

3月31日，国家统计局公布3月PMI数据。

2月PMI超预期改善后，3月PMI结构分化。制造业、服务业和建筑业PMI分别录得51.9、56.9和65.6，较上月分别变化-0.7、+1.3和+5.4个百分点。

➤ 3月PMI描绘经济状态，整体仍处景气区间，但较2月有所回调。

3月制造业PMI录得历史相对偏高读数，制造业扩张动能偏强。

3月制造业PMI录得51.9，持平于2020年3月读数，为历史同期偏高水平。3月PMI偏强的分项主要是新订单(53.6)和生产(54.6)，这两项表现甚至强于2020年和2017年同期。

3月制造业PMI较2月下滑，还有相当原因在于春节错位影响。

3月制造业PMI环比走弱0.7个百分点，且主要分项均有下滑，经济景气度较2月有所下调。考虑今年春节假期落在1月，今年3月经济活跃度类似于往年4月(同为春节后第二月)。往年4月PMI均较3月走弱，2015-2019年4月平均走弱0.24个百分点。以此为参照，今年3月制造业PMI环比走低，包含了一部分春节错位的影响。

3月服务业和建筑业PMI显示当前非制造业处于偏高的景气区间。

3月服务业和建筑业PMI加速改善，录得56.9和65.6，均属历史偏高水平。

3月以来经济最快扩张期已经告一段落，3月制造业PMI较2月回落指示了当前经济复苏动能趋于平稳，这一景气度变化已被前期高频数据所充分反映，同时也表现在了市场定价之内。

➤ 细究结构，3月PMI存在“矛盾”叙事，“矛盾”点在于3月价格下行过快。

3月PMI整体偏强，韧性较强的分项主要落在新订单、从业人员、在手订单和采购量，生产虽有回落但整体尚可。本月原材料库存和产成品库存快速回落。

相对偏强的生产和需求订单，叠加偏弱的库存，理应描述了一个被动去库过程，价格应呈现出上涨趋势。

然而本月真实情况却是，出厂价格和原材料购进价格均在快速回落，这与订单、生产和库存表现相悖。

类似“矛盾”表现还发生在服务业PMI。3月服务业PMI走低分项有投入品、销售价格、业务互动预期、新订单分项仍保持强势。

➤ 参考历史情景，我们能够更加清晰理解今年3月经济所处状态。

2022年5月，当时上海疫情刚结束，5月PMI表现与今年3月极为类似。拆解当时PMI结构，当时采购量和上产回升，产成品库存、出厂价格和主要原材料购进价格却在回落。

之所以出现这样的PMI“矛盾”结构，主因疫后供应商配送条件改善，恰逢当时国际大宗价格快速下滑，最终被动去库和价格下行并行发生。

我们认为今年3月经历2020年5月类似状态。

一则3月海外衰退预期升温，铜、油均有不同幅度走弱，工业品价格走低。

二则疫情达峰过后，经济运行处于复苏初期，伴随春节后人员到岗、企业复工工推进以及物流加快，行业库存去化开始加速。

➤ 经济修复节奏有条不紊，变化的是复苏预期，结构分化仍是全年主线。

宏观数据反馈疫后国内经济有条不紊推进，并延续如下线索推进，“人流->场景消费->一般耐用品消费->地产销售和工业建筑业复工->出口链”。

去年底至今，变化的不是实体基本面而是市场预期。只不过进入3月，国内外宏观交易呈现出两条清晰主线。海外交易衰退深度；国内交易复苏强度。

3月PMI告诉我们2023年或许依然是一个结构分化大年。内需强于外需，下游强于上游，出口中生产资料强于终端消费。或许除了复苏强弱之外，我们还需要关注未来宏观经济的结构性机会。

风险提示：地产修复不及预期；海外衰退超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

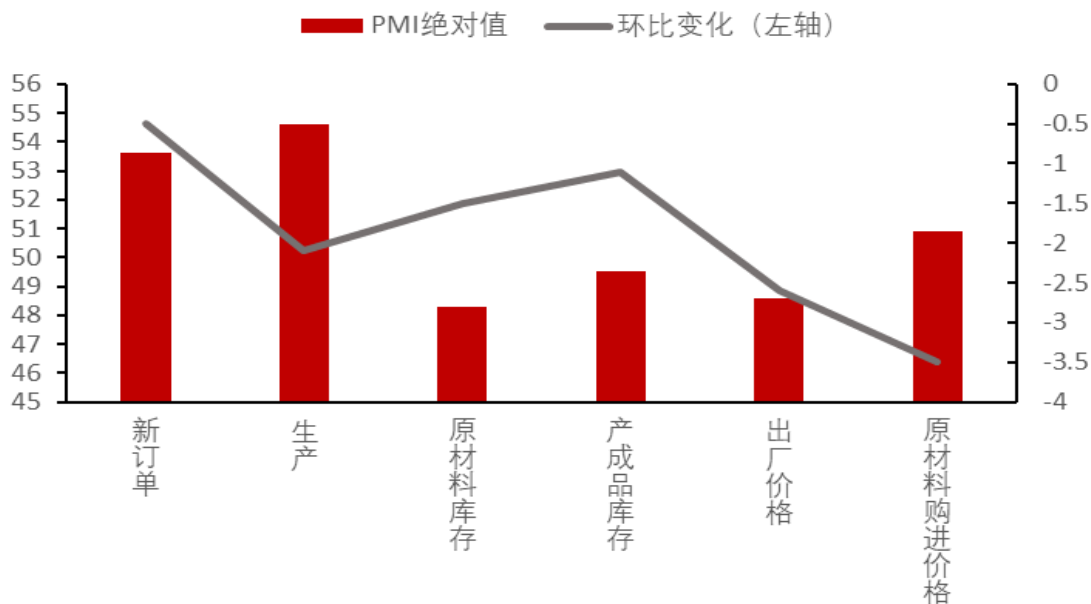
电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

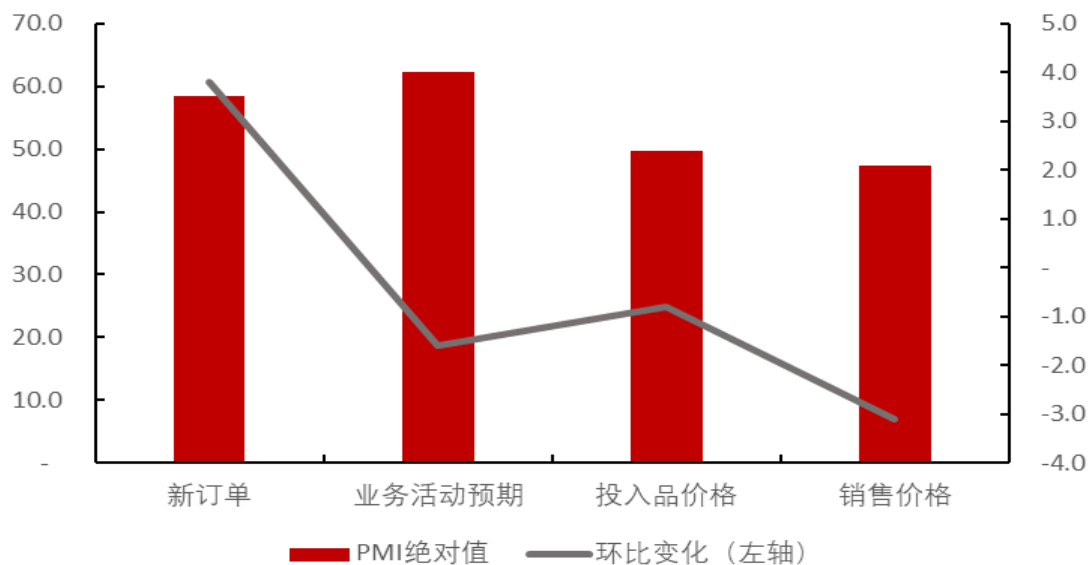
- 1.从库存看中国地产是否过剩-2023/3/29
- 2.2023年中国出口的优势和忧虑-2023/3/27
- 3.2022年12月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17
- 4.全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15
- 5.超额流动性研究(四)：从“贫富分化”看超额储蓄流向-2023/01/12

图 1: 3月制造业 PMI 细分项间存在“矛盾”之处 (单位: %)



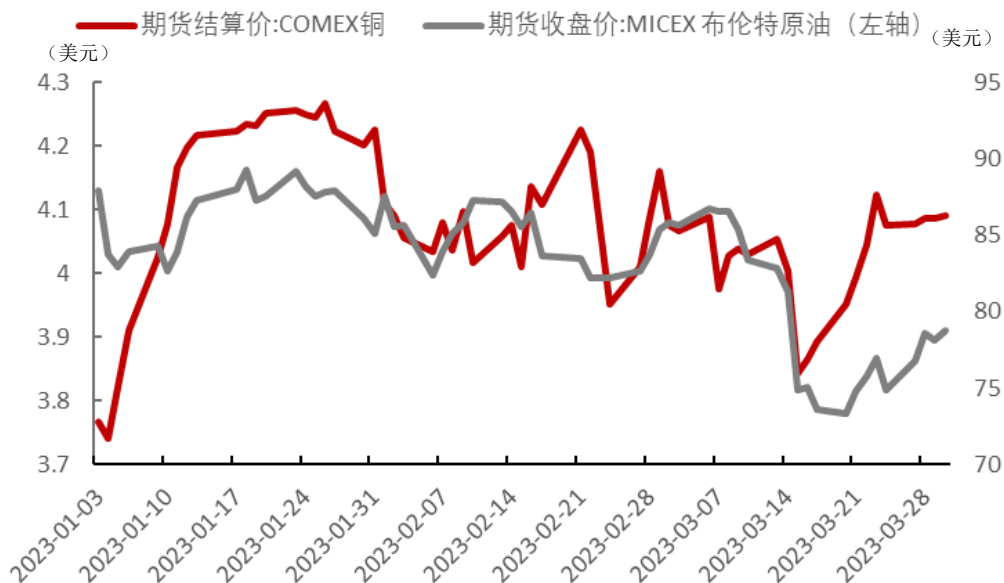
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 2: 3月服务业 PMI 细分项间同样存在“矛盾”之处 (单位: %)



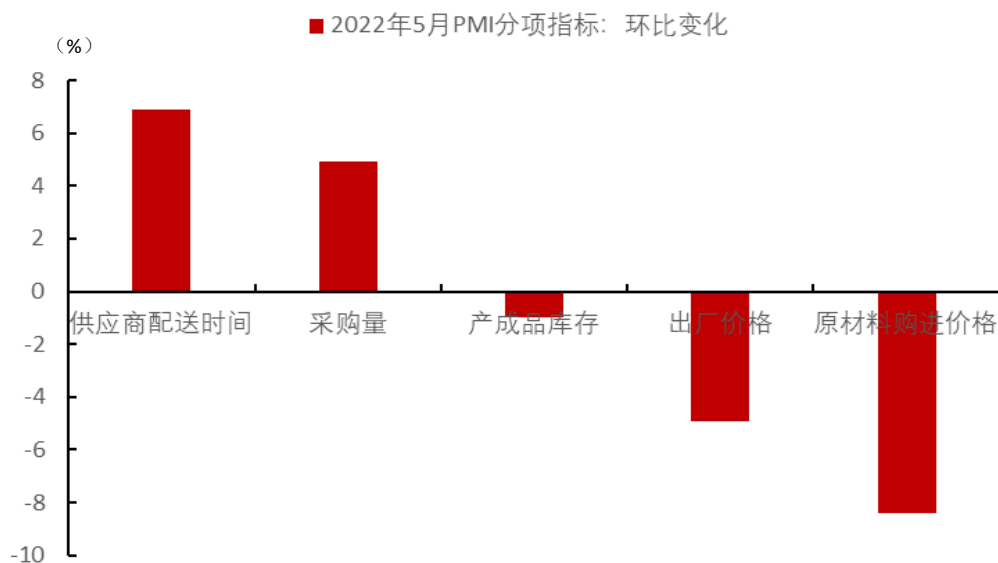
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 3：3 月油铜价格出现回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：2022 年 5 月 PMI 亦表现出相同的现象



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

1) 地产修复不及预期。若开发商及居民信心放缓，地产修复可能会弱于我们预期，进而影响宏观经济整体复苏态势。

2) 海外衰退超预期。若海外金融风险继续爆发，联储政策调整过慢，海外经济衰退可能超预期，影响国内需求和资本市场风险偏好。

插图目录

图 1: 3 月制造业 PMI 细分项间存在“矛盾”之处 (单位: %)	2
图 2: 3 月服务业 PMI 细分项间同样存在“矛盾”之处 (单位: %)	2
图 3: 3 月油铜价格出现回落	3
图 4: 2022 年 5 月 PMI 亦表现出相同的现象	3

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026