

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

内需复苏继续推动经济较快修复

—3月PMI数据点评

2023年3月31日

分析师:

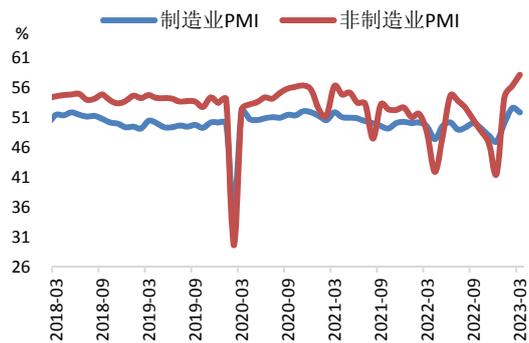
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

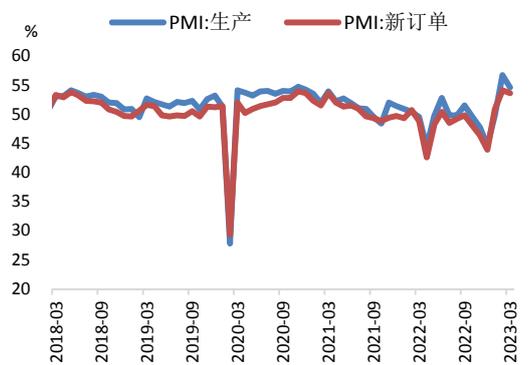
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

PMI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

生产与订单



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《制造业重回扩张 服务业明显反弹—1月PMI数据点评》

内容提要:

3月中国综合PMI产出指数为57.0%，环比回升0.6个百分点；制造业PMI指数为51.9%，回落0.7个百分点；非制造业商务活动指数为58.2%，回升1.9个百分点。

生产端高位回落。3月生产指数环比回落2.1个百分点，但仍处于近10年的高位。企业复工复产速度加快，同时内需复苏提升了企业生产积极性。

内需改善主导经济复苏，新出口订单仍有改善但亦存不确定性。疫情快速过峰叠加政策持续推动，虽然3月新订单指数在2月高基数拖累下环比回落0.5个百分点，但仍然处于近10年的高位，显示出短期内需复苏具有可持续性。

企业预期持续改善。3月生产经营活动预期指数连续3个月保持55%以上，结合3月BCI企业投资前瞻指数连续4个月回升至近1年新高，3月中小企业信心指数连续4个月回升至近20个月新高等情况，市场预期稳定向好。

总的来看，近期内需持续改善主导经济快速修复。虽然受2月高基数影响，3月PMI分项指标多数回落，但合并2-3月后的表现强于季节性特征，表明疫情防控平稳转段后经济持续较快修复。内需回升有助于缓解对生产的压制，后者或继续保持高位水平。不过，当前经济复苏仍存在一些不确定因素。一方面，出口下降大概率将拖累今年经济增长，未来新出口订单指数或再度回落至50%之下；另一方面，居民资产负债表以及房地产市场修复情况还存在一定不确定性。结合通胀总体水平较低，尤其是上半年PPI或仍在通缩区间，政策需要相机抉择并保持合适强度。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 3 月 31 日公布的数据显示，3 月中国综合 PMI 产出指数为 57.0%，环比回升 0.6 个百分点；制造业 PMI 指数为 51.9%，回落 0.7 个百分点；非制造业商务活动指数为 58.2%，回升 1.9 个百分点。

点评：内需持续改善主导经济快速修复。虽然受 2 月高基数影响，3 月 PMI 分项指标多数回落，但合并 2-3 月后的表现强于季节性特征，表明疫情防控平稳转段后经济持续较快修复。内需回升有助于缓解对生产的压制，后者或继续保持高位水平。不过，当前经济复苏仍存在一些不确定因素。一方面，出口下降大概率将拖累今年经济增长，未来新出口订单指数或再度回落至 50% 之下；另一方面，居民资产负债表以及房地产市场修复情况还存在一定不确定性。结合通胀总体水平较低，尤其是上半年 PPI 或仍在通缩区间，政策需要相机抉择并保持合适强度。

制造业 PMI 虽回落但仍好于预期。3 月制造业 PMI 51.9%，环比回落 0.7 个百分点，弱于季节性（2011-2019 年同期，下同）特征 1.6 个百分点。考虑到 2 月基数较高，若合并 2-3 月环比（1.8%）看，则强于季节性（0.7%）1.1 个百分点，表明疫情防控平稳转段后经济持续较快修复。主要分项指标中，除采购量持平外悉数回落。

生产端高位回落。3 月生产指数（54.6%）环比回落 2.1 个百分点，但仍处于近 10 年的高位。从中观高频数据看，3 月行业开工率总体逐步上行，其中高炉开工率始终保持在 80% 之上，PTA 开工率下旬升至近 1 年新高，石油沥青装置开工率亦升至疫后的高位，汽车全钢胎、半钢胎开工率维持在近 2 年的高位。一方面企业复工复产速度加快，另一方面内需复苏提升了企业生产积极性。

内需改善主导经济复苏，新出口订单仍有改善但亦存不确定性。疫情快速过峰叠加政策持续推动，虽然 3 月新订单指数（53.6%）在 2 月高基数拖累下环比回落 0.5 个百分点，但仍然处于近 10 年的高位，显示出短期内需复苏具有可持续性。在生产和市场需求回暖的带动下，近期企业采购活动比较活跃，采购量指数（53.5%）为 2020 年 12 月以来高点；进口指数（50.9%）连续 2 个月位于扩张区间，企业生产用原材料进口量继续增加。出口新订单指数（50.4%）环比回落 2 个百分点但仍处于荣枯分界线之上，短期外需边际改善。不过，结合韩国出口持续负增长、BDI 底部徘徊、CCFI 等国内运价指数回落以及 3 月欧元区制造业超预期下行等因素，未来外需继续回落的概率较大，从而拖累出口。

各规模企业 PMI 保持扩张，大型企业持平，中、小企业有所回落。其中，大型企业 PMI（53.6%）持平 2 月，其新订单指数连续 3 个月保持 55% 以上，恢复发展动能较强；中（50.3%）、小型企业 PMI（50.4%）均较 2 月有所回落，但仍连续 2 个月位于景气区间。

企业预期持续改善。3 月生产经营活动预期指数环比回落 2 个百分点至 55.5%，连续 3 个月保持 55% 以上，结合 3 月 BCI 企业投资前瞻指数（65.2）连续 4 个月回升至近 1 年新高，3 月中小企业信心指数（53.7%）连续 4 个月回升至近 20 个月新高等情况，市场预期稳定向好。其中，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，相关企业对市场发展前景看好。

服务业加快恢复。随着各地促消费等政策措施显效发力，服务业恢复发展动力有所增强，商务活动指数（56.9%）分别高于 2 月和 2022 年同期 1.3、10.2 个百分点。从行业看，零售、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高于 60.0%，居民消费和商旅出行意愿增强。从市场需求和预期看，新订单指数（58.5%）环比上行 3.8 个百分点，服务业市场需求释放继续加快；业务活动预期指数为 63.2%，连续三个月高于 63.0%，企业对市场预期持续向好。此外，建筑业加速扩张。随着气候转暖各地工程施工进度加快推进，建筑业生产活动扩张加快，商务活动指数（65.6%）环比回升 5.4 个百分点，与百年建筑网调研全国砂石矿山厂和加工厂样本企业的砂石发货量持续走高是一致的。

表 1: 2023 年 3 月 PMI 概览 (单位: %)

3 月	PMI	生产	新订单	新出口 订单	积压 订单	产成品 库存	采购 量	进口	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	供货商配 送时间
绝对值	51.9	54.6	53.6	50.4	48.9	49.5	53.5	50.9	50.9	48.3	49.7	50.8
环比变化	-0.7	-2.1	-0.5	-2.0	-0.4	-1.1	0.0	-0.4	-3.5	-1.5	-0.5	-1.2
同比变化	2.4	5.1	4.8	3.2	2.8	0.6	4.8	4.0	-15.2	1.0	1.1	4.3
2011-2019 年 1 月均值	51.3	53.4	52.6	50.4	46.9	48.5	52.3	50.0	54.0	48.8	49.3	50.2
与均值相差	0.6	1.2	1.0	0.0	2.0	1.0	1.2	0.9	-3.1	-0.5	0.4	0.6

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济复苏不及预期，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层