

# PMI 走强映射何种复苏结构？

## 事件点评

### ——PMI 数据点评（2023.3）

#### 投资要点

- ◆ 3月制造业 PMI、建筑业和服务业上月活动指数分别报 51.9、65.6 和 56.9，制造业 PMI 较上月小幅回落 0.7 但较市场预期更强并连续 3 个月处于扩张区间；建筑业、服务业分别较上月有大幅和小幅改善。PMI 数据结构综合显示，当前服务消费复苏趋势稳健、基建仍处于投资旺盛着力稳增长区间、出口可能好于市场预期。
- ◆ 制造业订单、生产均处于大幅扩张区间，供货配送持续加快，景气持续稳步提升。3 月制造业新订单、生产指数分别为 53.6、54.6，仍同时处于大幅扩张区间；供应商配送时间指数 3 月报 50.8，显示供应链物流进一步加速。供应商配送时间指数正序调整后，3 月 PMI 为 52.1，较原口径 PMI 读数更高。综合制造业 PMI 数据结构，3 月工业生产和工业品整体需求的情况无疑是好于市场预期的。我们初步预测 3 月工业增加值同比增速再度上行 1.1 个百分点至 3.5%。
- ◆ 制造业 PMI 结构性数据指向出口、基建投资需求是主要好于预期的分项。一季度装备制造、高耗能制造业景气提升较快，两者均与基建投资稳增长力度维持高位关联度较高。从分行业情况来看，非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业生产和新订单指数均升至 57.0 以上较高景气区间，其中前者与基建投资关联紧密，后三者产出中较大比例用于出口。3 月新出口订单指数 50.4，尽管较 2 月回落 2 点，但仍为两年以来高位水平，结合进口指数也连续两个月处于扩张区间，我国产业链韧性支撑的出口相对高增能力不可低估。
- ◆ 建筑业 PMI 创纪录新高而新订单改善温和，显示在服务业未超预期背景下，基建投资是今年稳增长的重要抓手。3 月建筑业、服务业 PMI 分别为 65.6、56.9，前者上行达 5.4 并创纪录新高，后者则小幅改善 1.3。我们认为建筑业新订单偏低而商务活动偏高之间的分化是基建投资稳增长的一种固有数据格局，至 3 月这一差距进一步扩大，或侧面印证房地产投资恢复的斜率较基建投资增速仍是更为平缓的。
- ◆ 服务消费、地产投资恢复斜率可能未超预期，年内基建稳增长重要性较大，货币信用环境料维持中性偏松，中游制造业、高技术制造业生产可能更趋活跃。年初以来的 PMI 数据结构、以及已经公布的 1-2 月经济数据显示，服务消费、地产投资的复苏正在以稳健的速度展开，加之国内商品消费需求持续承压，仅靠这两项不足以拉动全年经济增长于 5.0% 之上。两会前后宏观经济政策在促可选消费和基建稳增长促就业之间更加明确地倾向于后者，3 月 PMI 数据的结构性表现也正在验证基建投资对中游制造业日渐提升的拉动作用。我们自去年年底即呼吁不必低估全年出口增速，我国产业链的完整性和厚度、供应链物流的强大韧性有望在今年继续保证 4.0% 左右的出口正增长，建议关注 3 月低基数下出口同比增长 10% 的可能性。出口好于预期、基建稳定就业和增长的结构一旦获得更多数据验证，相信市场对中游制造业和高技术制造业的信心会进一步有所改善。除非地产需求迅速普遍反弹，否则我们仍将看到全年货币政策维持中性偏松的重要性。维持全年降准 100BP、1Y LPR 和 MLF 利率下调 20-30BP 的预测不变，关注 5 月初前后降准的可能性。
- ◆ 风险提示：出口不及预期。

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.com  
 021-20377099

#### 相关报告

- 工业企业利润点评（23.1-2）-需求不旺与成本刚性削弱利润 2023.3.27
- 华金宏观·双循环周报（第 3 期）-欧美货币银行体系困局对我国的启示 2023.3.26
- 美联储艰难寻找实体和金融的平衡区间 2023.3.23
- 华金宏观·双循环周报（第 2 期）-货币“三国杀”，压力来到鲍威尔一边 2023.3.19
- 3.17 降准点评-新一轮适度连续降准周期启动 2023.3.17

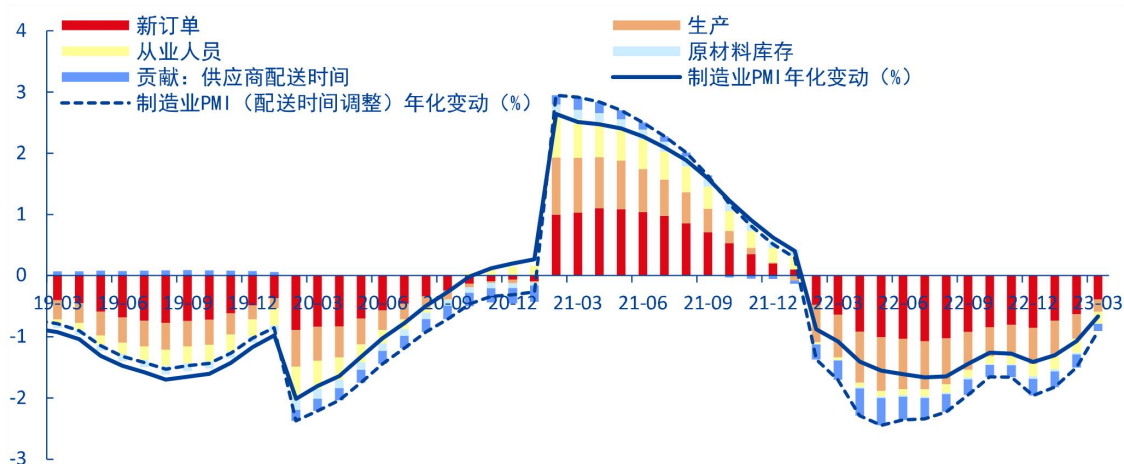


3月制造业PMI、建筑业和服务业生产活动指数分别报51.9、65.6和56.9，制造业PMI较上月小幅回落0.7但较市场预期更强并连续3个月处于扩张区间；建筑业、服务业分别较上月有大幅和小幅改善。PMI数据结构综合显示，当前服务消费复苏趋势稳健、基建仍处于投资旺盛着力稳增长区间、出口可能好于市场预期。

### 一、制造业订单、生产均处于大幅扩张区间，供货配送持续加快，景气持续稳步提升。

3月制造业新订单、生产指数分别为53.6、54.6，尽管分别回落0.5、2.1，但仍同时处于大幅扩张区间；从年化角度累计来看，新订单、生产自年初以来，三个月内合计拉动年化PMI上行超0.85个百分点，幅度大于总PMI年化改善的程度。此外，供应商配送时间指数3月报50.8，尽管较2月低1.2但仍显示供应链物流进一步加速。自疫情以来我们即对制造业PMI中所包含的供应商配送时间指数采取正序调整处理，以更精确地反映物流变化对工业生产的枢纽性影响。调整后3月PMI为52.1，较原口径PMI读数更高。综合制造业PMI数据结构，3月工业生产和工业品整体需求的情况无疑是好于市场预期的。我们初步预测3月工业增加值同比增速再度上行1.1个百分点至3.5%。

图1：制造业PMI年化变动及结构（%）

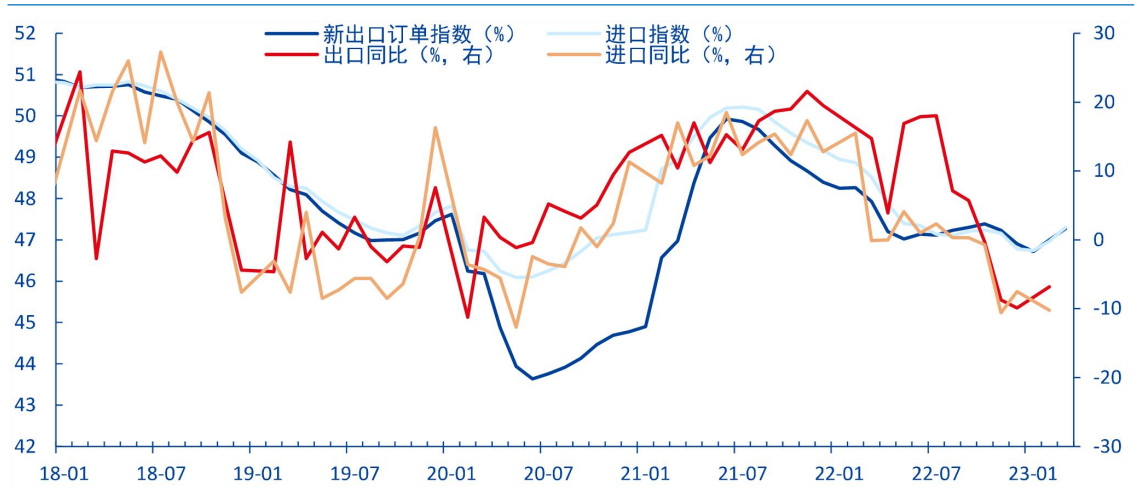


资料来源：Wind，华金证券研究所

### 二、制造业PMI结构性数据指向出口、基建投资需求是主要好于预期的分项。

一季度装备制造业、高耗能制造业景气提升较快，两者均与基建投资稳增长力度维持高位关联度较高。3月装备制造业、高耗能制造业PMI分别为53、51.1，分别较2月下行1.5、0.5，消费品制造业PMI回升0.6至51.9，乍看之下似乎3月消费品制造改善更多。但如果综合前两项前两个月改善幅度明显更大的情况，我们会发现一季度以来基建投资稳增长力度更大，对中游制造业的需求拉动更为直接。从分行业情况来看，据国家统计局解读，非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业生产和新订单指数均升至57.0以上较高景气区间，其中前者与基建投资关联紧密，后三者产出中较大比例用于出口。3月新出口订单指数50.4，尽管较2月回落2点，但仍为两年以来高位水平，结合进口指数也连续两个月处于扩张区间，我国产业链韧性支撑的出口相对高增能力不可低估。

图 2: 新出口订单指数与进出口情况

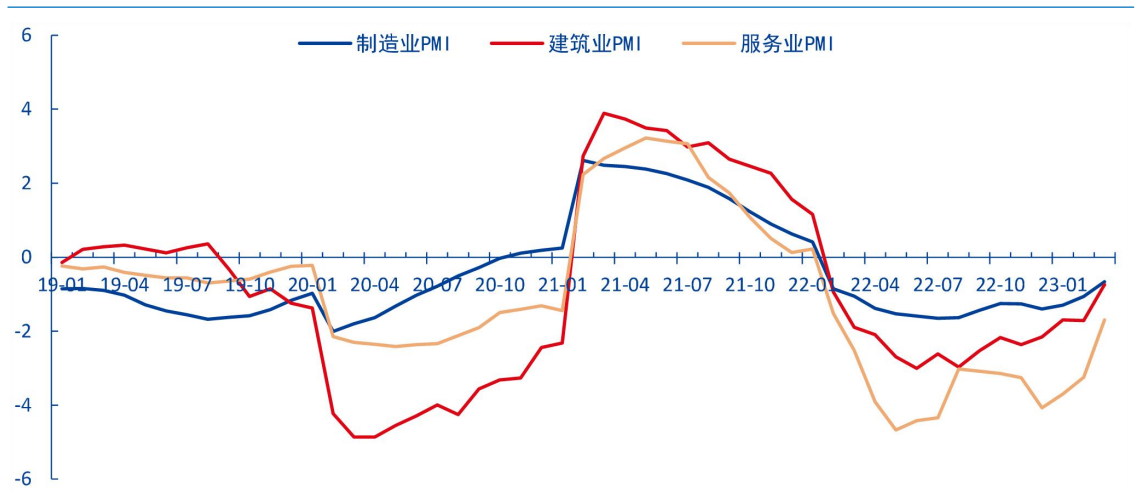


资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、建筑业 PMI 创纪录新高而新订单改善温和，显示在服务业未超预期背景下，基建投资是今年稳增长的重要抓手。

3 月建筑业、服务业 PMI 分别为 65.6、56.9，前者上行达 5.4 并创纪录新高，后者则小幅改善 1.3。服务业 PMI 在连续 3 个月改善之后，年化累计在 49.4 附近，不但低于荣枯线而且仍大幅弱于疫情前 53 左右的水平。建筑业 PMI 则延续了 2022 年中以来伴随本轮基建稳增长的大幅上行过程，至 3 月年化累计达到 57.3 的大幅扩张区间。我们认为建筑业新订单偏低而商务活动偏高之间的分化是基建投资稳增长的一种固有数据格局，至 3 月这一差距进一步扩大，或侧面印证房地产投资恢复的斜率较基建投资增速仍是更为平缓的。

图 3: 制造业、建筑业、服务业 PMI 年化变动 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、服务消费、地产投资恢复斜率可能未超预期，年内基建稳增长重要性较大，货币信用环境料维持中性偏松，中游制造业、高技术制造业生产可能更趋活跃。

年初以来的 PMI 数据结构、以及已经公布的 1-2 月经济数据显示，服务消费、地产投资的复苏正在以稳健的速度展开，加之国内商品消费需求持续承压，仅靠这两项不足以拉动全年经济增长于 5.0% 之上。两会前后宏观经济政策在促可选消费和基建稳增长促就业之间更加明确地倾

向于后者，3月PMI数据的结构性表现也正在验证基建投资对中游制造业日渐提升的拉动作用。我们自去年年底即呼吁不必低估全年出口增速，我国产业链的完整性和厚度、供应链物流的强大韧性有望在今年继续保证4.0%左右的出口正增长，3月PMI数据也侧面说明对出口不必过度担忧，建议关注3月低基数下出口同比增长10%的可能性。出口好于预期、基建稳定就业和增长的结构一旦获得更多数据验证，相信市场对中游制造业和高技术制造业的信心会进一步有所改善。除非地产需求迅速普遍反弹，否则我们仍将看到全年货币政策维持中性偏松的重要性。维持全年降准100BP、1Y LPR和MLF利率下调20-30BP的预测不变，关注5月初前后降准的可能性。

**风险提示：**出口不及预期。

## 分析师声明

张仲杰声明，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