

## 宏观点评 20230331

### 3 月经济如何比 1、2 月“更好”？

2023 年 03 月 31 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《工业企业的“无利润”复苏？》

2023-03-28

《社零与消费税走势为何背道而驰？》

2023-03-28

■ 在昨天博鳌论坛的开幕致辞中，李强总理表示 3 月经济的情况比 1、2 月更好。那么究竟好在哪？**制造业的“答卷”明显不达标，建筑业和服务业的表现可能才是底气所在**：尽管 3 月制造业 PMI 不仅高于荣枯线，且高于 2013-2019 年同期，但是主动去库存的特征十分明显。而服务业和建筑业继续“报复性”扩张，则是当前总量政策保持的定力的重要原因。

■ **3 月制造业 PMI 仍处于景气区间，但是主动去库存特征明显**。3 月综合 PMI 产出指数为 57%（前值 56.4%），再创历史新高，其中制造业 PMI 为 51.9%（前值 52.6%），较上月下降 0.7 个百分点，虽环比下降但仍处于荣枯线之上。**3 月制造业 PMI 有所回落属正常现象**：PMI 统计的是采购经理人判断本月相较于上月的变化情况，通常春节所在月份 PMI 会出现一定下滑，为春节过后 PMI 的环比上升做铺垫。而今年春节错位、疫情过峰、“重启经济”的定调等因素大幅拉高 2 月制造业 PMI，使 3 月 PMI 继续保持上行的压力较大。

3 月 PMI 产成品库存指数降至 49.5%（前值 50.6%），低于荣枯线，表明库存持续去化且速度加快。不过**主动去库存特征依然显著**：PMI 生产指数降至 54.6%（前值 56.7%）、PMI 原材料库存指数（48.3%，前值 49.8%）和从业人员指数（49.7%，前值 50.2%）更是跌破荣枯线。结合 PMI 新订单指数来看，目前经济仍处于典型的主动去库存阶段，去库能否从主动转为被动取决于后续需求端能否进一步复苏、生产端能否加快“进度条”。若订单继续减少，制造业 PMI 仍有下行风险。

■ **3 月制造业 PMI 的回落主要受生产拖累**。从构成制造业 PMI 的五大分类指数来看，**3 月 PMI 的下降主要是受到生产回落的影响**：3 月 PMI 生产指数录得 54.6%（前值 56.7%），对制造业 PMI 造成 0.53 个百分点的拖累。结合相关高频数据来看，3 月汽车钢胎和高炉的开工率确有下滑趋势，制造业生产动能变弱。

其余四个主要分类指数中，PMI 新订单指数录得 53.6%（前值 54.1%），拖累制造业 PMI 0.15 个百分点；PMI 原材料库存指数录得 48.3%（前值 49.8%），拖累制造业 PMI 0.15 个百分点；PMI 从业人员指数录得 49.7%（前值 50.2%），拉动制造业 PMI 0.1 个百分点；PMI 供应商配送时间指数录得 50.8%（前值 52%），拉动制造业 PMI 0.18 个百分点

■ **供需双双回落，企业前景预期稍有弱化**。除生产端节奏放缓之外，**需求端（尤其是外需）也有回落**。**内需方面**，3 月 PMI 新订单指数为 53.6%（前值 54.1%），仍处于荣枯线之上，但较上月有所回落；PMI 在手订单指数为 48.9%（前值 49.3%），同样也出现一定程度的下滑。3 月乘用车日均零售量和批发量呈下行趋势。**外需方面**，3 月 PMI 新出口订单指数为 50.4%（前值 52.4%），CCFI、SCFI 及 NCFI 三项出口运价指数仍未出现好转，欧美银行危机后经济增长前景较为黯淡，短期内外需转好的可能性较低。在供需同步回落的作用之下，PMI 生产经营活动预期指数也出现下滑，从 2 月的 57.5% 降至 55.5%。

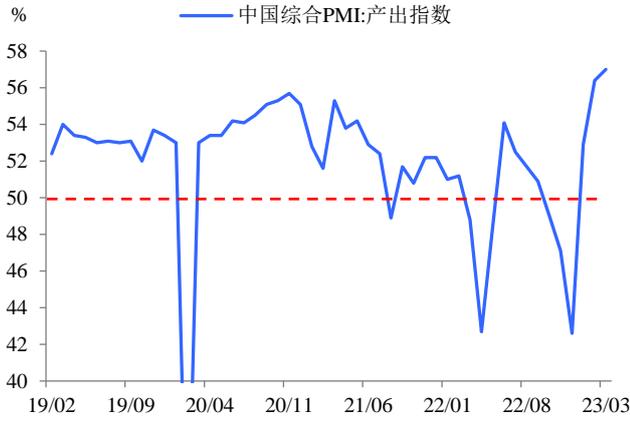
■ **中小企业景气下降，鼓励支持民营经济发展十分迫切**。从企业规模来看，3 月大型企业 PMI 为 53.6%（前值 53.7%），与上月基本持平。**而中小型企业 PMI 的下跌态势较为明显**：中型企业 PMI 为 50.3%（前值 52%）；小型企业 PMI 为 50.4%（前值 51.2%），三类企业之间的发展具有不均衡性，当前对民营经济的扶持政策有待进一步加码。

■ **非制造业恢复发展步伐加快**。比起制造业 PMI 的回落，**3 月建筑业 PMI 和服务业 PMI 的上升为主要亮点，两个指标仍居于荣枯线之上且继续保持上行趋势**。具体来说，建筑业 PMI 为 65.6%（前值 60.2%），较上月大幅上升 5.4 个百分点，这与基建投资的“稳增长”力度较大有关。在稳定宏观经济大盘中起到了中流砥柱的作用。服务业 PMI 为 56.9%（前值 55.6%），较上月上升 1.3 个百分点，各地“促消费”等政策措施

持续发力，撬动消费潜能，服务业稳定恢复。

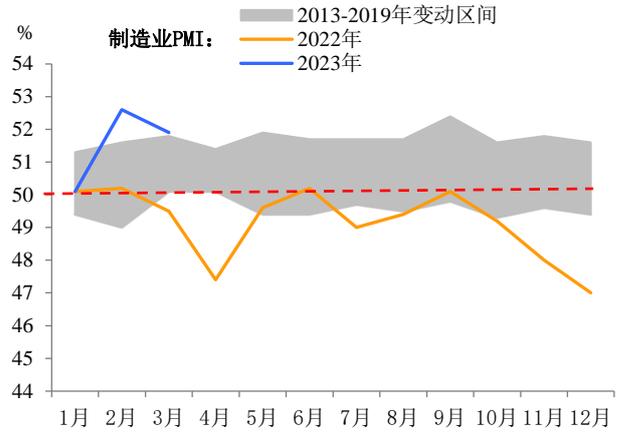
- **总体上看，经济仍具韧性和潜力。**虽然受供需影响，制造业增速比起上月有所放缓，但整体仍处于复苏阶段。**基建和服务业有望成为经济主拉动力，作为经济发展的“双轮”带动市场加速回暖。**
- **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1: 3月综合 PMI 产出指数再创新高



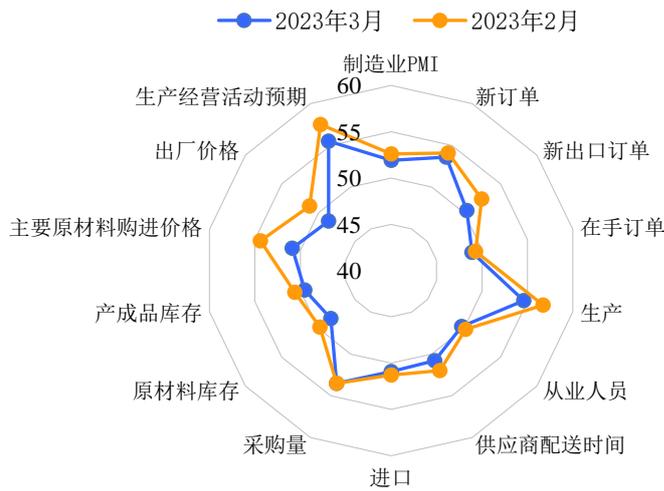
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 3月制造业 PMI 仍处于高景气区间



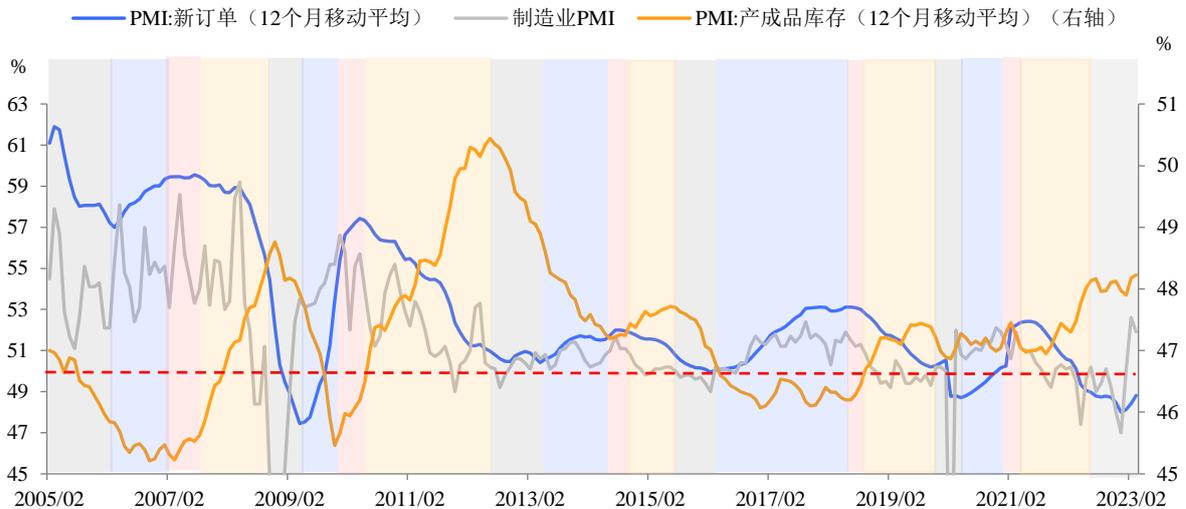
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 3月 PMI 分类指数均有回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

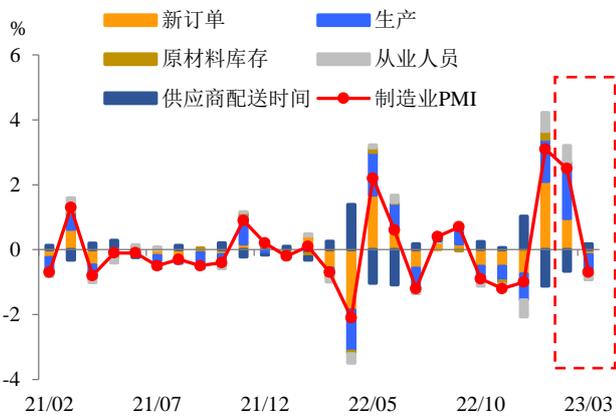
图4：经济仍处于主动去库存阶段



注：红色阴影表示“主动补库存”，橙色阴影表示“被动补库存”，灰色阴影表示“主动去库存”，蓝色阴影表“被动去库存”。

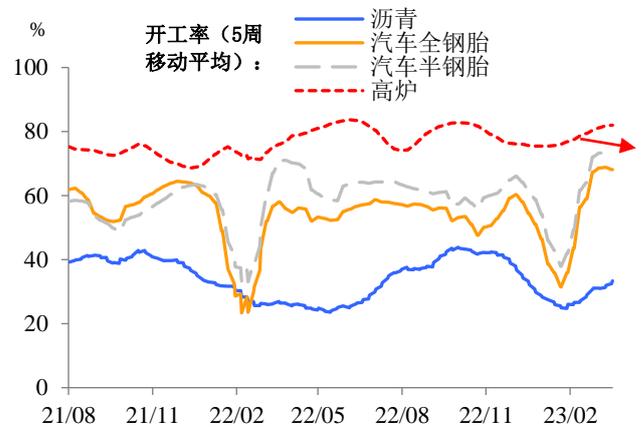
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：3月制造业PMI主要受生产的拖累



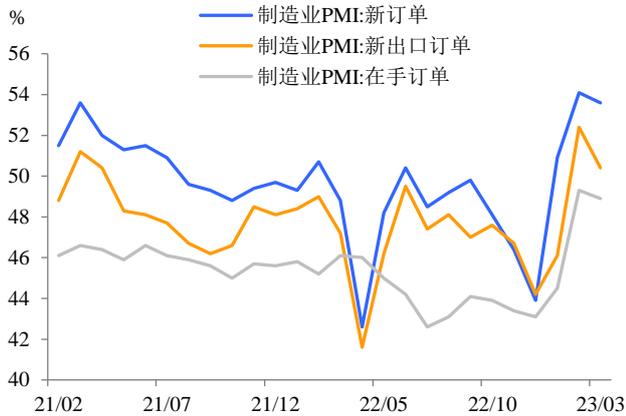
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：3月汽车钢胎和高炉的开工率均有下滑趋势



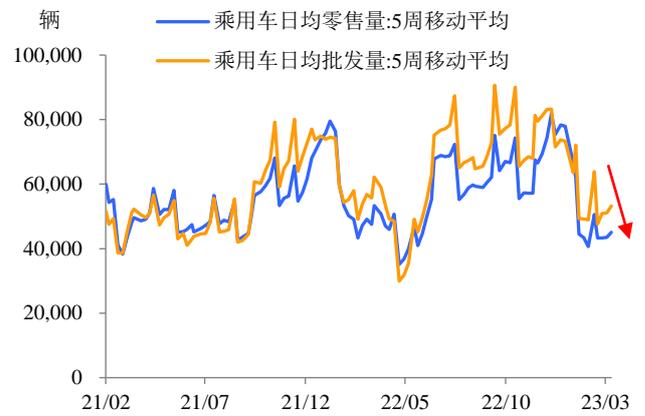
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 3月制造业需求端有所回落



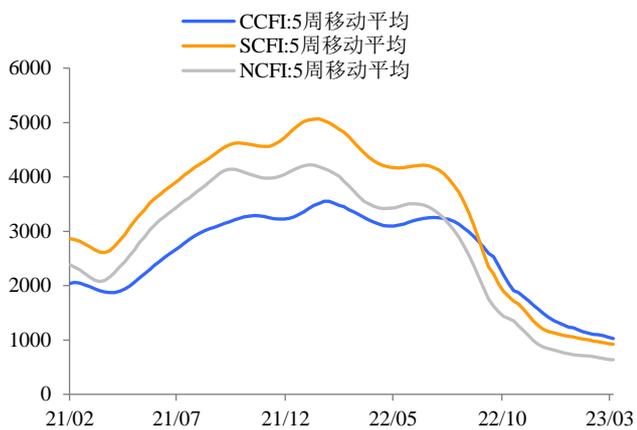
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 3月乘用车日均零售量和批发量整体呈下行趋势



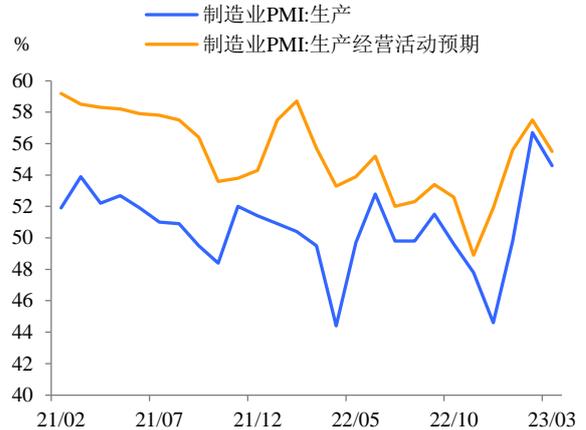
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 3月运价指数仍未好转



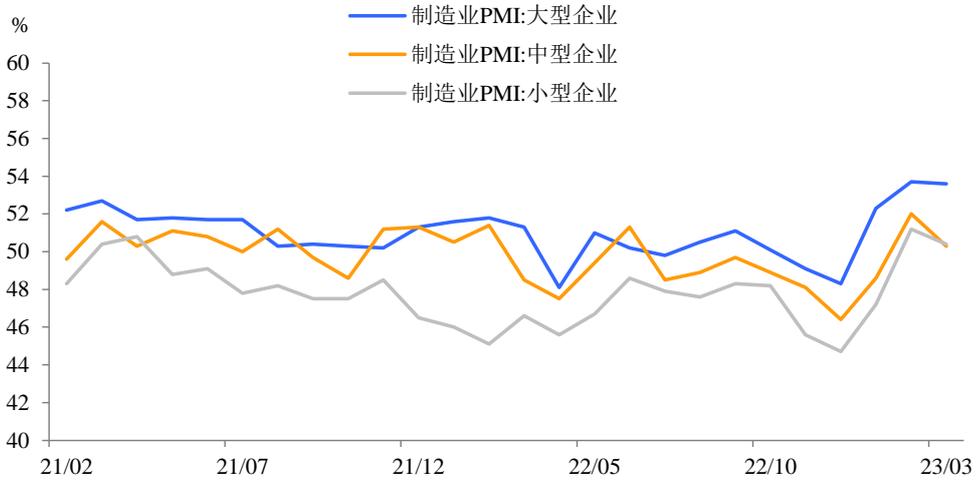
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 3月PMI生产经营活动预期指数下降



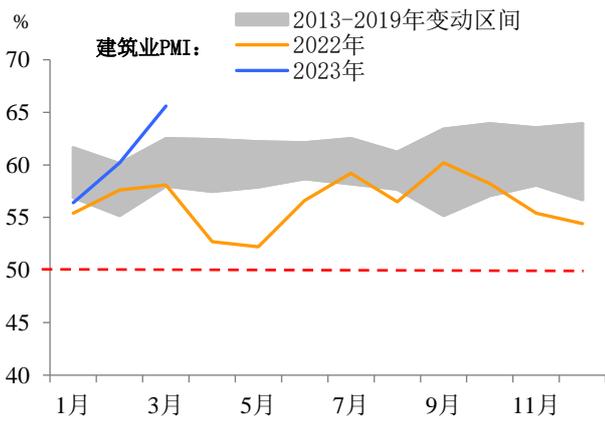
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 3月大型企业表现比中小型企业更好



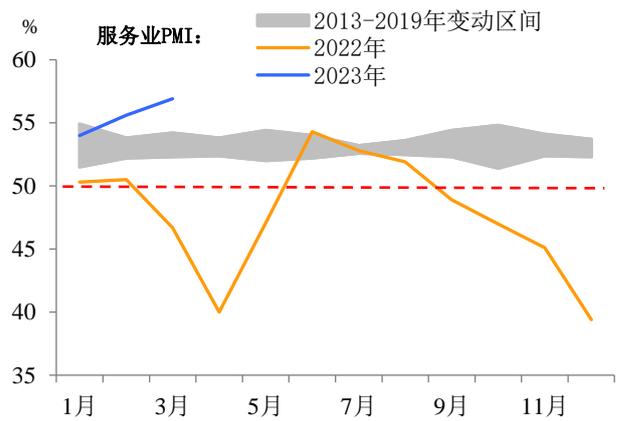
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 3月建筑业PMI大幅上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 3月服务业PMI延续扩张走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

