

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

不必过度担忧景气度修复的持续性

2023年4月1日

- **制造业景气度修复或仍存持续动力。**3月制造业PMI自高位小幅回落有基数的影响,我们认为,这不应成为市场过度担忧景气度修复持续性的因素。首先,与市场预期相比,3月制造业PMI的实际表现仍略高于市场预期。其次,与历史数据相比,3月制造业供需两端虽有回落,但依旧高于往年春节后走势。从后续景气度修复的持续性来看,我们认为,制造业景气度修复或仍存持续性。主要有以下几个原因:第一,制约企业生产经营的成本和资金压力有所缓解,主要体现在采购、物流和用工成本上。反映资金紧张的企业比重较2月也有所下降,这有利于改善企业效益,增强市场主体活力。第二,企业的经济动能仍然较强,大型和小型企业的经济动能也在进一步扩大。第三,市场预期向好下,企业对原材料的采购活动较为活跃。
- **非制造业复苏节奏也在进一步加快。**非制造业景气度已经连续三个月持续回升,并保持在扩张区间。分项上看,尽管建筑业、服务业的商务活动指数均有上升,但整体非制造业回升的拉力主要源于建筑业景气度的回暖。1)建筑业PMI强劲回升主要是气候转暖后各地建筑工程的施工进度有所加快,导致整体生产活动明显扩张。分行业对比来看,建筑业的景气度提升主要靠基建投资的撬动。2)服务业市场需求稳步扩张、服务业景气度继续向好,或源于促消费政策效果显现。一是批发、零售活跃显示居民日常消费保持修复态势;二是交通运输景气度较高也显示出商旅出行意愿增强。此外,由于政府加大对企业的资金支持力度,社会融资环境有所改善。
- **不必过度担忧景气度修复的持续性。**从3月的表现来看,不论是制造业PMI、非制造业PMI,还是二者的综合产出指数,都已经连续三个月处于扩张区间,我们认为,不必过度担忧后续景气度修复的持续性。1)从持续性的动力上看,后续支撑制造业景气度处于扩张区间的力量仍在,而非制造业在基建投资和服务业修复的推动下,也有望保持修复态势。2)从政策发力上,今年的信用大扩张有望为景气度的持续修复赋能。首先,需求稳固或仍需政策进一步发力,所以扩内需政策或仍有发力的必要性。其次,今年以来政府一直加大对企业的资金支持,政策效果已有显现:制造业企业的资金压力有所缓解、非制造业企业的融资难比例有所下降。再者,3月央行超预期降准,为信贷持续增长提供了支撑。综合来看,后续景气度修复或仍具备持续性,建议关注政策支持力度较大的基建和消费板块。
- **风险因素:**消费者信心修复偏慢,政策落地不及预期等。

目录

一、制造业景气度修复或仍存持续动力	3
二、非制造业复苏节奏也在进一步加快	7
三、不必过度担忧景气度修复的持续性	8
风险因素	9

图目录

图 1: 3月制造业 PMI 处于 2021 年下半年以来的相对高位	3
图 2: 3月制造业景气度略有回落	4
图 3: 生产端虽有回落但仍高于往年水平	4
图 4: 需求端小幅回落但也高于往年可比同期表现	5
图 5: 制造业企业原材料采购量与 2 月持平	6
图 6: 经济动能依旧较强	6
图 7: 大中小企业重回景气区间	7
图 8: 3月建筑业 PMI 依旧保持在高景气区间	8
图 9: 建筑业和服务业新订单依旧处于扩张区间	8
图 10: 3月综合产出指数维持在较高水平	9

一、制造业景气度修复或仍存持续动力

3月制造业PMI录得51.9%，略微高于市场预期的51.6%。与2月相比，3月制造业PMI出现小幅回落，我们认为主要是2月的生产活动大幅扩张垫高了整体基数。从景气度水平来看，3月制造业PMI仍处于2021年下半年以来的相对高位。

3月制造业PMI自高位小幅回落有基数的影响，不应成为市场过度担忧景气度持续性的因素。

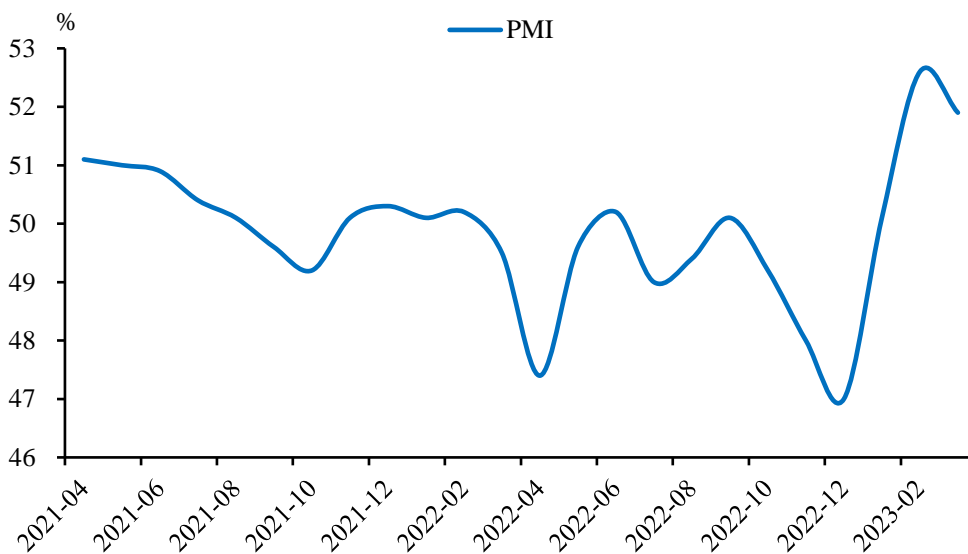
首先，与市场预期相比，3月制造业PMI的表现仍略高于市场预期。2月制造业PMI为52.6%，市场预期3月PMI为51.6%，而实际上制造业景气度比市场预期的还要高出0.3个百分点，比市场预计略微乐观。

其次，与历史数据相比，3月制造业产需两端虽有回落，但依旧高于往年春节后走势。以各年春节当月为时间起点对比来看，春节后两个月产、需两端的景气度一般表现为先上升后回落，今年2、3月的表现符合这一规律，但是依旧强于往年春节后的景气度走势。

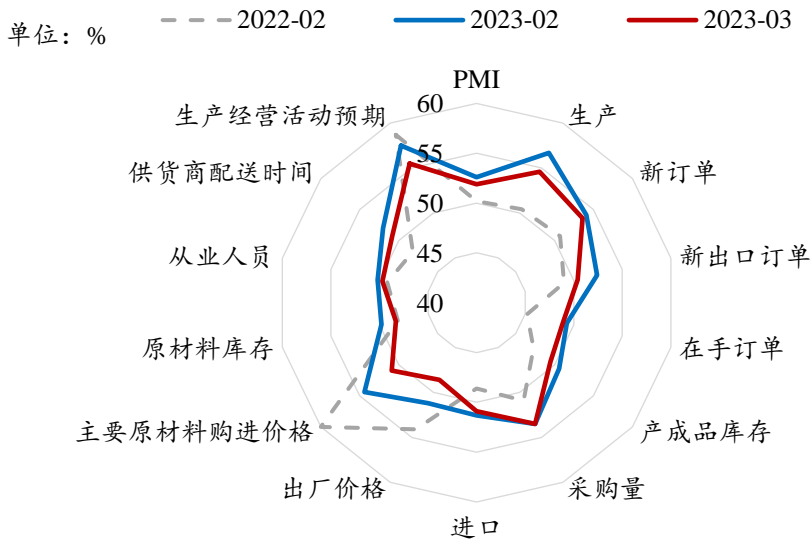
1) 生产端上看，3月生产指数是2021年以来的次高点。3月生产指数较2月高点回落，但处于较高景气水平，录得54.6%。从具体行业上看，非金属矿物制品、通用设备、专用设备、汽车等行业的生产指数都升至57%以上的较高景气区间。

2) 需求端上看，新订单指数也与2021年以来的次高点持平。3月新订单指数小幅回落，但依旧高于往年的可比同期水平。不同行业的新订单表现上，装备制造业、高技术制造业、消费品制造业需求扩张继续加快，基础原材料行业的需求扩张幅度有所放缓。装备制造业、高技术制造业、消费品制造业的新订单指数分别为55.9%、54.3%和53.1%，较2月出现不同程度的回升。而基础原材料行业的新订单指数较2月下降超过2个百分点，但仍保持在52%以上的扩张区间，需求仍保持扩张势头。

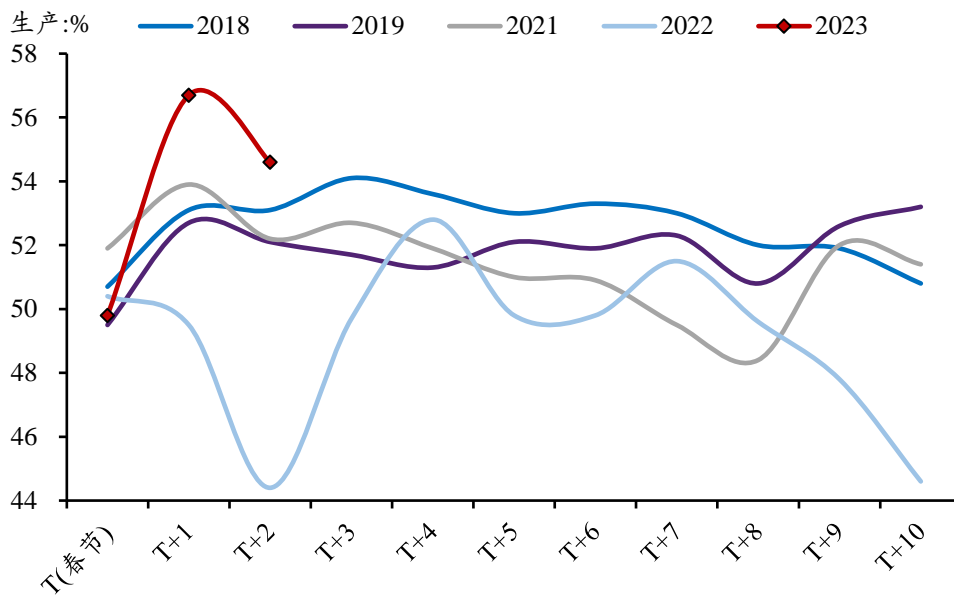
图 1：3月制造业PMI处于2021年下半年以来的相对高位



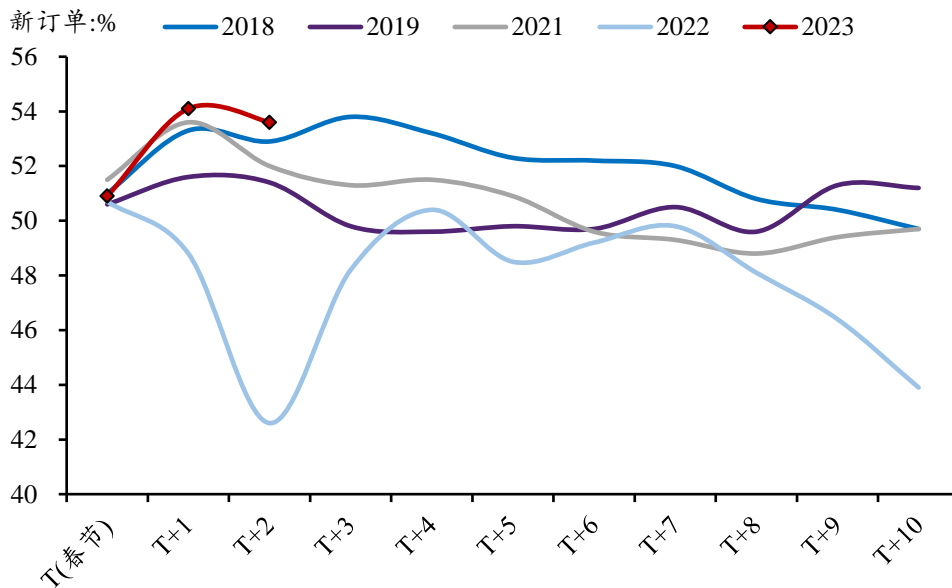
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：3 月制造业景气度略有回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中

图 3：生产端虽有回落但仍高于往年水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：需求端小幅回落但也高于往年可比同期表现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从后续景气度修复的持续性来看，我们认为，制造业景气度修复或仍存持续性。主要有以下几个原因：

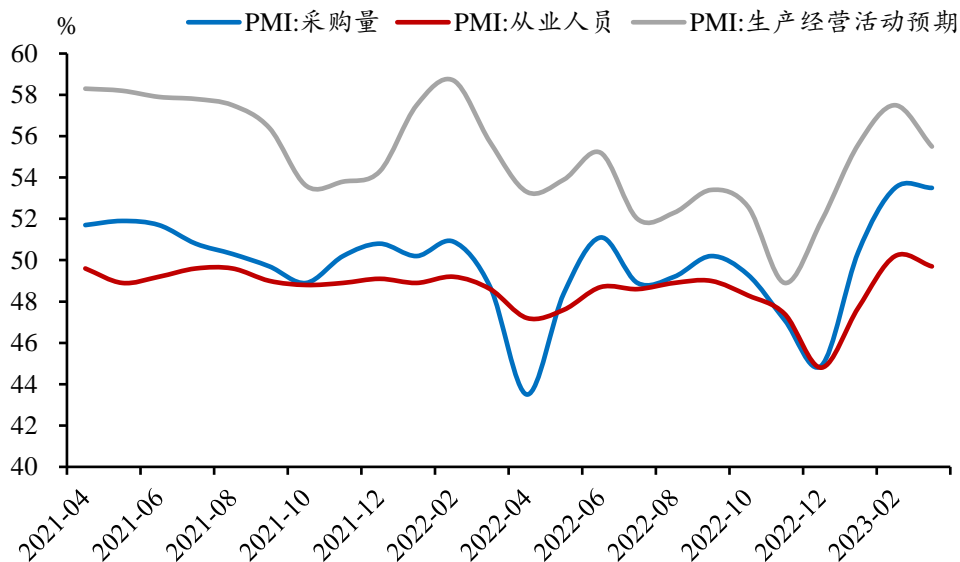
第一，制约企业生产经营的成本和资金压力有所缓解。我们在已外发报告《利润增速大幅下滑的三大原因》中指出，今年 1-2 月工业企业利润下降，利润率仅高于 2020 年 2-4 月新冠疫情刚爆发时的水平，我们认为，一个重要原因是成本对利润形成侵蚀。而 3 月数据显示制造业企业的成本和资金压力都有所缓解，主要体现在采购、物流和用工成本上。

1) 采购和物流成本下降。3 月原材料购进价格指数为 50.9%，较上月下降 3.5 个百分点。反映原材料成本高、物流成本高的制造业企业比重分别为 47.1%和 29.4%，较 2 月比重分别下降 2.2 和 2.9 个百分点。制造业企业的采购成本和物流成本问题有所缓解，有利于企业生产经营的后续修复。

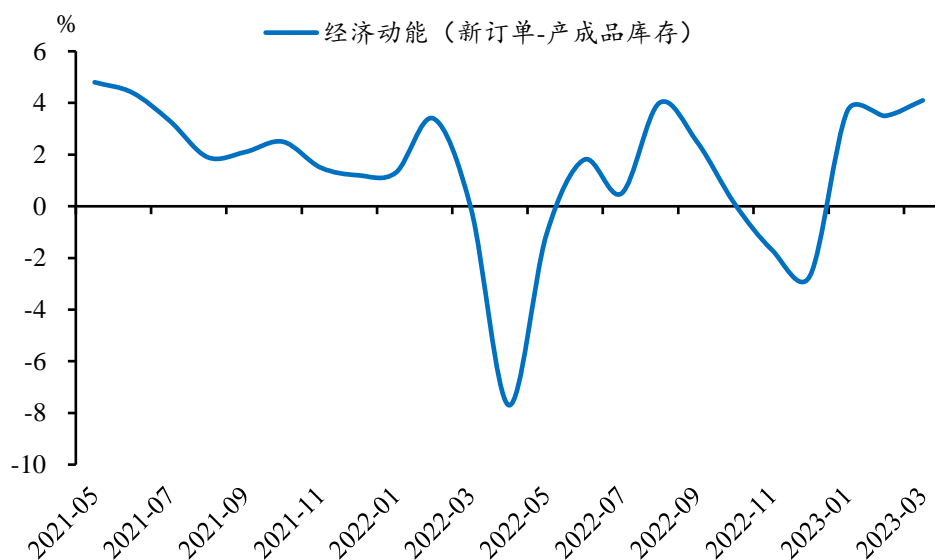
2) 劳动力成本也有下降。在疫后修复中，劳动力供应不足导致雇佣成本增加也会影响企业成本，但 3 月数据显示出反映劳动力供应不足和劳动力成本高的企业比重分别为 7.5%和 31.1%，较 2 月比重下降了 1.9 和 1.3 个百分点。反映资金紧张的企业比重较 2 月也有所下降，这有利于改善企业效益，增强市场主体活力。

第二，企业的经济动能仍然较强。3 月新订单和产成品库存都有回落，但整体的经济动能（新订单-产成品库存）仍较 2 月有所上升，产成品库存消耗较快。3 月经济动能上升至 4.1%的水平，指向经济动能仍强。分企业规模来看，大、中、小型企业的制造业 PMI 仍然处在扩张区间，大型和小型企业的经济动能也在进一步扩大。

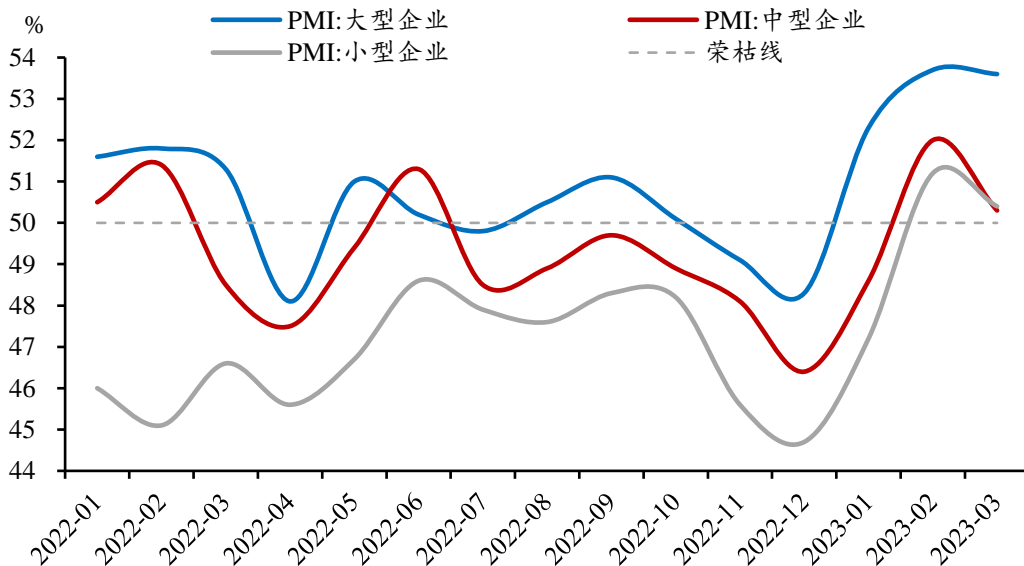
第三，市场预期向好下，企业对原材料的采购活动较为活跃。3 月生产经营活动预期指数为 55.5%，持续位于较高景气区间。从行业看，全部行业生产经营活动预期指数均连续两个月位于景气区间，其中食品及酒饮料精制茶、专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业位于 60.0%以上高位景气区间。由于企业预期依旧向好，3 月制造业企业的采购量指数继续维持在 2 月 53.5%的水平。

图 5：制造业企业原材料采购量与 2 月持平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：经济动能依旧较强


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：大中小企业重回景气区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

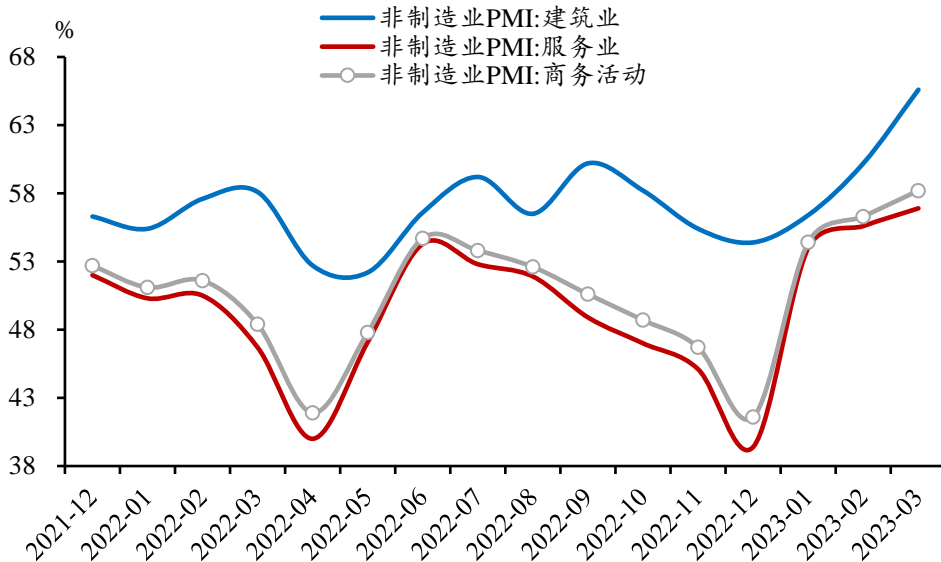
二、非制造业复苏节奏也在进一步加快

3月非制造业商务活动指数为58.2%，比2月上升1.9个百分点，高于市场预期的55%。非制造业景气度已经连续三个月持续回升，并保持在扩张区间。分项上看，尽管建筑业、服务业的商务活动指数均有上升，但整体非制造业回升的拉力主要源于建筑业景气度的回暖。

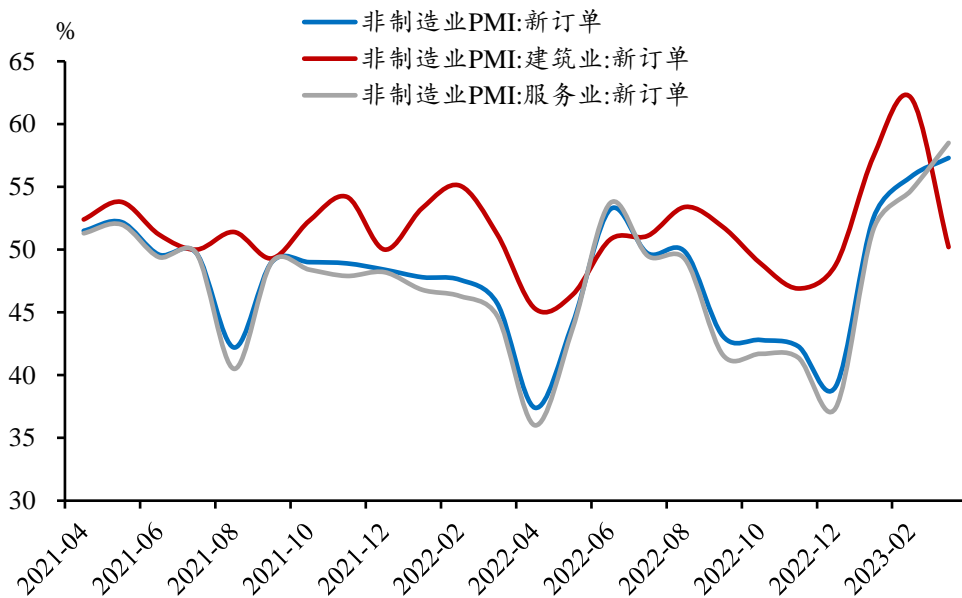
3月建筑业景气度继续提高，主要是基建投资动能持续强劲。3月建筑业PMI强劲回升至近两年高点，主要是气候转暖后各地建筑工程的施工进度有所加快，导致整体生产活动明显扩张。分行业来看，土木工程建筑业商务活动指数升至70%以上，基建投资动能持续强劲，而房屋建筑和建筑装饰行业保持在55%以上。对比来看，建筑业的景气度提升主要靠基建投资的撬动。从新订单指数上看，建筑业的订单虽有回落但仍在扩张区间，在稳投资政策和专项债资金的支持下，建筑业或仍能保持较高景气度。

线下消费平稳恢复，服务业继续复苏。3月服务业PMI指数为56.9%，比2月上升1.3个百分点，也是近两年的高点。服务业的新订单指数也继续上升至近两年的高点，为58.5%。3月服务业市场需求稳步扩张、服务业景气度继续向好，或源于促消费政策效果显现。一是批发、零售活跃显示居民日常消费保持修复态势。批发业和零售业商务活动指数和新订单指数均较2月有不同程度上升，零售活动升幅尤为明显。二是交通运输景气度较高也显示出商旅出行意愿增强。3月铁路运输、道路运输、航空运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数均高于60.0%。

此外，由于政府加大对企业的资金支持力度，社会融资环境有所改善。联合会数据显示，一季度金融业商务活动指数和新订单指数继续保持在60%以上，3月的金融业新订单指数也比2月有明显回升，显示出社会资金需求有所上升。此外，非制造业企业的融资难问题也有所缓解。2022年，非制造业企业融资难的比重保持在10%以上，而今年一季度反应融资难的非制造业企业比重已经低于10%。

图 8：3 月建筑业 PMI 依旧保持在高景气区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：建筑业和服务业新订单依旧处于扩张区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、不必过度担忧景气度修复的持续性

从 3 月的表现来看，制造业 PMI 小幅回落，而非制造业 PMI 继续回升，二者的分化基本符合疫后修复的规律，因为疫情对服务业的压制更大。但不论是制造业 PMI、非制造业 PMI，还是二者的综合产出指数，都已经连续三个月处于扩张区间，我们认为，不必过度担忧后续景气度修复的持续性。

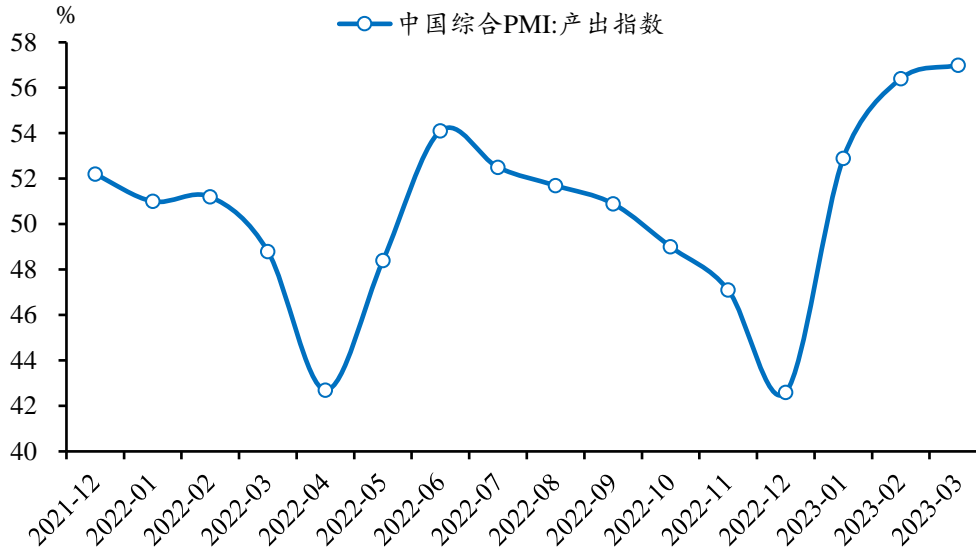
1) 从持续性的动力上看，后续支撑制造业景气度处于扩张区间的力量仍在，而非制造业在基建投资和服务业修复的推动下，也有望保持修复态势，我们认为景气度位于扩张区间的表现依旧可期。

2) 从政策发力上，今年的信用大扩张有望为景气度的持续修复赋能。首先，在经济恢复的带动下，反映市场需求不足的企业比重连续 3 个月下降，但需求稳固或仍需政策进一步发力，所以扩内需政策或仍有发力的必要性。

其次，今年以来政府一直加大对企业的资金支持，政策效果已有显现。3月数据显示出制造业企业的资金压力有所缓解、非制造业企业的融资难比例有所下降。再者，中国人民银行决定于3月27日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，此次央行超预期降准，为信贷持续增长提供了支撑。

综合来看，后续景气度修复或仍具备持续性，建议关注政策支持力度较大的基建和消费板块。

图 10：3月综合产出指数维持在较高水平



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanguiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数(以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。