

2023年03月31日

修复持续，斜率放缓——3月PMI数据点评

事件点评

投资要点

◆ 事件：1) 2023年3月制造业PMI 51.9 (前值 52.6)。2023年以来经济持续处于扩张区间，3月扩张幅度有所缩小，但强于3年疫情前的历史均值水平。2) 非制造业景气度提升至 58.2，前值 56.3，带动3月综合PMI产出指数提升 0.6至 57，其中建筑业景气度高位基础上大幅抬升 4.6至 60.2，高于疫情前历史同期水平 (55.7)，服务业保持高景气，3月PMI为 56.9 (前值 55.6)。

◆ 制造业方面，生产和需求总体稳步修复。

◆ 1) 总体而言，生产端，扩张幅度小幅回落但仍保持较高景气，3月为 54.6，前值 56.7。需求端，内需强于外需，新出口订单重回荣枯线附近，3月为 50.4，前值 52.4，3月“新订单-新出口订单”由前值 1.7 提升至 3.2。生产经营活动预期有所回落但仍处高位，3月为 55.5，前值 57.5，受此影响，企业采购活动保持活跃，连续两个月达 53.5，为 2020年12月以来最高点。原材料购进价格由 54.4 大幅回落至 50.9，出厂价格由前值 51.2 回落至收缩区间 48.6。就业再度收缩，3月为 49.7，前值 50.2。

◆ 2) 大、中、小型企业对比来看，大企业景气度保持较高水平，中小企业继2月明显扩张后回落至荣枯线附近。大型企业生产指标、需求指标、扩张意愿 (采购量、进口)、出厂价格指数均显著优于中、小企业，说明大型企业由于获客能力、下游议价能力强，进而恢复动能更强，其生产、新订单均高达 56 以上。

◆ 3) 分行业而言，装备制造业保持高景气，消费品行业稳步复苏，高技术制造业景气度明显回落。基建带动下近两个月装备制造业景气度恢复弹性强于消费品行业，但消费品成为3月扩张幅度唯一环比增大的行业；高技术制造业扩张幅度明显回落，或一定程度受出口偏弱影响。3月装备制造业、消费品制造业、高技术制造业PMI分别环比变动-1.5、0.6、-2.4至 53.0、51.9、51.2。

◆ 非制造业方面，建筑业景气度高位抬升 (3月 65.6，前值 60.2)，服务业景气度连续两个月保持高位 (3月 56.9，前值 55.6)。

◆ 1) 建筑业方面，由于基建投资保持高位、房地产市场回暖，叠加天气回暖工程施工速度加快，PMI指数高位基础上进一步抬升 5.4。建筑业业务活动预期保持 63 以上的高位，企业对市场前景仍较为乐观，用工需求仍处扩张区间。

◆ 2) 服务业方面，得益于商旅出行与居民消费的改善，服务业新订单指标连续两个月大幅改善，3月提升 3.8至 58.5。服务业业务活动预期连续3个月保持 63 以上，为近 10 年高位。服务业企业虽然订单及市场预期持续向好，但在议价能力与吸纳就业方面仍存在较大压力，3月服务业销售价格为 47.3，就业为 48.8。

◆ 总体而言，1) 3月经济仍处温和扩张区间，幅度上略有减弱，主要由于2月高景气存在部分春节后回补的因素。2) 虽然当下企业经营活动预期以及扩产意愿仍保持高位，但出厂价格的回落仍将影响企业利润以及生产扩张的持续性，尤其各行业从业人员指标普遍下行且多数落入收缩区间，就业与收入预期的压力会影响内需恢复水平，进而导致需求恢复斜率差于生产端，价格与利润缺乏支撑。3) 行业方面，短期装备制造业与建筑业保持高景气，中长期消费品行业或修复弹性较小但持续性值得期待。4) 预计3月实体部门负债增速下行，经济温和复苏背景下下剩流动

分析师

罗云峰

 SAC 执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.com

报告联系人

杨斐然

yangfeiran@huajinsec.com

相关报告

山东区域债务分析展望 2023.3.21

 绿电转债梳理 (一) ——水电、生物质发电
 2023.3.20

 地方债发行计划半月报-3月地方债发行计划
 已披露 7432 亿元 2023.3.16

 1-2 月工增数据点评-生产端出现结构分化
 2023.3.15

 12 月全球经济数据综述-中国平稳，其余走弱
 2023.3.11


性逐步减少，股债性价比偏向债券，权益风格开始逐步转向价值占优。

◆ **风险提示：**政策超预期放松，经济恢复不及预期。

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期	
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.84	0.88	(0.07)	0.97	0.90	0.37	0.54	0.85	0.85	0.44	0.59	
环比 (PMI原值)	2023年3月	51.90	54.60	53.60	50.40	48.90	49.50	53.50	50.90	48.60	50.90	48.30	49.70	50.80	55.50	
	2023年2月	52.60	56.70	54.10	52.40	49.30	50.60	53.50	51.30	51.20	54.40	49.80	50.20	52.00	57.50	
	2023年1月	50.10	49.80	50.90	46.10	44.50	47.20	50.40	46.70	48.70	52.20	49.60	47.70	47.60	55.60	
	2022年12月	47.00	44.60	43.90	44.20	43.10	46.60	44.90	43.70	49.00	51.60	47.10	44.80	40.10	51.90	
	3月较2月	↓	↓	↓	↓	↓	↓	→	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	
	历史3月均值	51.44	53.85	53.24	49.15	45.65	46.49	53.40	49.45	48.75	55.60	48.80	48.25	50.27	53.39	
3月较历史均值	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↑		
非制造业		PMI	新订单	新出口订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供货商配送时间					
与PMI相关系数		1	0.96	0.71	0.85	0.49	0.52	0.82	0.66	0.67	0.84					
环比 (PMI原值)	2023年3月	58.20	57.30	48.10	63.30	50.30	47.80	49.20	45.60	47.00	52.40					
	2023年2月	56.30	55.80	51.90	64.90	51.10	50.80	50.20	50.30	48.20	55.20					
	2023年1月	54.40	52.50	45.90	64.90	51.50	48.30	46.70	43.30	47.70	49.70					
	2022年12月	41.60	39.10	44.50	53.70	49.20	47.50	42.90	43.00	45.40	40.40					
	3月较2月	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓					
	历史3月均值	55.90	52.53	50.58	63.33	56.08	50.46	51.08	44.25	47.24	51.15					
3月较历史均值	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↑						
建筑业		PMI	新订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	服务业			PMI	新订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员
与PMI相关系数		1	0.88	0.36	0.39	0.31	0.18	与PMI相关系数			1	0.96	0.23	0.83	0.28	0.40
环比 (PMI原值)	2023年3月	65.6	50.2	63.7	54.4	50.9	51.3	2023年3月			56.9	58.5	63.2	49.6	47.3	48.8
	2023年2月	60.2	62.1	65.8	55.3	53.6	58.6	2023年2月			55.6	54.7	64.8	50.4	50.4	48.7
	2023年1月	56.4	57.4	68.2	55.3	52.8	53.1	2023年1月			54	51.6	64.3	50.9	47.5	45.5
	2022年12月	54.4	48.8	61.5	51.2	50	45.7	2022年12月			39.4	37.4	52.3	48.9	47	42.4
	3月较2月	↑	↓	↓	↓	↓	↓	3月较2月			↑	↑	↓	↓	↓	↑
	历史3月均值	55.68	48.26	49.95	63.70	53.33	51.37	历年3月均值			53.36	50.59	49.61	59.40	52.86	49.59
3月较历史均值	↑	↑	↑	↓	↓	↓	3月较历史均值			↑	↑	↑	↓	↓	↓	

注：历史均值为2019年（包括）之前

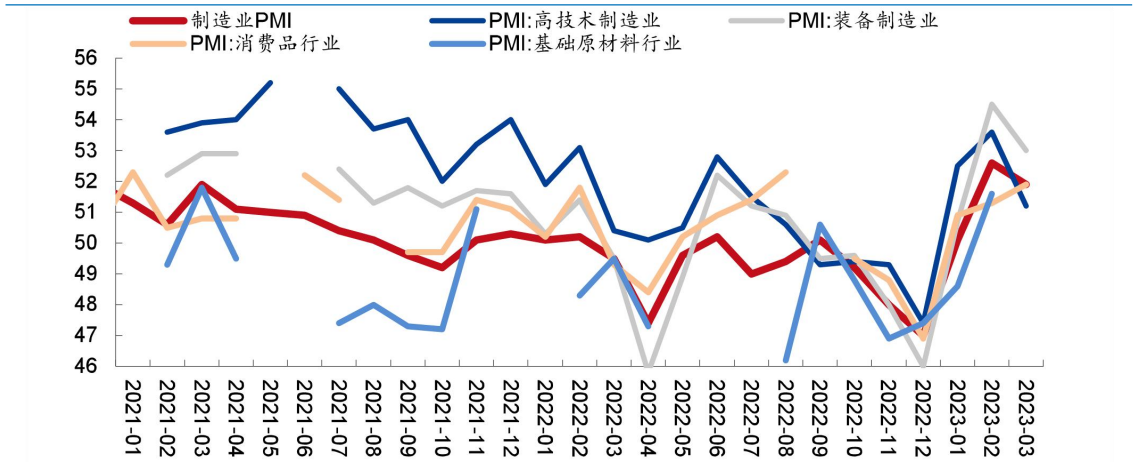
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

PMI	制造业	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	生产经营活动预期	在手订单	产成品库存	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	从业人员	供货商配送时间	
大型企业	2023年03月	53.6	57.2	56.5	54	52.2	49.6	56.7	50.8	49.5	56.6	51.3	50	50.6	51.3
	2023年02月	53.7	58.2	56.1	53.4	53.7	50.5	58.2	50.8	51.3	56.1	54.1	53.3	51	52.9
	2023年01月	52.3	53.1	55.1	47.8	48.3	51.3	57.3	47.5	49	53	53.1	49.7	47.8	47.7
	2022年12月	48.3	46.6	46.4	44.7	46.5	48.9	0	45.7	48	47.4	52.7	50.3	44.9	40.6
2022年11月	49.1	49.4	48.3	47.3	48.7	47	50.6	45.6	49.2	49	49.2	45.9	47.9	46.8	
中型企业	2023年03月	50.3	52.6	51.3	44.4	46.1	47.3	53	44.7	49.6	49.2	51.1	48.1	47.9	50.3
	2023年02月	52	56.6	52.8	47.8	49.1	47.9	55.3	47.4	49.8	50.3	54.8	49.2	49.1	51
	2023年01月	48.6	47.2	48.2	43.8	42.8	50.1	54.3	43.2	47.3	49.7	51.6	47.8	47.2	47.6
	2022年12月	46.4	44.1	42.9	41.5	41.7	47.2	0	40.5	46.9	44.4	50.7	47.7	44.2	40.2
2022年11月	48.1	47.8	46.8	45	43.4	47	49.2	42.8	48.9	45.7	49.9	47.4	47.1	46.7	
小型企业	2023年03月	50.4	52	50.8	46.7	52.1	46.8	56.3	50.4	49.4	52.4	49.7	46.9	50.1	50.4
	2023年02月	51.2	53.7	51.4	46.1	54	50.7	58.8	48.5	50.2	52.2	54.6	50.4	50	51.4
	2023年01月	47.2	46.2	45.5	46.8	43.3	45.1	53.6	39.7	43.1	45.8	50.9	47.9	48.2	47.5
	2022年12月	44.7	40.8	39.8	42.3	38.6	43.2	0	40.9	43.1	40.1	50.4	48.1	45.4	38.8
2022年11月	45.6	44.3	41.8	51.9	44.6	45.7	44.7	39.5	44.7	44.8	55	50.4	46.7	46.5	

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3: PMI 分行业数据



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn