



报告日期：2023年4月2日

## 中短期内工业企业产成品存货同比还将下行，我国宏观经济尚处主动去库存阶段

——3月PMI数据点评

宏观研究员：郑后成  
执业编号：S0990521090001  
电话：0755-83008511  
E-mail：houchengzheng@163.com

### 报告概要：

➤ 3月制造业PMI51.90，预期值51.50，前值52.60；3月非制造业PMI58.20，预期值55.0，前值56.30；3月综合PMI57.0，前值56.40。我们解读如下：

➤ 一、3月制造业PMI不是非常理想，3月非制造业PMI表现理想；

➤ 二、仅就PMI数据看3月我国内需较为强劲，但是3月出口增速大概率低于前值；

➤ 三、3月PPI当月同比大概率低于-2.0%，3月核心CPI当月同比下行概率大于上行概率；

➤ 四、中短期内工业企业产成品存货同比还将下行，我国宏观经济尚处主动去库存阶段；

➤ 五、3月城镇调查失业率大概率窄幅波动，2023年我国就业大概率还将面临压力；

➤ 六、4月制造业PMI还将位于荣枯线之上，但是大概率较3月下行。

### 风险因素

- 1.美欧银行业危机严重程度超预期；
- 2.我国出口金额累计同比下行幅度超预期。

### 相关报告

- 1.大宏观评论（20230329）2023年我国财政收支或将面临压力，短期内国有土地使用权出让收入累计同比不具备大幅上行基础
- 2.英大宏观评论（20230328）3月城镇调查失业率大幅下行概率较低，电力投资继续承担“大国顶梁柱”角色
- 3.英大宏观评论（20230315）3月CPI与PPI或将承压，燃料动力类PPIRM至少还有10.60个百分点的累积下行空间
- 4.英大宏观评论（20230301）国内经济恢复的基础尚不牢固，不排除2季度我国央行降准或降息的可能
- 5.英大宏观评论（20221220）基建投资大概率是2023年扩内需的主力，1-4季度GDP当季同比大概率总体上行
- 6.英大宏观评论（20221215）“稳增长”重回目标体系第一位，2023年财政政策力度大概率大于2022年
- 7.英大宏观评论（20221025）“高质量发展”引领“质的有效提升”和“量的合理增长”
- 8.英大宏观评论（20221010）大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，稳投资将是“扩内需”的主力军
- 9.英大宏观评论（20220919）央行大概率重启逆周期因子，人民币汇率反转时点有可能在2023年春季
- 10.英大宏观评论（20220907）工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业PMI跃至荣枯线之上概率较低
- 11.英大宏观评论（20220830）美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在2023年下半年

### 年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

## 目录

一、3月制造业 PMI 不是非常理想，3月非制造业 PMI 表现理想 .....	3
二、仅就 PMI 数据看 3 月我国内需较为强劲，但是 3 月出口增速大概率低于前值 .....	4
三、3 月 PPI 当月同比大概率低于-2.0%，3 月核心 CPI 当月同比下行概率大于上行概率 .....	5
四、中短期内工业企业产成品存货同比还将下行，我国宏观经济尚处主动去库存阶段 .....	7
五、3 月城镇调查失业率大概率窄幅波动，2023 年我国就业大概率还将面临压力 .....	10
六、4 月制造业 PMI 还将位于荣枯线之上，但是大概率较 3 月下行 .....	12

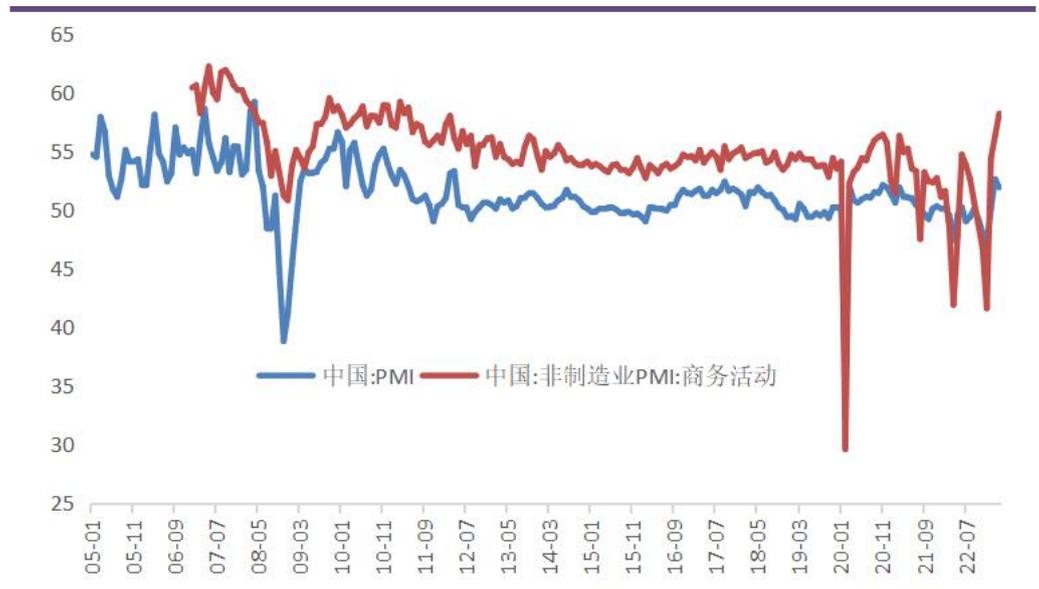
**事件：**3月制造业PMI 51.90，预期值 51.50，前值 52.60；3月非制造业PMI 58.20，预期值 55.0，前值 56.30；3月综合PMI 57.0，前值 56.40。

**点评：**

### 一、3月制造业 PMI 不是非常理想，3月非制造业 PMI 表现理想

3月制造业 PMI 录得 51.90，虽然较前值下行 0.70 个百分点，但是高于预期 0.40 个百分点，且连续 3 个月位于荣枯线之上，表明我国制造业持续处于扩张区间，但是 3 月扩张程度较 2 月放缓。虽然 3 月制造业 PMI 持平于 2020 年 12 月与 2021 年 3 月，为 2020 年 12 月以来次高值，但是我们认为，3 月制造业 PMI 不是非常理想。这一判断的依据有以下两点。**第一**，拉长周期看，在 2005 年以来 19 年的历年同期中，3 月 51.90 的绝对读数，持平于 2021 年 3 月，与之并列位于第 10 位，居于中游水平。**第二**，3 月较 2 月下行 0.70 个百分点，这一月度边际下行幅度，持平于 2022 年 3 月，但是拉长周期看，2005 年至 2021 年，历年 3 月月度边际上行幅度均为正值，其均值为 2.76 个百分点，最大值为 2020 年 3 月的 16.30 个百分点，剔除掉这一受疫情严重扰动的数值，最大值是 2008 年 3 月的 5.0 个百分点。**从主要分项看**，3 月制造业 PMI 的 5 个主要分项均较前值下行，具体看，3 月新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得 53.60、54.60、49.70、50.80、48.30，分别较前值下行 0.50、2.10、0.50、1.20、1.50 个百分点，其中，新订单与生产均大幅高于荣枯线，是 3 月制造业 PMI 的支撑项。**分企业规模看**，3 月大中小型企业的制造业 PMI 分别为 53.60、50.30、50.40，分别较前值下行 0.10、1.70、0.80 个百分点，悉数较前值下行。其中，大型企业是 3 月制造业 PMI 的主要支撑项：**一是** 53.60 的读数在大中小企业中居于首位；**二是** 大型企业制造业 PMI 仅较前值微幅下行 0.10 个百分点，远低于中小企业的下行幅度。

**图 1：3 月制造业 PMI 不是非常理想，3 月非制造业 PMI 表现理想（%）**



**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**



3月非制造业PMI为58.20，高于预期3.20个百分点，较前值上行1.90个百分点，连续3个月位于荣枯线之上，且创2011年6月以来新高。3月非制造业PMI表现理想，体现在以下两点。**第一**，3月58.20的读数，在2007年以来的17年历年同期中，持平于2007年3月，并列位于第3位，居于上游水平。**第二**，3月非制造业PMI较2月上行1.90个百分点，这一月度边际上行幅度，为2007年以来历年同期的第4高值，高于2007年至2023年1.71个百分点这一均值，如果剔除掉2020年的异常值，则均值为0.40个百分点。综上，2023年3月非制造业PMI的表现强于季节性。**从结构上看**，3月建筑业PMI为65.60，较前值上行5.40个百分点，创2011年8月以来新高；3月服务业PMI为56.90，较前值上行1.30个百分点，创2012年4月以来新高。非制造业PMI其余的9个指标，有8个指标较前值下行，仅新订单较前值上行。其中，位于荣枯线以下的指标有5个，位于50-60之间的指标有3个，位于60以上的指标有1个。**值得注意的是**，3月非制造业PMI的9个分项中，仅新订单较前值上行1.50个百分点，其余8个分项均较前值下行，下行幅度的算数平均值为2.36个百分点。在此背景下，3月非制造业PMI较前值上行1.90个百分点。与之相类似的是，3月建筑业PMI较前值上行5.40个百分点，但是建筑业PMI的5个分项，即新订单、业务活动预期、投入品价格、销售价格、从业人员分别较前值下行11.90、2.10、0.90、2.70、7.30个百分点。在（绝大部分）分项均较前值下行的背景下，非制造业PMI与建筑业PMI却较前值大幅上行，一个可能的原因是，非制造业PMI与建筑业PMI并不是通过分项的加权平均计算出来的。

## 二、仅就PMI数据看3月我国内需较为强劲，但是3月出口增速大概率低于前值

3月新订单、新出口订单与在手订单分别为53.60、50.40、48.90，分别较前值下行0.50、2.0、0.40个百分点。3月新订单持平于2020年12月与2021年3月，为2020年12月以来次高值。从这一点看，3月我国需求较为强劲，处于扩张状态。

仅从PMI数据角度出发，3月我国内需表现“不错”，体现在以下两点：**一是**3月“新订单-新出口订单”这一复合指标录得3.20个百分点，持平于2021年7月，为2021年7月以来的次高值，仅低于2023年1月的4.80个百分点；**二是**3月进口指数录得50.90，虽然较前值下行0.40个百分点，但是连续2个月位于荣枯线之上，持平于2021年5月，为2021年4月以来次高值。究其原因，有以下四点：**一是**3月是传统的开工旺季，生产对需求有较强的带动效应；**二是**新冠肺炎疫情得到有效控制，接触性与场景式消费得到提振，居民出行需求大为增加；**三是**3月5日《政府工作报告》延续2022年中央经济工作会议精神，将“着力扩大国内需求”置于2023年重点工作的首位；**四是**4季度货币政策执行报告指出，“稳健的货币政策要精准有力”，“着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持”，在此背景下，3月央行降准25个基点，对实体经济需求形成一定支撑。

外需方面，3月新出口订单大幅回落2.0个百分点至50.40，逼近但是依旧位于荣枯线之上。从海外主要经济体制造业PMI来看：美国方面，3月Markit制造业PMI录得49.30，

较前值上行 2.0 个百分点，创近 5 个月新高；欧元区方面，3 月欧元区制造业 PMI 录得 47.10，较前值下行 1.40 个百分点，创近 4 个月新低，其中，德国的制造业 PMI 录得 44.40，较前值下行 1.90 个百分点，创 2020 年 6 月以来新低；日本方面，3 月日本制造业 PMI 录得 49.20，较前值上行 1.50 个百分点；英国方面，3 月英国制造业 PMI 录得 48.0，较前值下行 1.30 个百分点。**首先**，在 3 月美欧央行持续加息，以及美欧银行业出现危机的背景下，海外主要经济体制造业 PMI 在短期内大概率还将承压下行，对 3 月我国出口金额累计同比形成利空。**此外**，3 月 CRB 指数同比为-10.62%，较 2 月大幅下行 13.02 个百分点，自 2021 年 2 月以来首次进入负值区间，同样对 3 月我国出口金额累计同比形成利空。**最后**，在 3 月新出口订单录得 52.40，创 2011 年 4 月以来新高的背景下，3 月出口金额当月同比录得-1.30%，而 3 月出口金额累计同比录得-6.80%。对比 2 月，3 月新出口订单大幅回落 2.0 个百分点，预示 3 月出口金额当月同比与累计同比大概率均低于各自的前值。

图 2：3 月 CRB 指数同比自 2021 年 2 月以来首次进入负值区间（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

### 三、3 月 PPI 当月同比大概率低于-2.0%，3 月核心 CPI 当月同比下行概率大于上行概率

3 月主要原材料购进价格指数为 50.90，较前值大幅下行 3.50 个百分点，创近 4 个月新低；3 月出厂价格指数 48.60，较前值下行 2.60 个百分点，时隔 1 个月再次跌至荣枯线之下，同样创近 4 个月新低。分企业规模看：3 月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为 51.30、51.10、49.70，分别较前值下行 2.80、3.70、4.90 个百分点，其中，小型企业跌至荣枯线之下；3 月大中小型企业的出厂价格分别为 50.00、48.10、46.90，分别较前值下行 3.30、1.10、3.50 个百分点，其中，大型企业踩线“荣枯线”，而中小型企业跌至荣枯线之下。3 月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为 2.30 个百分点，较前值收窄 0.9 个百分点，主因主要原材料购进价格指数的下行幅度大于出厂价格指数的下行幅

度。

我们认为，3月PPI当月同比大概率在2月的基础上继续大幅下探。这一判断的依据有以下四点。**第一**，3月主要原材料购进价格指数较前值大幅下行，且逼近荣枯线，表明主要原材料购进价格扩张幅度放缓，在边际角度利空3月PPI当月同比。**第二**，3月出厂价格指数滑至荣枯线之下。值得指出的是，在2月出厂价格指数大幅上行且跃至荣枯线的背景下，2月PPI当月同比较1月大幅下行0.60个百分点，而在3月出厂价格大幅下行并滑至荣枯线之下的背景下，3月PPI当月同比大概率较2月下行。**第三**，从宏观经济基本面看，受美欧银行业危机的冲击下，3月国际油价承压下行，叠加考虑2022年同期受“俄乌冲突”冲击国际油价基数大幅上行，因此3月国际油价同比大概率较2月下行，从新涨价因素角度利空3月PPI当月同比。**第四**，虽然2022年同期基数下行0.50个百分点，利多2023年3月PPI当月同比，但是2023年3月PPI当月同比翘尾因素较2月大幅下行1.08个百分点，对2023年3月PPI当月同比形成强有力的压制。**综上**，我们认为2023年3月PPI当月同比较2月的下行幅度，要大于2023年2月较1月的下行幅度，即0.60个百分点，换句话说，2023年3月PPI当月同比大概率低于-2.0%。

3月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数均较前值大幅下行，利空3月工业企业盈利增速，但是3月“出厂价格指数-主要原材料购进价格指数”为-2.30个百分点，较前值收窄0.9个百分点，直观理解是利多3月工业企业盈利增速，因为主要原材料价格指数的下行幅度大于出厂价格指数的下行幅度。此时我们面临的一个问题是，在“多空交织”的背景下，3月工业企业利润总额累计同比较2月上行，还是较2月下行？或者说，工业企业盈利增速跟的是主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值，还是出厂价格指数与主要原材料购进价格指数的绝对值？

图3：“出厂价格-主要原材料购进价格”与企业利润增速负相关（%；百分点）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

从图形走势看，“出厂价格指数-主要原材料购进价格指数”与工业企业利润总额累计同比呈负相关关系：一旦二者的差值走阔，则工业企业利润总额累计同比承压；一旦二者的差值收窄，则工业企业利润总额累计同比大概率上行。同样从图形走势上看，出厂价格指数与工业企业利润总额累计同比总体呈正相关关系：一旦出厂价格指数下行，则工业企业利润总额累计同比承压；一旦出厂价格指数上行，则工业企业利润总额累计同比面临支撑。具体到3月，出厂价格指数与主要原材料购进价格指数的差值收窄，但是出厂价格指数跌至荣枯线之下，二者无法形成“共振”。据此，我们认为3月工业企业利润总额累计同比大概率在2月的基础上震荡，但是考虑到3月PPI当月同比大概率在2月的基础上大幅下行，预计3月工业企业利润总额累计同比大概率在2月的基础上下行。

**图 4：出厂价格指数与工业企业利润总额累计同比总体呈正相关关系（%；%）**



**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

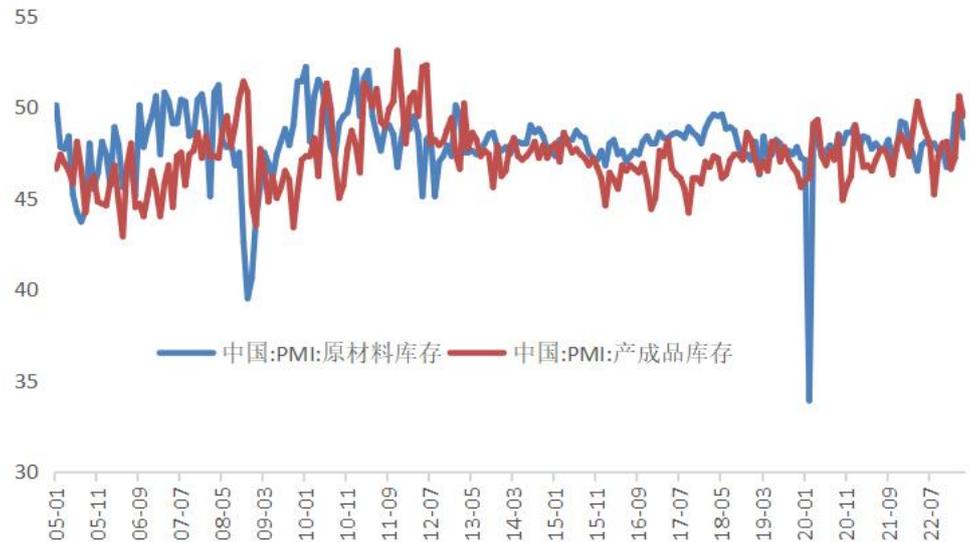
3月非制造业PMI投入品价格与销售价格分别为50.30、47.80，分别较前值下行0.80、3.0个百分点。从“销售价格-投入品价格”看，3月为-2.50个百分点，较前值走阔2.20个百分点，主因销售价格的下行幅度大于投入品价格的下行幅度。其中，3月建筑业投入品价格与销售价格分别为54.40、50.90，分别较前值下行0.90、2.70个百分点，但均位于荣枯线之上；3月服务业投入品价格与销售价格分别为49.60、47.30，分别较前值下行0.80、3.10个百分点，且双双跌至荣枯线之下。在以上背景下，尤其是在服务业投入品价格与销售价格双双大幅下行且跌至荣枯线的背景下，叠加考虑2022年同期基数持平，我们认为3月核心CPI当月同比难以大幅上行，且下行概率大于上行概率。

#### **四、中短期内工业企业产成品存货同比还将下行，我国宏观经济尚处主动去库存阶段**

3月原材料库存为48.30，较前值下行1.50个百分点，时隔1个月再次滑至荣枯线之下；3月产成品库存为49.50，较前值下行1.10个百分点，为近3个月新低。分企业规模看：3月大中型企业原材料库存均较前值下行，具体看，分别为49.60、47.30、46.80，分别

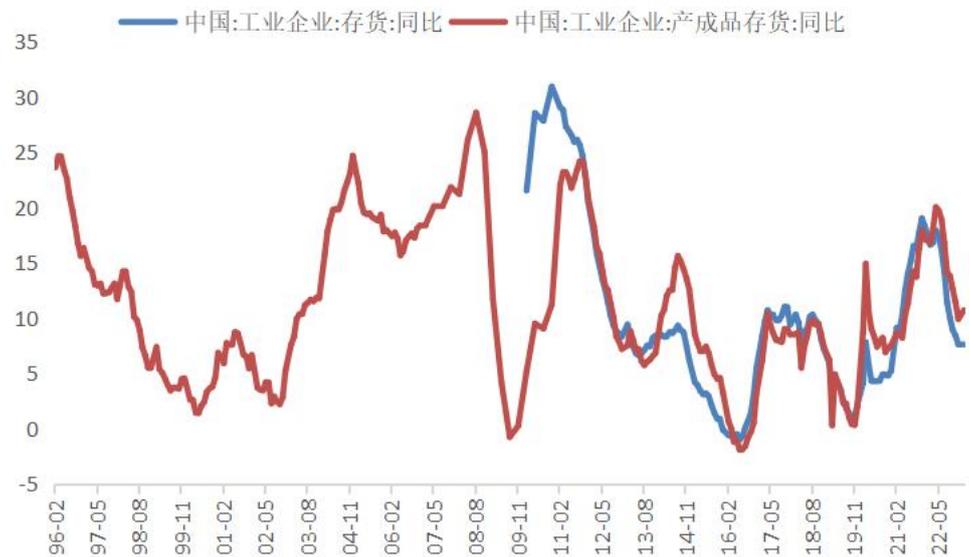
较前值下行 0.90、0.60、3.90 个百分点，其中，小型企业下行幅度最大；3 月中小型企业产成品库存均较前值下行，具体看，分别为 49.50、49.60、49.40，分别较前值下行 1.80、0.20、0.80 个百分点，其中，大型企业下行幅度最大。

图 5：3 月原材料库存与产成品库存双双下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图 6：工业企业存货同比是工业企业产成品存货同比的领先指标（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

我国库存周期的代表性指标是工业企业产成品存货同比。2 月工业企业产成品存货同比录得 10.70%，较前值上行 0.80 个百分点，止步“八连跌”。目前的问题是，工业企业产成品存货同比是不是已经触底止跌反弹，乃至反转了？我国宏观经济是不是已经进入补库存阶段？对此，我们认为工业企业产成品存货同比大概率还将继续下行，也就是说，我国宏

观还将处于去库存阶段。我们做出这一判断的依据有以下两点。**第一**，2月工业企业存货同比录得7.50%，较前值下行0.10个百分点，连续9个月下跌，创2021年2月以来新低。工业企业存货同比是工业企业产成品存货同比的领先指标。在2月工业企业存货同比下行的背景下，3月工业企业产成品存货同比大概率还将继续下行。**第二**，我国工业企业产成品存货同比与美国库存总额同比是同步指标。1月美国库存总额同比录得11.14%，较前值下行1.47个百分点，自2022年6月以来持续下探。我们认为中短期之内美国库存总额同比大概率还将持续下探，这就意味着我国工业企业产成品存货同比大概率也将持续下行。综上，中短期之内我国宏观经济还处于“去库存”阶段。

图7：我国工业企业产成品存货同比与美国库存总额同比是同步指标（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

图8：价格低迷以及工业企业利润增速深度负增长是萧条阶段的主要特征（%）



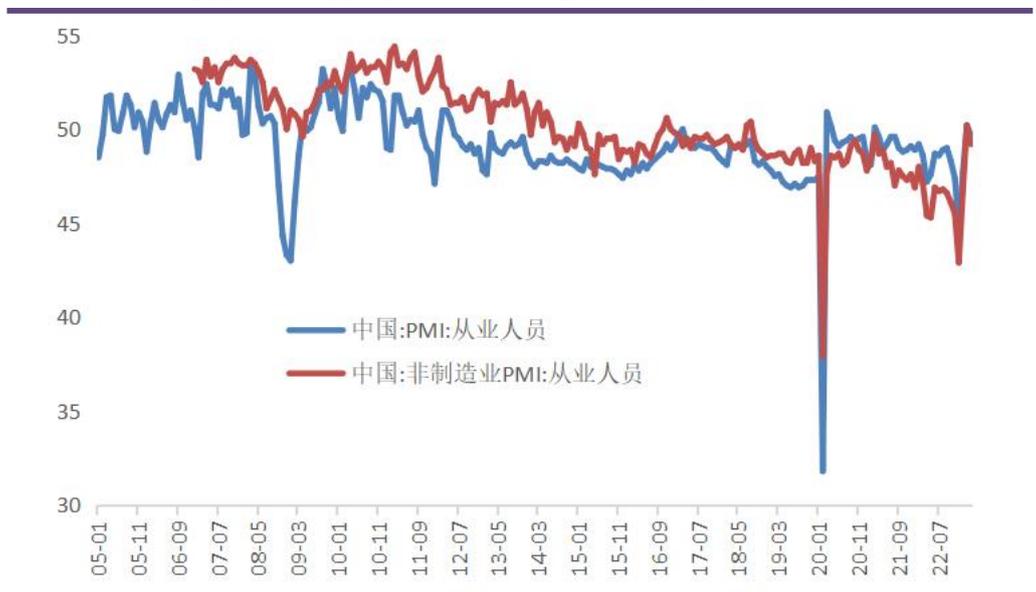
数据来源：WIND 英大证券研究所整理

接下来的问题是，当前我国处于主动去库存阶段还是被动去库存阶段？也就是说，我国宏观经济处于萧条阶段还是复苏阶段？我们认为，当前我国宏观经济大概率还处于主动去库存阶段，也就是萧条阶段。我们做出这一判断的依据是，2月我国PPI当月同比录得-1.40%，较前值下行0.60个百分点，创2020年12月以来新低。根据我们上文的分析，3月PPI当月同比大概率还将继续下行，大概率不高于-2.0%。宏观经济萧条阶段的主要特征就是价格低迷。此外，2月我国工业企业利润总额累计同比录得-22.90%，较前值大幅下行18.90个百分点，创2020年5月以来新低。在工业企业利润总额累计同比深度负增长的背景下，有理由认为我国宏观经济处于萧条阶段。

从宏观经济基本面看，我们坚持此前的观点：2023年我国出口金额累计同比大概率进入负增长区间，且不排除全年持续负增长的可能；2023年我国制造业投资增速中枢大概率低于2022年，至少在2023年上半年持续下探；2023年消费增速面临一定利空，通过扩消费进而扩内需面临一定约束；基建投资是2023年“投资的关键作用”的主力军；2023年上半年房地产投资增速大幅上行概率较低。我们认为2023年下半年宏观经济强于上半年，可能的推动力量是出口金额累计同比的低点在年中，下半年我国就业情况好于上半年，二者均利多下半年消费增速，此外，在宏观政策的刺激下，不排除下半年房地产投资增速强于上半年的可能，最后，下半年美联储有可能降息，在流动性方面对我国形成利多。

### 五、3月城镇调查失业率大概率窄幅波动，2023年我国就业大概率还将面临压力

图9：3月制造业PMI从业人员指数与非制造业从业人员指数双双下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

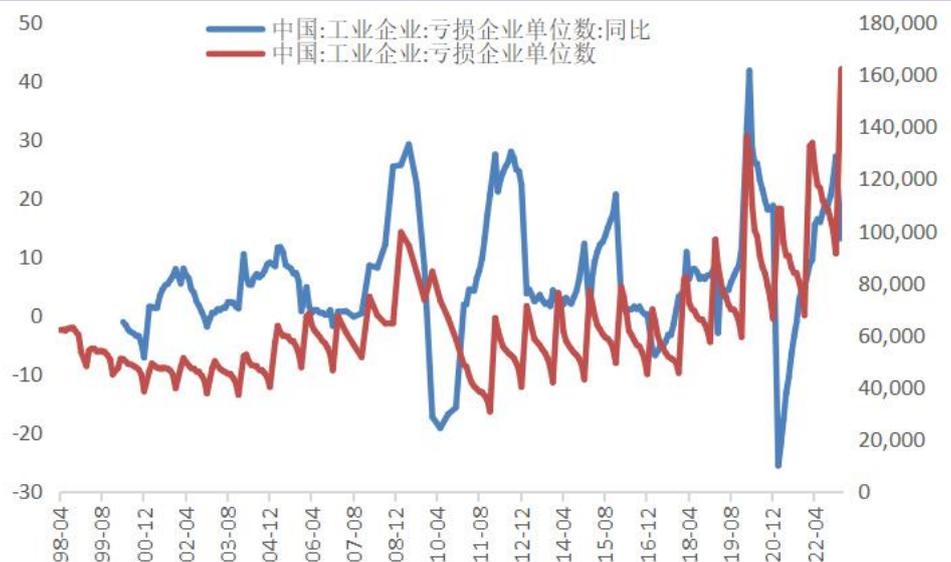
从PMI数据看，3月就业情况面临一定压力，体现为四点。**第一**，3月制造业PMI从业人员指数录得49.70，较前值下行0.50个百分点，时隔1个月再次滑至荣枯线之下。**第二**，3月大中型企业的从业人员指数分别为50.60、47.90，分别较前值下行0.40、1.20个百分点。**第三**，3月非制造业从业人员指数为49.20，较前值下行1.0个百分点，时隔1个月再

次滑至荣枯线之下。**第四**，3月建筑业从业人员为51.30，较前值下行7.30个百分点，创近3个月新低，且逼近荣枯线。在此基础上，我们认为3月城镇调查失业率还将面临一定压力，并坚持在《英大证券宏观评论：3月城镇调查失业率大幅下行概率较低，电力投资继续承担“大国顶梁柱”角色（20230328）》中“3月城镇调查失业率大幅下行概率较低”的判断。

与此同时，我们也应该看到3月PMI数据中的亮点。**第一**，虽然3月制造业PMI从业人员指数时隔1个月再次滑至荣枯线之下，但是49.70的绝对读数，其实并不低，依旧为2021年4月以来的次高值。**第二**，3月小型企业的从业人员指数为50.10，较前值上行0.10个百分点，逆势跃至荣枯线之上。**第三**，虽然3月非制造业从业人员指数时隔1个月再次滑至荣枯线之下，但是49.20的绝对读数，依旧为2021年4月以来的次高值。**第四**，3月服务业PMI从业人员为48.80，较前值上行0.10个百分点，持平于2021年3月，为2018年9月以来最高值。基于以上分析，我们认为3月城镇调查失业率大幅上行的概率较低。

**展望2023年**，我国就业大概率还将面临压力。这一判断来自工业企业利润数据的依据有以下三点。**第一**，2月工业企业亏损企业亏损额累计同比录得28.0%，虽然较2022年全年下行0.30个百分点，以及较2022年同期下行3.60个百分点，但是从绝对读数看，2月工业企业亏损企业亏损额累计值为4505.80亿元，较2022年同期上行246.60亿元，表明工业企业盈利情况不乐观。**第二**，2月工业企业亏损企业单位数同比录得13.10%，虽然较2022年全年下行14.0个百分点，但是较2022年同期上行3.60个百分点。从绝对读数看，2月工业企业亏损企业单位数为161892.00家，较2022年全年上行70670.00家，较2022年同期上行28275.00家，创1998年4月有数据记录以来新高。

**图 10：工业企业亏损企业单位数创 1998 年 4 月有数据记录以来新高（%；家）**



**数据来源：WIND 英大证券研究所整理**

**第三**，2月工业企业平均用工人数累计同比录得-1.70%，虽然较2022年全年上行0.10

个百分点，但是较 2022 年同期下行 2.20 个百分点。从绝对读数看，工业企业平均用工人数累计值为 7330.20 万人，较 2022 年全年下行 219.00 万人，较 2022 年同期下行 101.30 万人。值得指出的是，7330.20 万人的绝对读数，为 2022 年 3 月以来新低，表明企业用人需求出现萎缩。从近 3 年经验看，2 月是工业企业平均用工人数累计值传统的下行期，主因春节因素，但是 2023 年 2 月工业企业平均用工人数累计值的下行幅度要大于 2021 年 2 月与 2022 年 2 月，表明 2023 年我国就业依旧承压。

图 11：2 月工业企业平均用工人数下行幅度大于 21 年与 22 年同期（%；万人）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

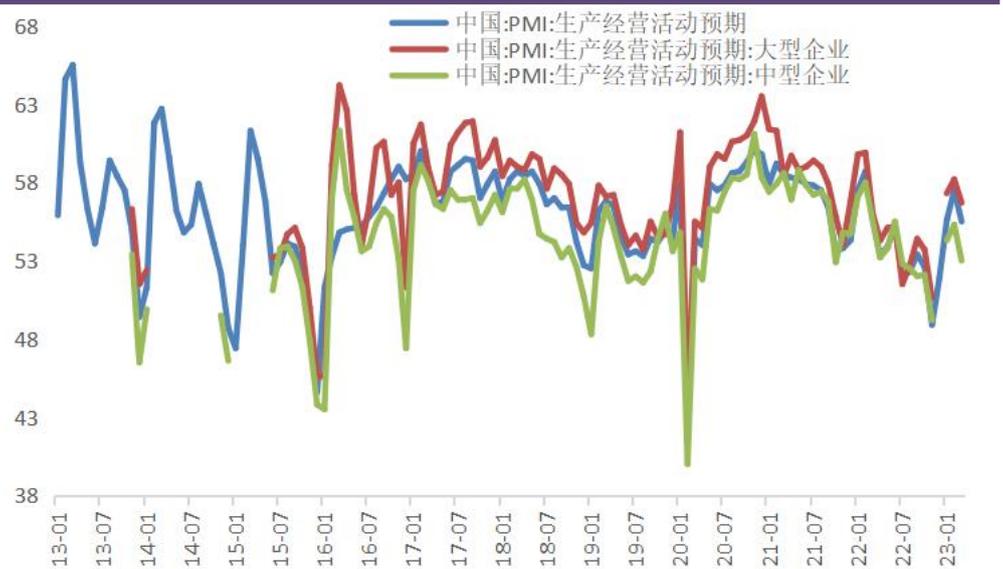
在以上分析的基础上，我们坚持在《英大证券宏观评论：基建投资大概率是 2023 年扩内需的主力，1-4 季度 GDP 当季同比大概率总体上行（20221220）》中“2023 年上半年城镇调查失业率高于下半年”的判断，也就是说，2023 年下半年城镇调查失业率低于下半年。

#### 六、4 月制造业 PMI 还将位于荣枯线之上，但是大概率较 3 月下行

展望 4 月，我们认为制造业 PMI 还将位于荣枯线之上，但是大概率较前值下行。我们做出这一判断的依据有以下六点。**第一**，3 月制造业 PMI 相关预期指标均较 2 月下行：一是 3 月制造业 PMI 生产经营活动预期录得 55.50，较前值下行 2.0 个百分点；二是分企业规模看，大中小型企业的生产经营活动预期指数分别为 56.70、53.00、56.30，分别较前值下行 1.50、2.30、2.50 个百分点。**第二**，3 月制造业 PMI 51.90 的读数处于历史高位区间。在此背景下，向历史均值区间移动是统计意义上的大概率事件。**第三**，回顾历史走势，2005 年至 2022 年的 18 年间，4 月制造业 PMI 较 3 月下行的有 10 年，占比 55.56%，持平于 3 月的有 1 年，占比 5.56%，较 3 月上行的有 7 年，占比 38.89%。可见，4 月较 3 月下行是大概率事件。我们进一步分析，4 月较 3 月下行的这 10 年，有 9 年位于 2011 年之后，只有 1 年位于 2011 年之前，即 2005 年。究其原因，是因为 2011 年以来我国宏观经济系统性承压。尤其需要指出的是，2016 年至 2022 年的 7 年间，4 月制造业 PMI 均较 3 月下行。**第四**，从宏

观经济基本面看，我们在《英大证券宏观评论：基建投资大概率是 2023 年扩内需的主力，1-4 季度 GDP 当季同比大概率总体上行（20221220）》中提出，“2023 年宏观经济面临的‘增量’困难与挑战有两个：一是 2023 年我国出口金额累计同比大概率进入负增长区间，且不排除全年持续负增长的可能；二是 2023 年我国制造业投资增速中枢大概率低于 2022 年，并至少在 2023 年上半年持续下探，且不排除全年持续下探的可能”，此外，4 季度货币政策执行报告明确指出“也当前外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固”，在此背景下，制造业 PMI 继续上行压力较大。**第五**，从宏观政策看，3 月央行超预期降准 25 个基点，对 3 月制造业 PMI 有较强的提振作用。4 月央行不会再降准，且大概率不会降息，因此来自货币政策的对制造业 PMI 的支撑将趋弱。**第六**，3 月 16 日欧洲中央银行召开货币政策会议，决定将欧元区三大关键利率均上调 50 个基点，3 月 22 日美联储联邦公开市场委员会(FOMC)宣布，将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 4.75%至 5%之间，为 2007 年 10 月以来的最高水平，叠加席卷美欧大陆的银行业危机尚未平息，预计美国 Markit 制造业 PMI 难以继续上行，进而摩根大通全球制造业 PMI 大概率掉头向下，这将对我国制造业 PMI 形成一定压力。

图 12：3 月制造业 PMI 相关预期指标均较 2 月下行（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

---

### 风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

---