

复苏高度不可高估

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

2023年04月02日

投资摘要:

3月制造业和非制造业PMI均位于荣枯线以上,经济环比继续向上修复。尽管企业新订单、生产等指数显示景气度提升,但价格指数仍缺乏上行动力,叠加1-2月企业利润同比下滑,目前判断企业进入“被动去库存”为时尚早。通胀粘性未来或要求美联储将联邦基金利率保持高位,经济仍存在硬着陆风险,在外需趋弱的影响下,对我国经济复苏的高度或应保持谨慎乐观。

制造业 PMI

- **PMI 强于荣枯线, 并出现季节性错位。**2023年3月制造业PMI 51.9, 前值 52.6, 保持在荣枯线之上。从历史上看, PMI在3月通常为1季度的高点, 仅在2022年和今年低于2月。2022年3月疫情开始在全国扩散, 对制造业生产造成了较大的影响。而今年3月PMI较2月走低可能原因有二: 一是各项支持政策前置发力, 2月PMI和社融冲高幅度领先季节性; 二是经济修复的斜率在趋缓。目前来看, 我们更倾向于第一种解释。
- **PMI 高于3月历史均值, 排名靠前。**2023年3月PMI在2009年以来的15年中排名第6位, 高于历史均值0.3, 制造业生产环比改善程度较为显著。
- **需求端环比改善程度小幅弱于2021年。**3月新订单PMI 53.6, 前值 54.1。与历史相比, 新订单PMI在近15年中排名第5位, 与2021年持平。新出口订单PMI 50.4, 较前值 52.4 有走弱的迹象。在过去15年中, 新出口订单PMI排名第8位, 低于2021年, 出口压力开始逐渐显现。
- **在手订单环比降幅扩大。**3月在手订单PMI 48.9, 在近15年中排名第4位, 前值 49.3。在手订单规模环比继续收缩, 在2月接近荣枯线后3月出现回落。在新订单较上月环比增长的背景下, 企业在手订单的持续消耗反映企业生产的逐渐提速。
- **产成品库存环比下降, “被动去库存” 确认仍需时间。**3月产成品库存PMI 49.5, 前值 50.6。我们回顾2023年1季度各月的PMI走势: 1月PMI表现的“新订单规模环比提升+产成品库存水平下降”或对应企业开启的“被动去库存”阶段; 2月产成品库存环比上升更多是受春节错位的影响; 3月PMI再次表现出“新订单规模环比提升+产成品库存水平下降”, 但3月出厂价格PMI 48.6, 前值 51.2, 再次落入收缩区间, 价格下降或不支持“被动去库存”开启。
- **企业生产环比提速, 原材料库存下降。**2月生产PMI 54.6, 在近15年中排名第5位, 前值 56.7, 读数仍然保持高位, 生产环比提速或可解释在手订单的环比下降。3月原材料库存PMI 48.3, 前值 49.8, 原材料购进价格PMI 50.9, 前值 54.4, “库存下降+价格上涨”对应企业对原材料的需求上升。
- **出厂价格和原材料价格走势分化。**3月出厂价格PMI 48.6, 较前值 51.2 回落至荣枯线以下; 3月原材料价格PMI 50.9, 前值 54.4。在下游需求持续修复的作用下, 企业出厂价格应同步走高, 同时对原材料的需求也将导致价格上涨。但目前出厂价格并未出现环比上行, 与历史各年3月相比, 48.6的读数也偏低。

非制造业 PMI

- **非制造业景气度持续提升。**3月非制造业PMI 58.2, 在近15年中排名第2位, 前值 56.3。建筑业作为逆周期调节的重要工具在2022年全年都保持了较高的景气度。对比去年, 疫情对国民经济的影响逐步消退, 国家层面或认为基建的必要性减弱。在这样的设计下, 未来建筑业PMI或难以保持较高的位置。
- **服务业、建筑业新订单PMI走势分化。**3月建筑业新订单PMI 50.2, 较前值 62.1 出现较大幅度的下滑, 同时低于历史均值。3月服务业新订单PMI 58.5, 在2012年以来的各年中排名首位, 大幅高于历史平均水平, 前值 54.7。

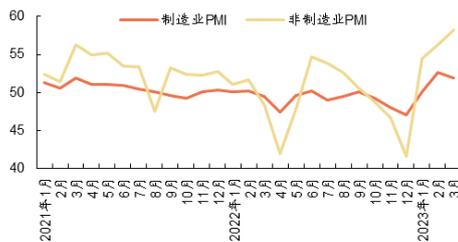
风险提示: 海外需求保持强大韧性、稳增长政策作用超预期、居民需求改善幅度

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

2021-23年3月制造业和非制造业PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

相关报告

- 1、《边际降温但同比仍有支撑: 宏观经济研究周报》2023-03-26
- 2、《方向确定但高度未知: 宏观经济研究周报》2023-03-19
- 3、《复苏中的杠杆错位: 宏观经济研究周报》2023-03-12
- 4、《环比继续修复: 宏观经济研究周报》2023-03-05
- 5、《供需均有上行动力: 宏观经济研究周报》2023-02-28

超预期、商品价格超预期变动。

2023 年中国主要经济指标预测

指标 (%)	2020A	2021A	2022A	202303E	2023E
实际 GDP 同比	2.2	8.4	3.0	4.8	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	5.6	4.0
其中：基建	3.4	0.2	11.5	13.0	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	7.1	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-4.8	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	6.3	6.0
CPI 同比	2.5	0.9	2.0	1.2	2.0
PPI 同比	-1.8	8.1	4.1	-1.8	-0.5
顺差对 GDP 增速拉动	0.6	1.8	0.5	0.3	0.3
10Y 国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.9	2.9
美元兑人民币汇率	6.5	6.4	7.0	6.9	6.8
社会融资规模	13.3	10.3	9.6	8.9	9.0

说明：CPI 和 PPI 为全年同比，3 月预测为当月同比；10Y 国债收益率和汇率取年末最后一个交易日。

资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 制造业 PMI	4
1.1 综合指数	4
1.2 需求端	4
1.3 生产端	5
2. 非制造业 PMI	6
3. 风险提示	7

图表目录

图 1: 2021-23 年 3 月各月 PMI	4
图 2: 2022 年 3 月-23 年 3 月各月 PMI 及历史均值	4
图 3: 2021-23 年各月新订单 PMI	4
图 4: 2021-23 年各月新出口订单 PMI	4
图 5: 2021-23 年 3 月各月在手订单 PMI	5
图 6: 2021-23 年 3 月各月产成品库存 PMI	5
图 7: 2022 年 3 月-23 年 3 月各月生产 PMI 及历史均值	6
图 8: 2021 年-23 年 3 月各月原材料库存 PMI	6
图 9: 2016-23 年各年 3 月出厂价格 PMI	6
图 10: 2022-23 年 3 月各月出厂价格和原材料价格 PMI	6
图 11: 2022-23 年 3 月各月非制造业 PMI	6
图 12: 2009-23 年各年 3 月非制造业 PMI	6
图 13: 2009-23 年各年 3 月建筑业新订单 PMI	7
图 14: 2013-23 年各年 3 月服务业新订单 PMI	7

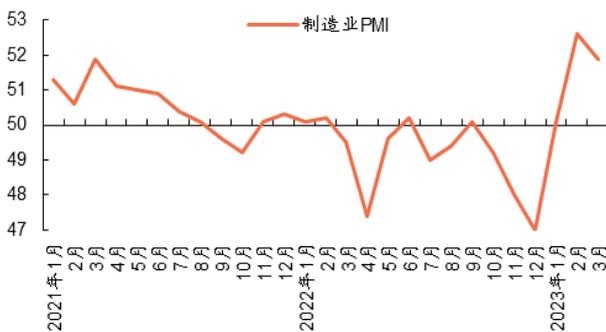
1. 制造业 PMI

1.1 综合指数

PMI 强于荣枯线，并出现季节性错位。2023 年 3 月制造业 PMI 51.9，前值 52.6（图 1），保持在荣枯线之上。从历史上看，PMI 在 3 月通常为 1 季度的高点，仅在 2022 年和今年低于 2 月。2022 年 3 月疫情开始在全国扩散，对制造业生产造成了较大的影响。而今年 3 月 PMI 较 2 月走低可能原因有二：一是各项支持政策前置发力，2 月 PMI 和社融冲高幅度领先季节性；二是经济修复的斜率在趋缓。目前来看，我们更倾向于第一种解释。

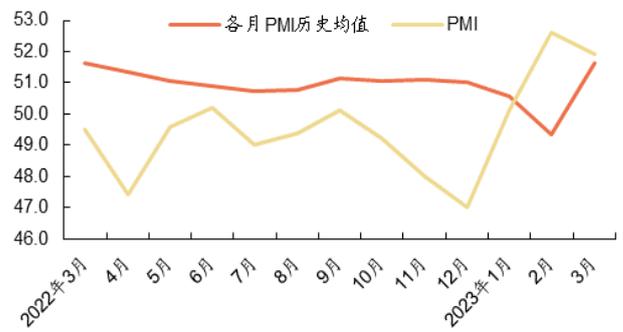
PMI 高于 3 月历史均值，排名靠前。2023 年 3 月 PMI 在 2009 年以来的 15 年中排名第 6 位，高于历史均值 0.3，制造业生产环比改善程度较为显著（图 2）。

图1：2021-23 年 3 月各月 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2022 年 3 月-23 年 3 月各月 PMI 及历史均值



说明：2022 年各月历史均值采用 2009-2021 年数据计算，2023 年各月历史均值采用 2009-2022 年数据计算。

资料来源：Wind，申港证券研究所

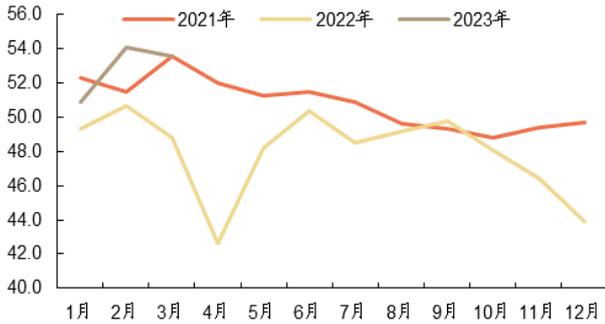
1.2 需求端

需求端环比改善程度小幅弱于 2021 年。3 月新订单 PMI 53.6，前值 54.1，较上月继续环比提升（图 3）。与历史相比，新订单 PMI 在近 15 年中排名第 5 位，与 2021 年持平，处于较为靠前的位置。新出口订单 PMI 50.4，较前值 52.4 有走弱的迹象。在过去 15 年中，新出口订单 PMI 排名第 8 位，低于 2021 年，出口压力开始逐渐显现（图 4）。

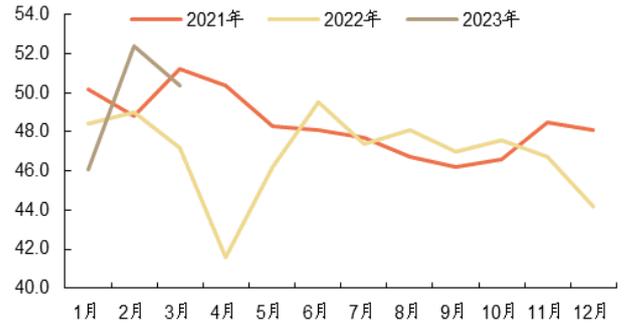
- ◆ 近期银行系统的不稳定性压缩了美联储的政策操作空间，在联邦基金利率出现达峰信号时，市场已经开始超前博弈美联储降息时间，但我们认为联邦基金及利率在高位停留时间尚不确定，且近 3 个月美国核心 CPI 当月同比下降斜率显著放缓，表现出很强的粘性。我们判断 3 月、4 月美国的核心 CPI 甚至存在再度上行的风险。
- ◆ 未来高息环境将保持多久将对我国出口至关重要。但在“how long”尚未合理定价时，降息时点并不明确。我们判断我国出口最坏的时间尚未到来。

图3：2021-23 年各月新订单 PMI

图4：2021-23 年各月新出口订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所



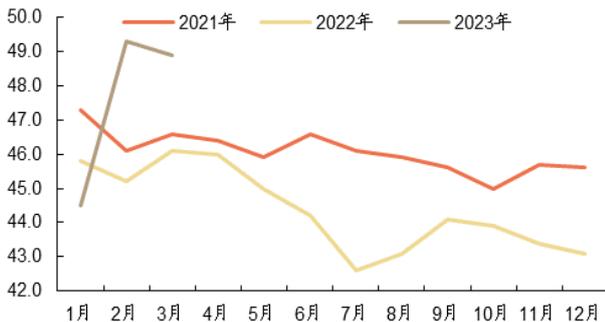
资料来源: Wind, 申港证券研究所

在手订单环比降幅扩大。3月在手订单 PMI48.9，在近 15 年中排名第 4 位，前值 49.3（图 5）。在手订单规模环比继续收缩，在 2 月接近荣枯线后 3 月出现回落。在新订单较上月环比增长的背景下，企业在手订单的持续消耗反映企业生产的逐渐提速。

产成品库存环比下降，“被动去库存”确认仍需时间。3 月产成品库存 PMI49.5，前值 50.6（图 6）。我们回顾 2023 年 1 季度各月的 PMI 走势：自 2022 年 4 月以来，企业经历了 8 个月的“主动去库存”，1 月 PMI 表现的“新订单规模环比提升+产成品库存水平下降”或对应企业开启的“被动去库存”阶段；2 月产成品库存环比上升更多是受春节错位的影响；3 月 PMI 再次表现出“新订单规模环比提升+产成品库存水平下降”，但 3 月出厂价格 PMI48.6，前值 51.2，再次落入收缩区间，价格下降或不支持“被动去库存”开启（图 9）。

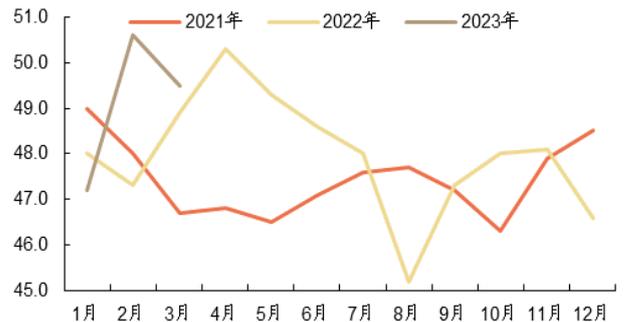
- ◆ 1-2 月企业利润同比下降，如以“企业盈利转正+产成品库存下降”作为“被动去库存”的标志，则新库存周期开启仍需时间确认。

图5: 2021-23 年 3 月各月在手订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: 2021-23 年 3 月各月产成品库存 PMI

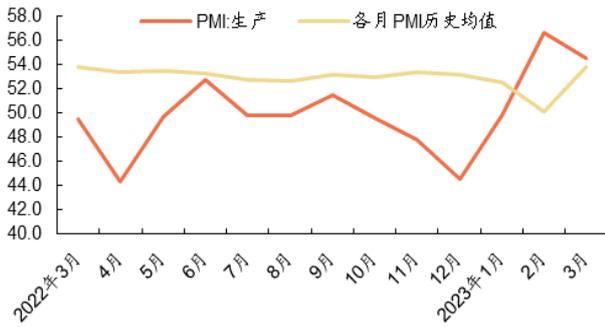


资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 生产端

企业生产环比提速，原材料库存下降。3 月生产 PMI54.6，在近 15 年中排名第 5 位，前值 56.7，读数仍然保持高位，生产环比提速或可解释在手订单的环比下降（图 7）。3 月原材料库存 PMI48.3，前值 49.8（图 8），原材料购进价格 PMI50.9，前值 54.4（图 10），“库存下降+价格上涨”对应企业对原材料的需求上升。

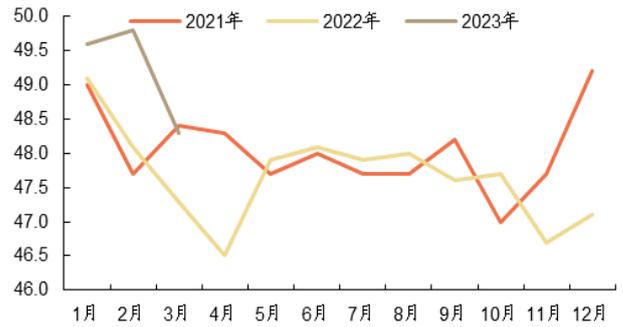
图7：2022年3月-23年3月各月生产PMI及历史均值



说明：2022年各月历史均值采用2009-2021年数据计算，2023年各月历史均值采用2009-2022年数据计算。

资料来源：Wind，申港证券研究所

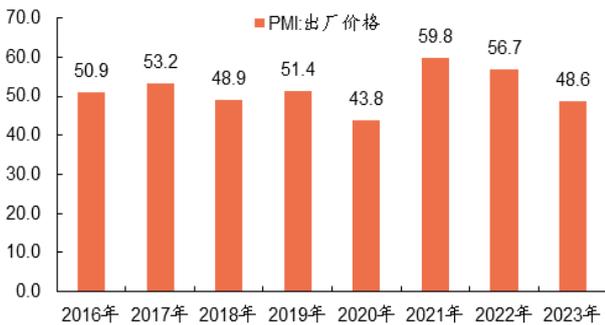
图8：2021年-23年3月各月原材料库存PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

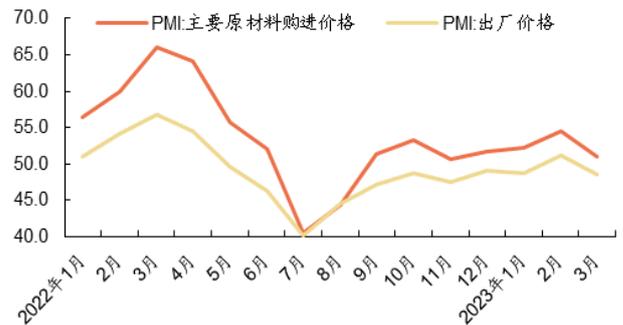
出厂价格和原材料价格走势分化。3月出厂价格PMI48.6，较前值51.2回落至荣枯线以下；3月原材料价格PMI50.9，前值54.4（图9、图10）。在下游需求持续修复的作用下，企业出厂价格应同步走高，同时对原材料的需求也将导致价格上涨。但目前出厂价格并未出现环比上涨，与历史各年3月相比，48.6的读数也偏低。

图9：2016-23年各年3月出厂价格PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：2022-23年3月各月出厂价格和原材料价格PMI



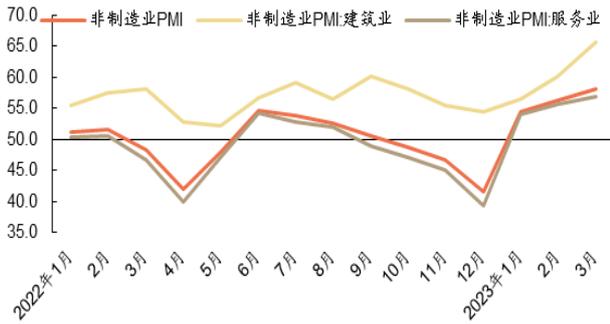
资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 非制造业 PMI

非制造业景气度持续提升。3月非制造业PMI58.2，在近15年中排名第2位，前值56.3（图11，图12）。相对制造业而言，服务业通常具有较大的需求收入弹性，同时也更依赖国内需求，受外需收缩的影响较小。在疫情政策调整后，随居民收入和预期的修复，服务业出现了较大幅度的反弹，1-3月PMI持续高于荣枯线并逐步提升。而建筑业作为逆周期调节的重要工具在2022年全年都保持了较高的景气度。对比去年，疫情对国民经济的影响逐步消退，国家层面或认为基建的必要性减弱。在这样的设计下，未来建筑业PMI或难以保持较高的位置。

图11：2022-23年3月各月非制造业PMI

图12：2009-23年各年3月非制造业PMI



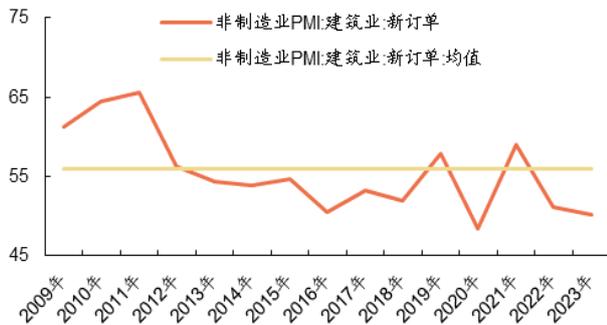
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

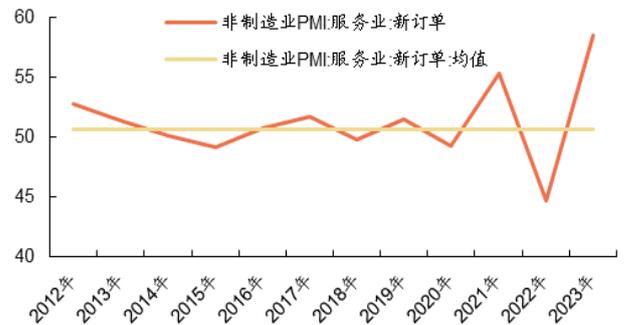
服务业、建筑业新订单 PMI 走势分化。3月建筑业新订单 PMI 50.2, 较前值 62.1 出现较大幅度的下滑, 同时低于历史均值 (图 13)。3月服务业新订单 PMI 58.5, 在 2012 年以来的各年中排名首位, 大幅高于历史平均水平, 前值 54.7 (图 14)。

图13: 2009-23 年各年 3 月建筑业新订单 PMI



说明: 均值采用 2009-2022 年各 2 月数据计算。资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 2013-23 年各年 3 月服务业新订单 PMI



说明: 均值采用 2013-2022 年各 2 月数据计算。资料来源: Wind, 申港证券研究所

3. 风险提示

海外需求保持强大韧性、稳增长政策作用超预期、居民需求改善幅度超预期、商品价格超预期变动。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上