

从高斜率修复向更稳定的内生增长过渡

3月PMI点评

核心内容：

- **PMI数据情况** 2023年3月份中采制造业PMI指数51.9，比2月份下行0.7，高于近年均值0.8，高于预期并继续保持在扩张区间。非制造业PMI录得58.2，比2月份上行1.9，高于近年均值5.9；建筑业PMI录得65.6，比上个月上行5.4，高于近年均值7.1。中采先进制造业EPMI录得56.1，比上月回落6.4，高于近年均值0.1。在疫情和节日的扰动逐渐淡去后，PMI从高斜率的修复向更稳定的内生增长过渡。
- **产需匹配后扩张更加平稳，内需更强，出口好于预期的幅度有限** 3月份生产在上个月的大幅回补后环比基本全面回落，但15个主要行业中仍有10个的产量高于往年同期均值，生产和需求匹配度提高。2月份生产填补了与订单间的缺口，因此3月份的生产除了计算机通信电子设备外，环比均回落；同往年水平相比，生产依然不低，只是之前过高的修复斜率在需求没有继续显著扩张的情况下无法维持，所以进入更加平稳的状态。外需在银行业危机的影响下可能受到抑制，但海外经济韧性似乎仍强于去年年末美欧在今年上半年陷入衰退的预期，对出口和生产的影响也依然可能比预期弱。
- **高斜率修复缓和后库存偏高，大企业表现更好** 产成品库存回落但略高，原材料库存下行反映需求和生产意愿不算旺盛，离主动补库尚有距离，结合企业反映需求不足的情况体现出信心和总需求水平依然较弱。产成品库存存在旺季水平并不低，在订单平稳的情况下并不支持生产增长的斜率继续提高。因此，在需求改善带动库存降到更低水平前，企业进一步补库存可能会比较犹豫，这符合稳定内生增长而非高速复苏的状态。三类企业中，大企业较好的表现可能与政府投资项目的开工相关，设备类以及原材料类较早受到需求恢复的拉动，而大企业也有不少集中在这些领域；中小企业仍面临一定需求上的压力。
- **非制造业表现强劲，地产保持较高景气** 非制造业由于建筑、运输业强劲的表现和消费服务延续回升，环比进一步上行：非制造业全国经营活动状况大幅上行1.9至58.2，高于近年均值5.9。服务业方面，经营活动状况上行1.3至56.9，新订单上升3.8至58.5，价格和就业继续上行；生产性服务业因出行和配送恢复表现强势，零售消费也较为旺盛。建筑业在基建支持下继续上升至高位；房地产环比回落但仍处于较高水平，需求明显高于往年同期均值，符合销售和开工的好转。
- **PMI经历了需求环比快速反弹以及供给的追赶后，3月份展现出斜率更缓和但可持续的增长** PMI好于预期显示经济在快修复阶段后转向缓和的复苏，且力度不弱，PMI与股指的正相关意味着指数仍有上升空间。但另一方面，总需求并不算强劲：海外需求上，出口应强于去年末的悲观预期，但幅度预计有限；内需的斜率也难进一步加快，制造业企业的库存水平以及价格数据都暗示预期并不乐观，因此虽然经济的正向循环正在形成，但稳定的斜率短期影响使权益市场的表现。除了出口外，消费的恢复似乎开始赶上，同时基建投资稳定下地产未来的修复斜率也存在超预期的可能，这些因素是经济增长好于预测的潜在力量。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

分析师助理：于金潼

核心风险：疫情二次感染超预期、地产恢复不及预期、海外经济衰退提前

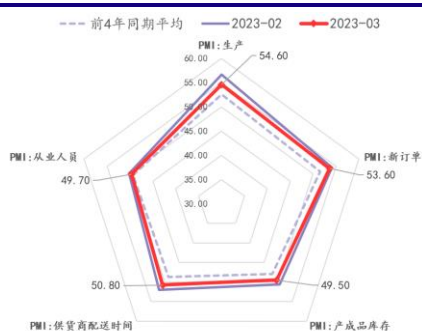
2023年3月份中采制造业PMI指数51.9，比2月份下行0.7，高于近年均值0.8，高于预期并继续保持在扩张区间。非制造业PMI录得58.2，比2月份上行1.9，高于近年均值5.9；建筑业PMI录得65.6，比上个月上行5.4，高于近年均值7.1。中采先进制造业EPMI录得56.1，比上月回落6.4，高于近年均值0.1。在疫情和节日的扰动逐渐淡去后，PMI从高斜率的修复向更稳定的内生增长过渡。

一、供需匹配后扩张更加平稳，价格回落，库存依然偏高，大企业占优

3月份制造业PMI环比修复的斜率放缓，但依然展现出经济在内生增长下稳定且可持续的恢复。在前两个月的PMI在环比低基数影响下大幅回补后，3月制造业的扩张速度放缓但仍然强于预期。1月份的明显特征是需求的强劲复苏与受压制的供给侧，2月份生产在疫情和节日影响退散后大幅回升，而3月的供需则达到更加均衡的状态，支持经济在可持续的速度上形成正向循环，进一步充实居民收入并扩大内需。作为生产旺季，3月在前期的基数、疫情和节日扰动退去后仍然强于往年同期的表现，代表投资的设备类景气以及消费品也均有提升，这体现出内生修复的动力是持续的。随着供需的进一步稳定和需求的温和增长，未来PMI可能继续在景气区间出现边际回落。

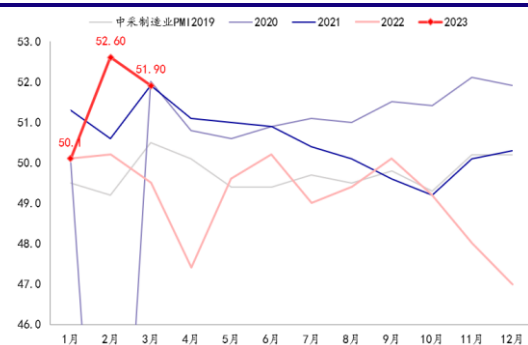
3月份生产在上个月的大幅回补后环比基本全面回落，但15个主要行业中仍有10个的产量高于往年同期均值，生产和需求匹配度提高，但内需增速稳定也未给生产留出更大幅改善的空间。2月份生产在企业节后复工、生产人员恢复、需求积压的情况下大幅上行，填补了与订单间的缺口；因此，3月份的生产除了计算机通信电子设备外，环比纷纷回落，行业间的结构特征并不明显。不过，包括通用设备、汽车、电器机械、医药、纺织服装以及部分原材料和中间品在内的行业，在生产回补和高环比基数表现依然好于过往四年同期值，这表明生产的水平依然不低，只是之前过高的修复斜率和需求没有继续显著扩张的情况下无法维持，所以进入更加平稳的增长状态。外需在银行业危机的影响下可能受到抑制，但海外经济韧性似乎仍强于去年年末美欧在今年上半年陷入衰退的预期，对出口和生产的影响也依然可能比预期弱；不过需要密切关注美欧银行问题对信贷派生的影响。总体上，更平稳的内生增长、消费的进一步修复、生产秩序的恢复和外需略好于预期支持生产短期保持在扩张区间。

图 1：中采制造业PMI分项变化（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：PMI季节性表现（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单和出口订单回落，内需强于外需，但总需求不足仍是核心问题：全国订单指数下行0.5至53.6，高于近年均值2.1，出口订单下降2.0至50.4，高于均值2.1。新订单在较高基数下仅小幅回落，反映出需求恢复的可持续性较强，但也难以再加快，供需的相对平衡也意味着增长进入更稳定的状态；同时需要注意反映需求不足的企业占比依旧高于50%，这需要供需的正循环带动收入和居民消费信心进一步向上。外需方面，美欧银行业的震荡对其超预期的经济韧性应当有一定拖累，鲍威尔认为信贷条件

的收紧将拖累经济增长，但程度目前难以评估，而欧洲也面临类似的状况；同时高利率在通胀粘性下保持更久。因此，**出口和外需虽然仍很可能比去年末海外较早陷入衰退的悲观假设好，但也较难大幅超出预期**，国内经济的增长还要倚重内需的持续扩张和政府投资的托举，至少本月非制造业消费和设备类较好的表现透露出乐观信号。3月内需表现最强的是计算机通信电子设备、有色金属和非金属矿物制品；回落较多的有纺织服装、石油加工及炼焦和化纤橡胶塑料制品等。出口订单中，农副食品加工和纺织服装由于上月的高基数回落明显，电器机械器材制造和化纤橡胶塑料制品表现不佳。

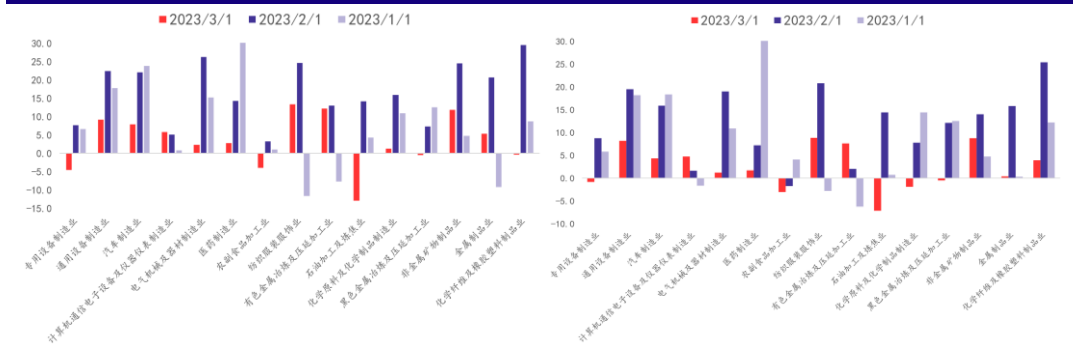
配送小幅放缓但仍快于往年同期，将进一步回归正常：3月配送时间指标回落1.2至50.8，高于均值2.6，其作为逆向指标的回落对PMI有大约0.2个百分点的贡献。在疫情对供给侧干扰过后，配送时间的回落开始反映需求的逐步改善；未来配送指标的意义回归正常，下行将不再导致产需的弱化。

产成品库存回落但略高，原材料库存下行反映需求和生产意愿不算旺盛，离主动补库尚有距离：3月产成品库存下行1.1至49.5，高于近年均值1.3；原材料指数下行1.5至48.3。产成品和原材料库存的回落并不是强劲需求的表现，结合企业反映需求不足的情况体现出信心和总需求水平依然较弱。产成品库存在旺季水平并不低，在订单平稳的情况下并不支持生产增长的斜率继续提高。因此，在需求改善带动库存降到更低水平前，企业进一步补库存可能会比较犹豫，这也符合稳定增长而非快速复苏的状态。行业产成品库存方面，专用设备、汽车制造、计算机通信电子设备、电器机械和通用设备上行较多，化学原料制品和石油加工及炼焦也处于较高水平；其他原材料类库存下行居多。

随着需求增长斜率放缓，价格回落：3月份购进价格50.9（-3.5），继续低于近年均值，出厂价格48.6（-2.6）。价格指标的边际下降主要体现2月生产跟上需求后采购放缓，价格也有所回落，与部分高频和价格数据偏弱的表现符合。在需求相对平稳之下，PPI修复的斜率不会很快，但价格的修复比较确定，底部仍可能在二季度出现。

图 3：各行业生产与往年同期均值差（%）

图 4：各行业新订单与往年同期均值差（%）



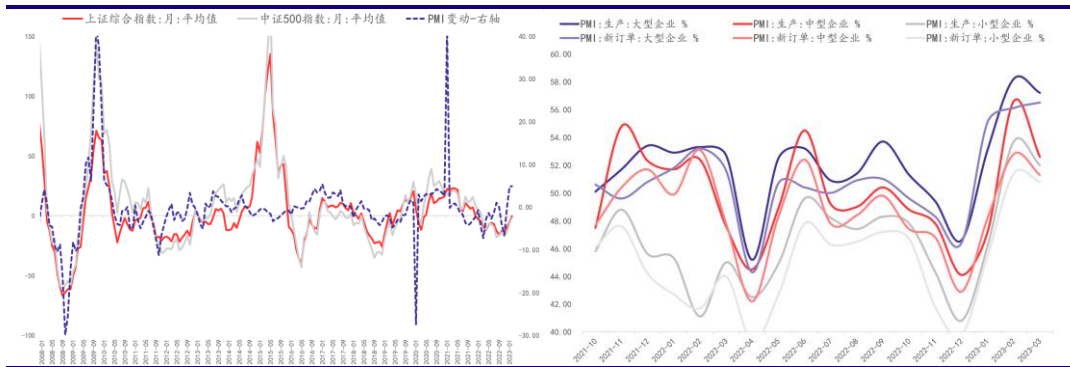
资料来源：中采咨询，中国银河证券研究院整理

资料来源：中采咨询，中国银河证券研究院整理

大企业保持较高景气，中小企业回落，反映3月PMI的好于预期主要是大企业贡献，中小企业仍面临压力：3月大型企业PMI下行0.1至53.6，中型企业下行1.7至50.3，小型企业下行0.8至50.4。大企业新订单环比改善，而中小企业出现回落，三类企业出口则均有不同程度下行。大企业较好的表现可能与政府投资项目的开工相关，设备类以及原材料类较早受到需求恢复的拉动，而大企业也有不少集中在这些领域。中小企业偏弱的表现在需求难以大幅改善下短期仍可能持续，但随着居民消费的提升应该会逐步改善。

图 5：PMI 改善支持股指继续回升

图 6：大中小企业景气度变化（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

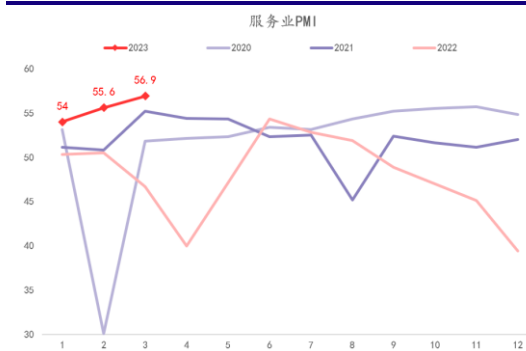
二、非制造业表现强劲，服务类进一步恢复，地产维持景气

3月非制造业由于建筑、运输业强劲的表现和消费服务延续回升，环比进一步上行：非制造业全国经营活动状况大幅上行1.9至58.2，高于近年均值5.9。服务业方面，经营活动状况上行1.3至56.9，新订单上升3.8至58.5，价格和就业继续上行。建筑业在基建支持下继续上升至高位；房地产环比回落但仍处于较高水平，需求明显高于往年同期均值。

生产性服务业上行2.8至61.0，高于近年均值3.6，道路和航空运输强势。交运仓储及邮政业环比回落但维持在64.0的高水平，信息服务、生产资料批发零售和物流也均保持高景气度，生产稳定和商旅出行的扩张均有贡献。消费性服务下行2.7至55.6，明显高于可比同期均值，其中零售业、生态保护和环境治理在节后下降结束后环比显著回升，住宿餐饮和居民其他服务业反映出服务消费意愿保持旺盛。整体上，生产性服务业的旺盛和零售消费的上行都是积极信号，也有利于缓解就业问题。

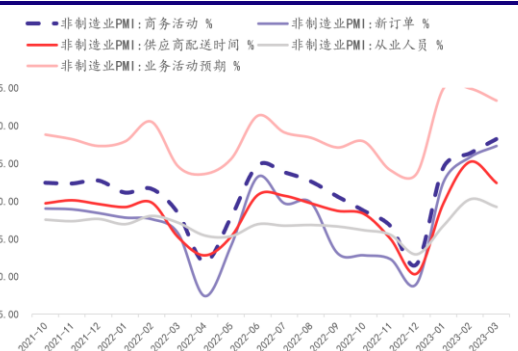
建筑业继续走高，3月份建筑业经营活动状况上行5.4至65.6，在基建开工和地产改善的加持下连续10个月处于扩张区间。其中，土木工程建筑业继续上升5.2至70.6，不仅淡季和节日压制已过，政府支持项目开工做出持续贡献；建筑安装环比升0.1至56.4，与地产的修复有关。房地产环比下行0.3至50.1，新订单回落4.6至46.2，单都高于近年同期均值，与地产销售的改善相符。对房地产需求继续回归正常水平以及降低房贷利率等政策的作用保持观察。

图 7：服务业 PMI 继续回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8：非制造业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、供需匹配后增长更加稳定，快修复转向缓复苏

1、2月份PMI经历了需求环比快速反弹以及供给的追赶，3月份则展现出斜率更缓和但可持续的增长，内生成分也更明显。PMI好于预期显示经济在快修复阶段后转向缓和的复苏，且力度不弱，PMI与股指的正相关意味着指数仍有上升空间。但另一方面，总需求并不算强劲：海外需求上，出口应强于去年末的悲观预期，但幅度预计有限；内需的斜率也难进一步加快，制造业企业的库存水平以及价格数据都暗示预期并不乐观，因此虽然经济的正向循环正在形成，但稳定的斜率短期影响使权益市场的表现。除了出口外，消费的恢复似乎开始赶上，同时基建投资稳定下地产未来的修复斜率也存在超预期的可能，这些因素是经济增长好于预测的潜在力量。

总体来说，虽然经济增长的斜率缓和，但依然处于复苏初期。产需的正向循环意味着二季度可能迎来工业企业利润的底部，稳货币宽信用格局驱动信用扩张，而美联储的紧缩有望停止以及美元的走弱也将使中美利差收窄，经济复苏的确定性和外国政要与华接触将帮助消费者和投资者信心好转。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn