

制造业小幅回落，非制造业延续景气

——3月PMI数据点评

相关研究：

1. 《景气度弱复苏，企业主动补库意愿不强》 2022.09.06
2. 《供需两弱，企业当前在被动补库》 2022.11.01
3. 《预期正好转》 2023.02.01
4. 《PMI创新高，建筑业景气度回升明显》 2023.03.02

分析师：何超

证书编号：S0500521070002

Tel: 021-50295325

Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

3月制造业PMI录得51.9，前值为52.6；服务业PMI录得56.9，前值为55.6。

□ PMI小幅下行，但仍位于扩张区间

3月制造业PMI读数小幅下滑，宏观经济仍处于扩张区间，基本面持续改善的逻辑依然成立。从分项上看，PMI生产读数54.6，较上月56.7的水平下降了2.1个百分点；PMI新订单读数53.6，较上月54.1的水平下降了0.5个百分点。边际上看，生产端的下降速度要快于需求端，但从数值上看，生产景气度仍要略高于需求景气度，两者均位于荣枯线之上。本月PMI新出口订单录得50.4，较前值下滑了2个百分点。今年我国的出口环境变得相对复杂，而出口的表现对于我国制造业也具有外溢效应。

□ 非制造业PMI继续上扬

本月非制造业PMI延续了较强的上升势头，PMI商务活动、PMI建筑业、PMI服务业分别录得58.2、65.6、56.9，较上月继续上行1.9pct、5.4pct、1.3pct。与地产基建相关的建筑业也是今年一季度表现最为突出的分项，无论从绝对值还是边际变化看，建筑业的景气度都在快速扩张。我们理解一方面和年初以来的开工行情有关，尤其是防疫政策的放松促进了相关项目的开工和施工；另一方面去年四季度起密集出台的地产、基建相关增量政策也有正向贡献。疫情全面放开后，服务业的复苏并非呈现出短期的快速反弹，而是持续的温和的在修复。3月PMI服务业较前值上升1.3个百分点，服务业新订单较前值上升3.8个百分点，服务业从业人员较前值上升0.1个百分点。今年全球经济发展脉络大概率呈现“东升西降”的特征，相比于国内经济复苏的确定性，我们更关注的是经济修复的斜率。其中以服务业为代表的内需的修复是重要一环，这一方面取决于相关扩内需政策的落地执行情况，另一方面取决于微观主体资产负债表的修复进程，需要我们密切关注二季度相关高频指标的表现

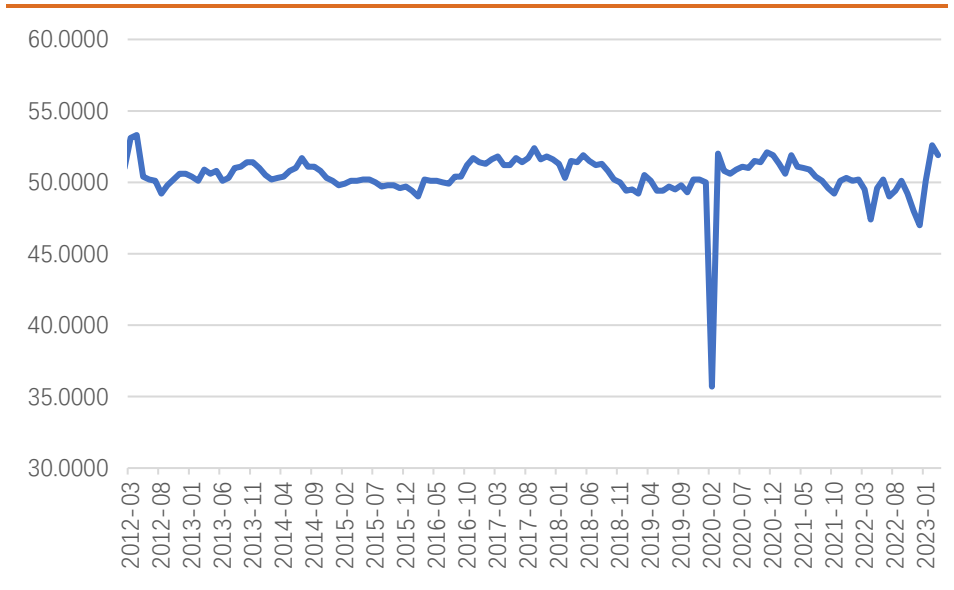
□ 风险提示

消费者信心恢复不及预期；外需回落超预期。

1 制造业 PMI 小幅下行，但仍位于扩张区间

3 月官方制造业 PMI 录得 51.9，前值为 52.6。3 月 PMI 读数虽然从近十年高点有所下滑，但幅度有限，宏观经济仍处于扩张区间，基本面持续改善的逻辑依然成立。

图 1 我国制造业 PMI 走势 (%)

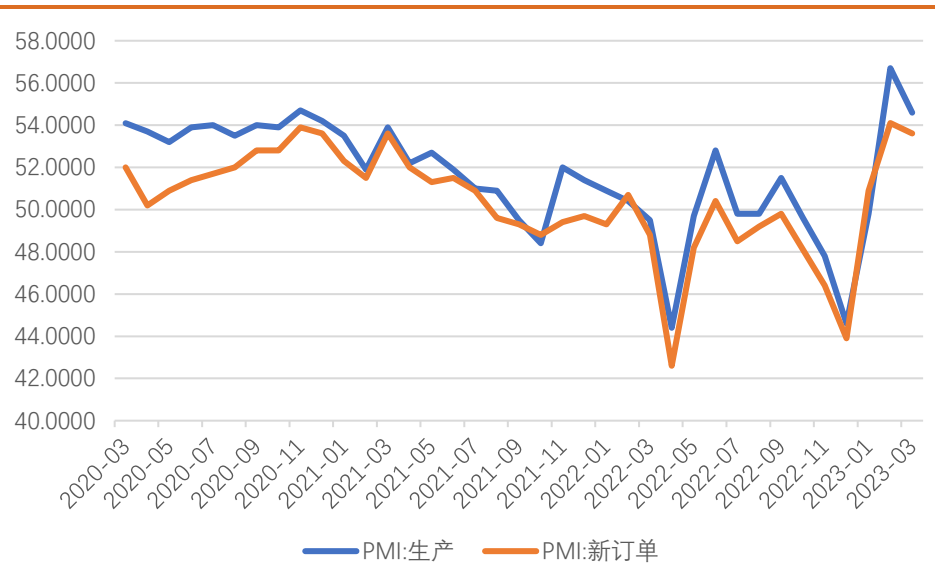


资料来源：湘财证券研究所、Wind

从分项上看，PMI 生产读数 54.6，较上月 56.7 的水平下降了 2.1 个百分点；PMI 新订单读数 53.6，较上月 54.1 的水平下降了 0.5 个百分点。边际上看，生产端的下降速度要快于需求端，但从数值上看，生产景气度仍要略高于需求景气度，两者均位于荣枯线之上。

年初以来，生产端呈现于更为强劲的反弹势头，2 月的 PMI 生产项从 1 月的 49.8 一跃升至 56.7，同期 PMI 新订单从 50.9 升至 54.1。我们在上期报告的解读中认为这是以后制造业企业的生产效率以得到显著修复，供给能力充足，而且生产的弹性一般要大于需求的弹性，反映在数据中就表现为数值的波动更为剧烈，这一点也在本月的 PMI 读数中再次得到印证。

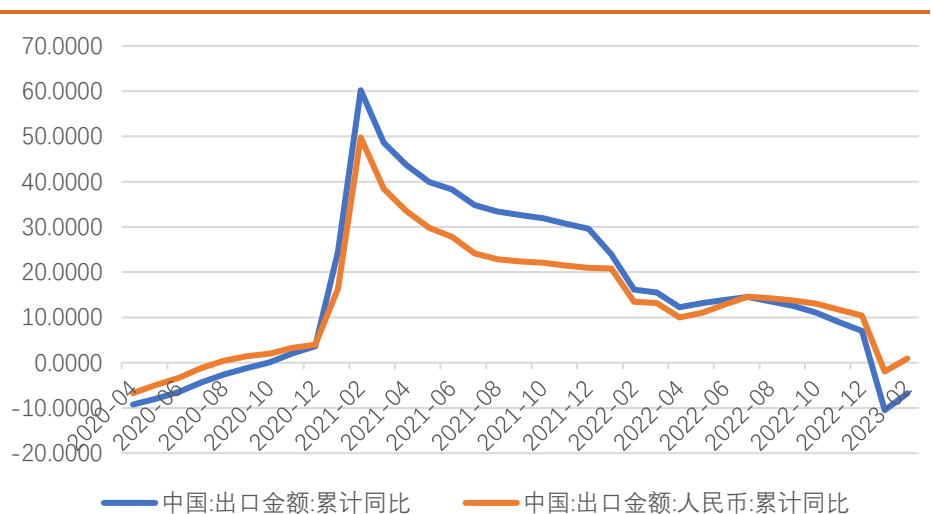
图 2 PMI 生产和新订单指数 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

本月 PMI 新出口订单录得 50.4，较前值下滑了 2 个百分点。今年我国的出口环境变得相对复杂，而出口的表现对于我国制造业也具有外溢效应。一般来讲，我国东南沿海一带的制造业很大程度上都是出口导向型的，出口好则制造业好，出口弱则制造业弱。今年 1~2 月，我国出口金额以美元计价同比下降了 6.8%，以人民币计价同比微涨了 0.91%，从趋势上看，我国出口外贸的情况自从去年 8 月起急速恶化，而且从现状和未来全球经济预期来看，我国今年的出口形势也较难有所改观。

图 3 我国出口金额累计同比 (%)



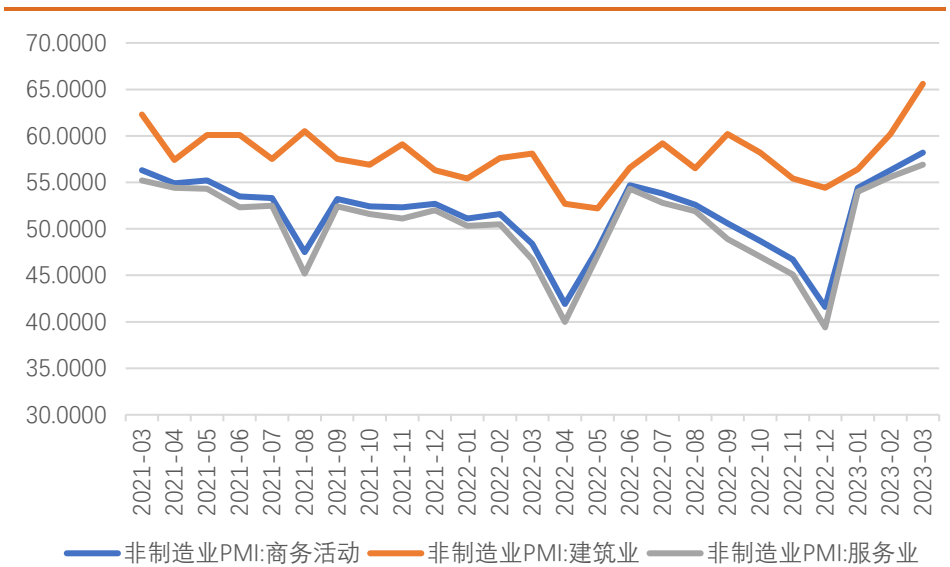
资料来源：湘财证券研究所、Wind

但从本月 PMI 新出口订单看，我们认为当前无需过度悲观。第一，本月的 PMI 新出口订单指数 50.4 仍处于荣枯线之上；第二，我国国内的基本面仍在持续改善，伴随疫情影响越来越弱叠加政策成效逐渐显现，未来国内宏观经济向好的确定性也将越来越高；第三，我国制造业正在努力向绿色化、智能化、高端化方向转型，从出口结构上也可以发现，汽车、汽车零部件、集成电路等行业的出口表现抢眼。

2 非制造业 PMI 继续上扬

本月非制造业 PMI 延续了较强的上升势头，PMI 商务活动、PMI 建筑业、PMI 服务业分别录得 58.2、65.6、56.9，较上月继续上行 1.9pct、5.4pct、1.3pct。

图 4 PMI 非制造业 (%)



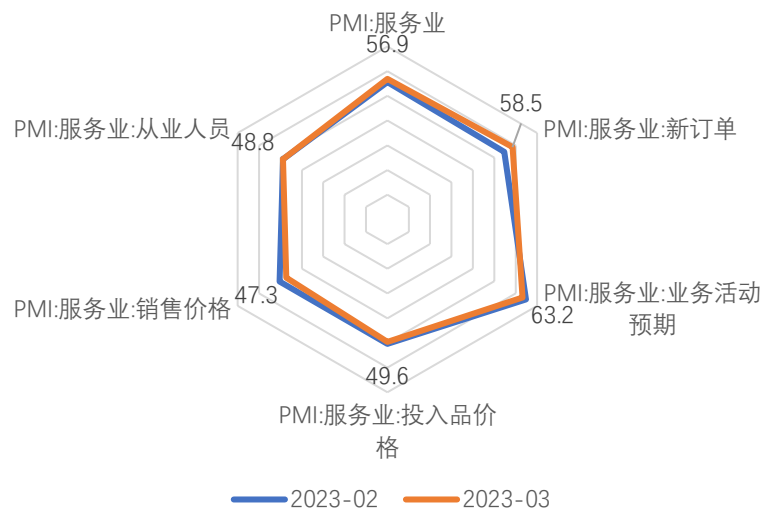
资料来源：湘财证券研究所、Wind

与地产基建相关的建筑业也是今年一季度表现最为突出的分项，无论从绝对值还是边际变化看，建筑业的景气度都在快速扩张。我们理解一方面和年初以来的开工行情有关，尤其是防疫政策的放松促进了相关项目的开工和施工；另一方面去年四季度起密集出台的地产、基建相关增量政策也有正向贡献。

疫情全面放开后，服务业的复苏并非呈现出短期的快速反弹，而是持续的温和的在修复。3月 PMI 服务业较前值上升 1.3 个百分点，服务业新订单较前值上升 3.8 个百分点，服务业从业人员较前值上升 0.1 个百分点。

今年全球经济发展脉络大概率呈现“东升西降”的特征，相比于国内经济复苏的确定性，我们更关注的是经济修复的斜率。其中以服务业为代表的内需的修复是重要一环，这一方面取决于相关扩内需政策的落地执行情况，另一方面取决于微观主体资产负债表的修复进程，需要我们密切关注二季度相关高频指标的表现。

图 5 PMI 服务业及其分项 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 风险提示

消费者信心恢复不及预期；外需回落超预期。

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限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。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。