

制造业景气度高位“盘整”

2023年3月官方PMI点评

报告摘要

3月，制造业景气度（当月PMI值）仍处高位但景气度回升速度（当月PMI值较上月的变化）明显下降，服务业和建筑业景气度在已经高位的基础上继续攀升至历史相对高位。受服务业和建筑业景气度快速攀升影响，3月综合PMI攀升至57.0%，为历年3月最高值。

制造业方面，2023年3月官方制造业PMI录得51.9%，较上月-0.7PCTS。今年2月，经济基本面的明显向好叠加春节错位因素下（今年春节在1月、去年在2月），制造业景气度（PMI当月值，下同）和景气度的提升速度（PMI当月值较上月的变化，下同）呈现双高。3月，虽然制造业景气度依然维持高位，但景气度提升速度呈现相对明显的下滑：3月，PMI新订单指数、PMI生产指数和制造业PMI值虽然仍然排在近10年同月的第1位、第1位和第2位，但这三个指数较上月的变化仅排在近10年同月的倒数第2位、最后1位和最后1位。3月PMI生产经营活动预期指数录得55.5%，排在近10年历史同期的倒数第3，较2月变化为-2.0PCTS，排在近10年历史同期的倒数第2位。同时，与2月的PMI产成品库存、原材料库存和采购量指数全面上行相比，3月PMI采购量指数虽然和2月相同，但PMI产成品库存和原材料库存指数分别-1.1PCTS和-1.5PCTS，反映出在制造业景气度提升速度下降的影响下，制造业企业主动对合意库存进行缩减。

非制造业方面，2023年3月，非制造业商务活动指数录得58.2%，较上月+1.9PCTS，其中，建筑业PMI为65.6%，较上月+3.8PCTS，景气度高位基础上继续抬升，录得2012年以来最高位，服务业PMI为56.9%，较上月+1.3PCTS，历年3月中排在第2位。

3月，居民出行进一步向疫情前常态回归，在居民出行明显恢复的情况下，居民聚集、购物及商旅等需求得到释放，带动服务业景气度继续快速攀升、达到历史相对高位。3月，我们观察的24个城市中地铁客流量普遍较去年3月明显回升，高德交通大数据百城拥堵指数已高于2019年-2022年3月值。

3月建筑业PMI录得65.6%，较上月+5.4PCTS，景气度不仅在高位基础上继续快速上行，还录得了2012年以来的最高值。从预期看，业务活动预期指数为63.7%，虽然较上月-2.1PCTS，但仍处高位。根据我们的统计，前3月累计发行专项债13568亿元，已超过去年前3月发行额。在基建的支撑下，上半年短期内建筑业景气度无忧。下半年，财政靠前发力结束，基建对建筑业景气度的支撑或有一定减弱，但房地产持续回暖之下，房地产类工程的施工有望在下半年接棒基建，成为建筑业景气度的重要支撑。

3月制造业景气度仍处高位，但回升速度下降，呈现在高位基础上“盘整”的状态，其中既有2月的高基数影响，也有外需下滑和国内需求恢复速度一定程度上不及前期预期的影响，而服务业和建筑业景气度均实现景气度水平和景气度回升速度双高。总体来看，3月官方PMI数据反映出我国经济基本面持续修复的趋势仍在持续。但另一方面，制造业、服务业和建筑业在一季度连续3个月的景气度高位运行，也意味着节后复工和疫情影响大幅减弱对经济环比的推高目前已基本完成，后续经济进一步的复苏情况取决于外需走弱、内需修复以及行业层面房地产行业修复进程的综合影响，仍有待进一步验证。在经济面临的不确定性仍然较高的情况下，预计未来一段时间，我国宏观政策的主基调依然是稳增长，货币政策和财政政策大概率仍将维持相对宽松。

主要数据

上证指数	3272.8602
沪深300	4050.9257
深证成指	11726.3977

主要指数走势图



作者

符旸 分析师
SAC执业证书: S0640514070001
联系电话: 010-59562469
邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师
SAC执业证书: S0640520030001
联系电话: 010-59219572
邮箱: liuqd@avicsec.com

相关研究报告

2023年3月31日统计局发布官方PMI数据：2023年3月，官方制造业PMI录得51.9%，较上月-0.7PCTS；非制造业PMI58.2%，较上月+1.9PCTS，其中建筑业PMI65.6%，较上月+5.4PCTS，服务业PMI56.9%，较上月+1.3PCTS；综合PMI产出指数为57.0%，比上月+0.6PCTS。

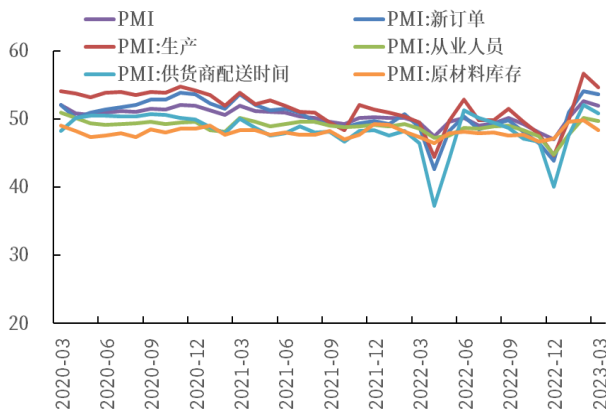
(1) 制造业 PMI 较上月下降，中、小型企业景气度分化明显

2023 年 3 月官方制造业 PMI 录得 51.9%，较上月-0.7PCTS，较上月略降但仍处扩张区间。季节性上看，今年 3 月制造业 PMI 值在近 10 年中排在第 1 位，显示 2023 年 3 月制造业景气度较上月下降，但与近 10 年相同月份相比，景气度仍然较高。

结构上看，3 月 PMI 新订单指数 53.6%（较上月-0.5PCTS，下同）、PMI 生产指数 54.6%（-2.1PCTS）、PMI 从业人员指数 49.7%（-0.5PCTS）、PMI 供应商配送时间指数 50.8%（-1.2PCTS）、PMI 原材料库存指数 48.3%（-1.5PCTS）。3 月构成制造业 PMI 的五大分项指数较上月呈全面下行态势。3 月除供应商配送时间指数外，其余指数均对制造业 PMI 产生负向带动作用，其中，代表制造业需求和生产的 PMI 新订单指数和 PMI 生产指数分别带动 3 月制造业 PMI 下行 0.15PCTS 和 0.53PCTS。

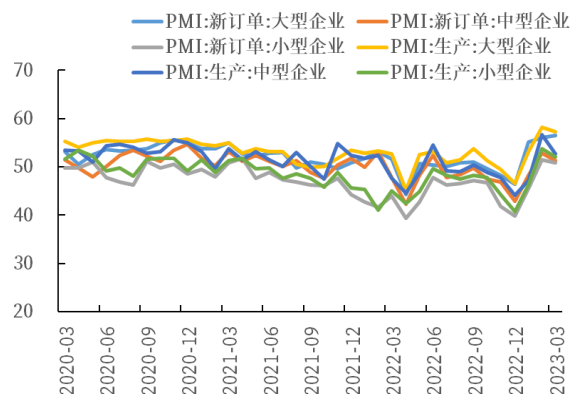
分大中小企业看，3 月大型企业 PMI 录得 53.6%，较上月-0.1PCTS，中型企业 PMI 录得 50.3%，较上月-1.7PCTS，小型企业 PMI 录得 50.4%，较上月-0.8PCTS。大型企业景气度变化不大，但中型和小型企业景气度较上月下滑相对明显。3 月大、中、小型企业 PMI 新订单指数分别较上月+0.4PCTS、-1.5PCTS 和-0.6PCTS，显示大型企业需求扩张继续提速，但中小型企业需求扩张速度均有不同程度下降。3 月大、中、小型企业 PMI 生产指数分别较上月-1.0PCTS、-4.0PCTS 和-1.7PCTS，显示大、中、小型企业生产扩张速度均较 2 月有所下滑，其中中型企业下滑最明显。从统计局披露的数据看，3 月大、中、小型企业景气度的分化，与外需下滑、国内各类消费品需求复苏不均衡之下，不同行业景气度的分化有关。据统计局数据，3 月非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等主要由大型制造业企业参与的行业 PMI 新订单指数和生产指数均升至 57.0%及以上较高景气区间，行业产需加快释放。

图1 PMI 指数及其五大构成指数走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图2 不同规模企业新订单和生产指数走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

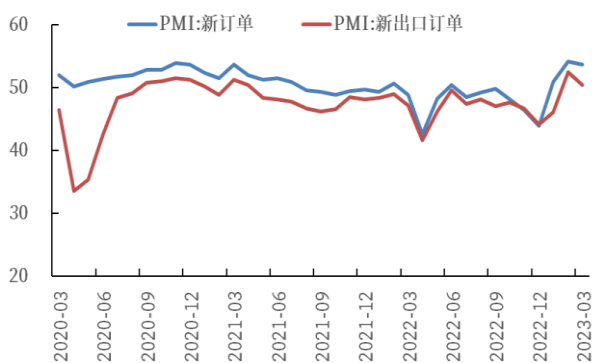
(2) 制造业景气度维持高位，但景气度提升速度下降

3月PMI新订单指数虽然较上月-0.5PCTS，但由高到低排仍然排在近10年同月第1位，较近10年同月均值+1.9PCTS。结合3月新出口订单指数较上月-2.0PCTS、进口指数较上月-0.4PCTS，显示3月外需扩张速度放缓对制造业需求扩张速度放缓影响较大。3月PMI生产指数较上月-2.1PCTS，但由高到低排仍然排在近10年历史同期第1位，较近10年同月均值+1.9PCTS，显示制造业生产扩张速度放缓但仍然明显强于季节性。

今年2月，经济基本面的明显向好叠加春节错位因素下（今年春节在1月、去年在2月），制造业景气度（PMI当月值，下同）和景气度的提升速度（PMI当月值较上月的变化，下同）呈现双高：2月，PMI新订单指数、PMI生产指数和制造业PMI的值均排在近10年同月的第1位，这三个指数较上月的变化亦排在近10年同月的第1位。3月，虽然制造业景气度依然维持高位，但景气度提升速度呈现相对明显的下滑：3月，PMI新订单指数、PMI生产指数和制造业PMI值虽然仍然排在近10年同月的第1位、第1位和第2位，但这三个指数较上月的变化仅排在近10年同月的倒数第2位、最后1位和最后1位。

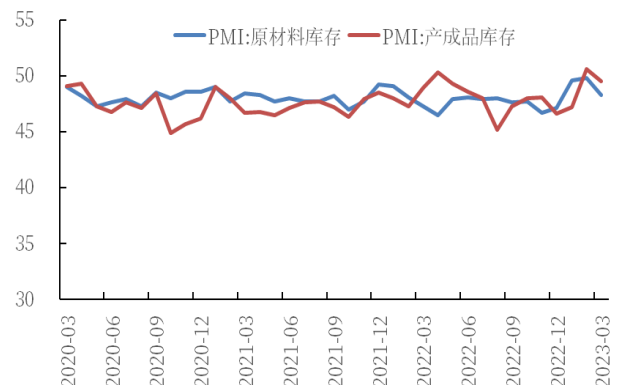
从2月到3月生产经营活动预期指数的变化，也可以看到2月到3月制造业景气度提升速度下降的影响，3月PMI生产经营活动预期指数录得55.5%，排在近10年历史同期的倒数第3，较2月变化为-2.0PCTS，变化值排在近10年历史同期的倒数第2位。同时，与2月的PMI产成品库存、原材料库存和采购量指数全面上行相比，3月PMI采购量指数虽然和2月相同，但PMI产成品库存和原材料库存指数分别-1.1PCTS和-1.5PCTS，反映出在制造业景气度提升速度下降的影响下，制造业企业主动对合意库存进行缩减。

图3 3月制造业外需走弱更明显（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

图4 3月制造业原材料库存和产成品库存再平衡（%）



资料来源：wind，中航证券研究所

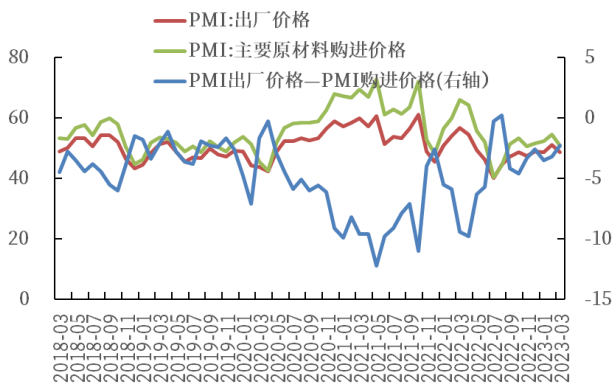
(3) 制造业价格指数继续下行，预计 3 月 PPI 环比和同比继续为负

3 月 PMI 出厂价格指数和 PMI 主要原材料购进价格指数分别为 48.6%和 50.9%，分别较上月-2.6PCTS 和-3.5PCTS。PMI 出厂价格指数—PMI 主要原材料购进价格指数的差由上月的-3.2PCTS 变为-2.3%，反映 3 月工业企业成本压力边际减轻。

从截止目前统计局公布的流通领域重要生产资料价格变化上可以看到，3 月主要工业原料价格环比走势整体呈现分化态势：钢材价格普遍环比上行；有色金属价格普遍环比下行；化工产品中硫酸环比上行 10%以上，而液碱价格下行超过 10%，其余化工产品价格环比或涨或跌，上下均在 5%之内；石油天然气类价格环比普遍下行；煤炭类除无烟煤外，价格普遍上行。总体来看，在石油天然气类和有色金属类工业原料价格下行和化工类工业原料中液碱等价格下行的带动下，3 月制造业主要原材料购进价格下行，叠加制造业需求恢复速度放缓下制造业产品出厂价格的下行，最终带动 3 月 PMI 出厂价格指数较 2 月下行。

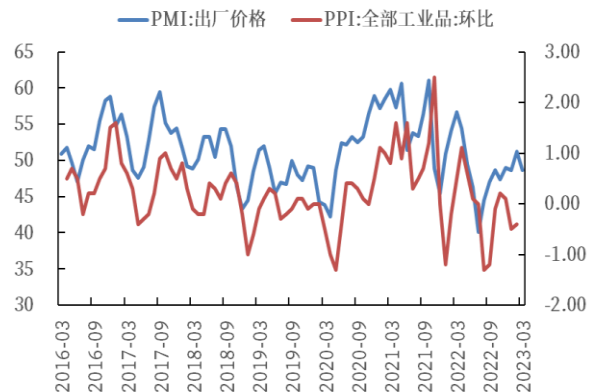
结合 3 月制造业 PMI 价格指数和主要原材料购进价格指数变化，预计 3 月 PPI 和 PPIRM 均环比下行超过 0.1%，结合翘尾因素，预计 3 月 PPI 同比录得-2.0%以下。

图5 PMI 价格相关指数走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

图6 PMI 出厂价格指数与 PPI 环比走势 (%)



资料来源：wind，中航证券研究所

(4) 服务业和建筑业景气度继续快速提升，二者景气度已经处在历史高位

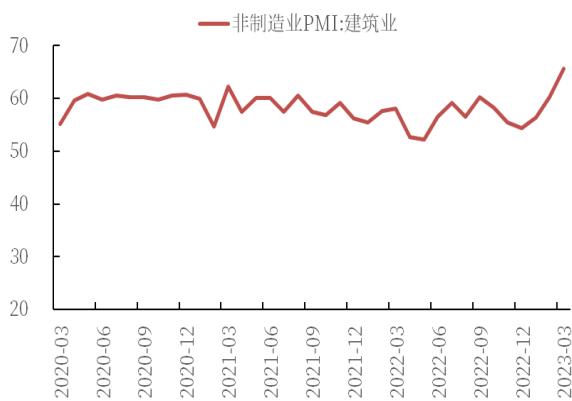
2023 年 3 月，非制造业商务活动指数录得 58.2%，较上月+1.9PCTS，其中，建筑业 PMI 为 65.6%，较上月+3.8PCTS，景气度高位基础上继续抬升，录得 2012 年以来最高位，服务业 PMI 为 56.9%，较上月+1.3PCTS，历年 3 月中排在第 2 位。从行业情况看，统计局表示，零售、铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数高于 60.0%，电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业商务活动指数升至高位景气区间，行业运行稳中向好。

3 月，居民出行进一步向疫情前常态回归，在居民出行明显恢复的情况下，居民聚集、购物及商旅等需求得到释放，带动服务业景气度继续快速攀升、达到历史相对

高位。3月，我们观察的24个城市中地铁客流量普遍较去年3月明显回升，且除了北京、上海等少数几个城市外，大部分城市地铁客流量已经明显超过疫情前的2019年3月的水平。3月，高德交通大数据百城拥堵指数已高于2019年-2022年3月值。

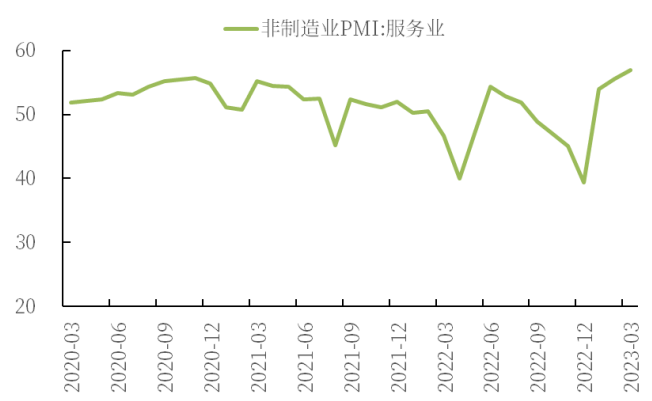
3月建筑业PMI录得65.6%，较上月+5.4PCTS，景气度不仅在高位基础上继续快速上行，还录得了2012年以来的最高值。从预期看，业务活动预期指数为63.7%，虽然较上月-2.1PCTS，但仍处高位。根据我们的统计，3月新发行专项债达5299亿元，超过去年3月的4206亿元，前3月累计发行专项债13568亿元，亦超过去年前3月的12981亿元。财政靠前发力持续、专项债发行额维持高位，在基建的支撑下，上半年短期内建筑业景气度无忧。下半年，财政靠前发力结束，基建对建筑业景气度的支撑或有一定减弱。另一方面，从高频数据看，3月商品房销售改善相对明显。如房地产销售在3月后迎来持续改善，房地产类工程的施工有望在下半年接棒基建，成为建筑业景气度的重要支撑。

图7 建筑业景气度再上高位 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 服务业景气度进一步回升 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637