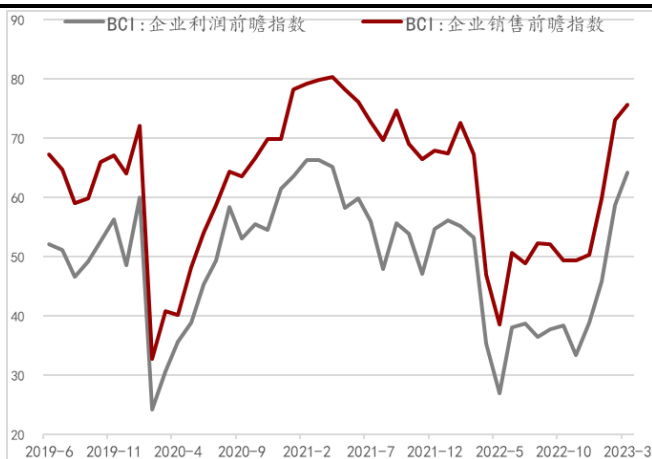
制造业就业修复放缓，中型企业用工边际回落，小型企业用工保持增长，服务业就业上行速度放缓，建筑业就业显著回落。3月制造业PMI从业人员从上月的50.2%下跌为49.7%，中型企业从业人员回落幅度最大，小型企业从业人员PMI小幅上行0.1个pct至50.1%。服务业从业人员较上月上行0.1个百分点至48.8%，依然处于荣枯线下方；建筑业从业人员 51.3%，较上月下跌7.3个百分点。

3 总结

我国经济保持稳步修复，服务业修复进程较快。我国经济延续修复，近期经济巡视，稳增长政策支持下，上半年基建预期保持稳健，房地产政策放松，地产销售持续回暖，当前传导到投资端仍有时滞。BCI企业销售和利润前瞻指数持续上行，企业经营状况继续好转，与企业采购意愿指数相互印证。企业原材料价格压力已经显著减小，产成

品价格也有所回落。经济弱复苏背景下，整体通胀预期保持温和可控。政策宽信用有望陆续流向实体，企业融资环境持续好转。二季度在低基数作用下，经济同比提速预期将强于一季度。而在海外货币政策收紧周期下，美国经济增速面临转缓压力，出口仍面临一定压力。

图表9: 企业利润和销售前瞻指数保持上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 企业融资环境持续好转 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 风险提示

新一轮疫情超预期出现，政策落地进程不及预期，海外经济衰退压力加剧。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场