

2023年3月PMI点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇
yuanzhengyu@gjzq.com.cn

通往经济复苏之路

事件：

3月31日，国家统计局公布3月PMI指数，制造业PMI指数录得51.9%、较上月下降0.7个百分点；非制造业PMI指数录得58.2%、较上月提升1.9个百分点。

制造业景气持续高位，服务业修复动能增强

疫后制造业率先修复、景气持续高位，内需支撑特征明显。3月，制造业PMI录得51.9%、高于市场平均预期的51.6%，尽管较上月回落0.7个百分点、仍处于近两年来次高水平；其中，产需均处于景气扩张区间，新订单仅小幅回落0.5个百分点、低于生产的2.1个百分点和新出口订单的2个百分点，原材料、产成品库存双双下降，企业持续增加采购、采购量指数录得53.5%、连续2个月处于27个月以来的最高水平。

伴随场景恢复，服务业加快修复，需求增长强劲。3月，服务业PMI录得56.9%、连续3个月回升，其中零售、铁路运输、航空、租赁商务等PMI高于60%；场景恢复带来的居民出行、企业商务活动均明显改善，进而带动服务业需求的加快增长，3月服务业新订单较上月提升3.8个百分点、改善幅度高于2月的2.9个百分点。

PMI透露的经济复苏线三大线索，场景恢复、稳增长“加力”和中游装备制造。主要行业来看，与场景紧密相关的服务业、消费品行业PMI连续3个月回升，政策靠前发力带动的建筑业及黑色、非金属建材等景气改善；装备制造业PMI高于制造业总体1.1个百分点，其中专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械等位于60%以上高景气区间。

继续强调，经济可以更加“乐观”些，内需增长为主，核心驱动包括：新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲，稳增长“加力”带来的基建投资韧性，疫后修复带来的消费增长等。

常规跟踪：新出口订单明显回落，稳增长持续落地对冲外需走弱

PMI多数分项回落，外需有所承压。3月，主要PMI分项都有所回落，从业人员指数和新出口订单指数值得关注。其中，从业人员指数回落0.5个百分点至49.7%，再度落入收缩区间，指向企业招工有所放缓；新出口订单回落2个百分点至50.4%，景气度低于进口指数0.5个百分点，显示外需的韧性不如内需强。高频数据显示，韩国中上旬出口持续回落、海运市场延续低迷，或指向出口拖累加大。

大型企业和小型企业的表现好于中型企业。3月，大、中、小型企业PMI不同程度回落，但仍处于扩张区间。大型企业和小型企业修复表现较好。大型和小型企业采购量分别较上月上升0.5和0.2个百分点至56.6%和52.4%，而原材料库存分别下降0.9、3.9个百分点至49.6%、49.8%，显示企业生产积极性较强。此外，大型企业的新订单也进一步回升0.4个百分点至56.5%，指向中上游行业的需求较强。

稳增长加力下，建筑业景气创新高。非制造业PMI录得58.2%，较上月提升1.9个百分点。其中，建筑业PMI提升5.4个百分点至60.2%，景气度达到2012年以来的最高点，为当月非制造业PMI的主要支撑。建筑业高景气下，新订单指数却出现了背离。建筑业新订单指数较上月下降11.9个百分点至50.2%，这可能与稳增长靠前、项目集中下达有关，后续还需跟踪还需跟踪政策落地和地产修复情况。近期高频数据显示，玻璃库存持续回落、价格有所回升，或指向地产竣工恢复提速。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、制造业景气持续高位，服务业修复动能增强.....	3
2、常规跟踪：新出口订单明显回落，稳增长持续落地对冲外需走弱.....	4
风险提示.....	6

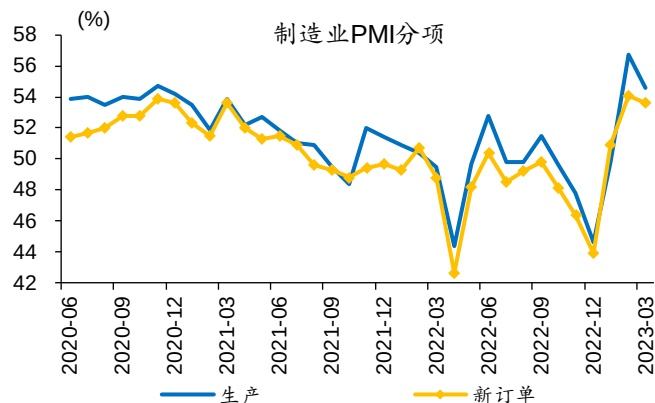
图表目录

图表 1：年初以来，制造业产需快速修复.....	3
图表 2：3 月，企业持续加快备货.....	3
图表 3：3 月，服务业加快扩张.....	3
图表 4：3 月，服务业新订单指数继续抬升.....	3
图表 5：3 月以来，航班架次延续回升.....	4
图表 6：近期酒店入住率较 2019、2021 年基本持平.....	4
图表 7：场景修复和稳增长相关行业招工增长较快.....	4
图表 8：制造业设备和下游相关行业招工增长较快.....	4
图表 9：制造业 PMI 主要分项.....	5
图表 10：进口指数好于出口新订单指数.....	5
图表 11：大、中、小型企业均位于扩张区间.....	5
图表 12：大型和小型企业表现较好.....	5
图表 13：3 月，建筑业 PMI 持续较快提升.....	6
图表 14：3 月，建筑业新订单明显下滑.....	6
图表 15：全国玻璃库存延续下降.....	6
图表 16：玻璃现货价格有所回升.....	6

1、制造业景气持续高位，服务业修复动能增强

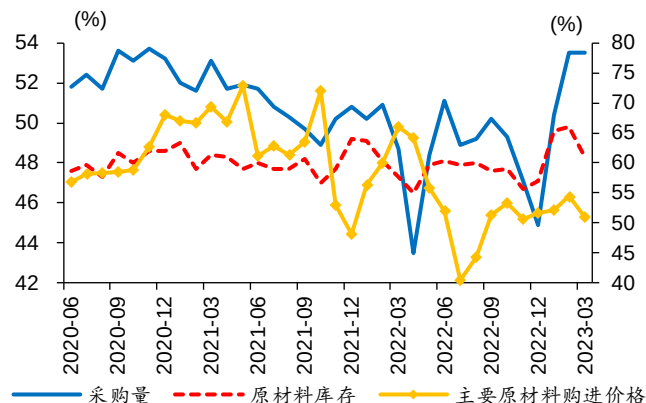
疫后制造业率先修复、景气持续高位，内需支撑特征明显。3月，制造业PMI录得51.9%、高于市场平均预期的51.6%，尽管较上月回落0.7个百分点、仍处于近两年来次高水平；其中，产需均处于景气扩张区间，新订单仅小幅回落0.5个百分点、低于生产的2.1个百分点和新出口订单的2个百分点，原材料、产成品库存双双下降，企业持续增加采购、采购量指数录得53.5%、连续2个月处于27个月以来的最高水平。

图表1：年初以来，制造业产需快速修复



来源：Wind、国金证券研究所

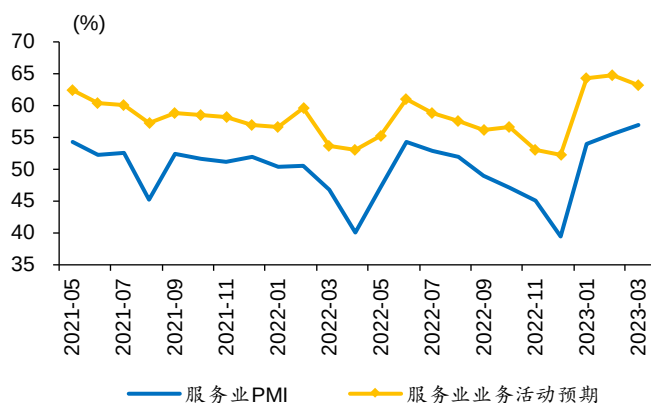
图表2：3月，企业持续加快备货



来源：Wind、国金证券研究所

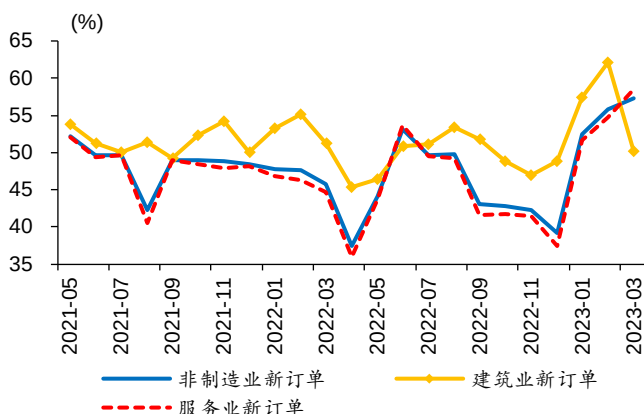
伴随场景恢复，服务业加快修复，需求增长强劲。3月，服务业PMI录得56.9%、连续3个月回升，其中零售、铁路运输、航空、租赁商务等PMI高于60%；场景恢复带来的居民出行、企业商务活动均明显改善，进而带动服务业需求的加快增长，3月服务业新订单较上月提升3.8个百分点、改善幅度高于2月的2.9个百分点。高频数据也有所证，3月以来航班架次延续回升，酒店入住率也较2019年、2021年基本持平。

图表3：3月，服务业加快扩张



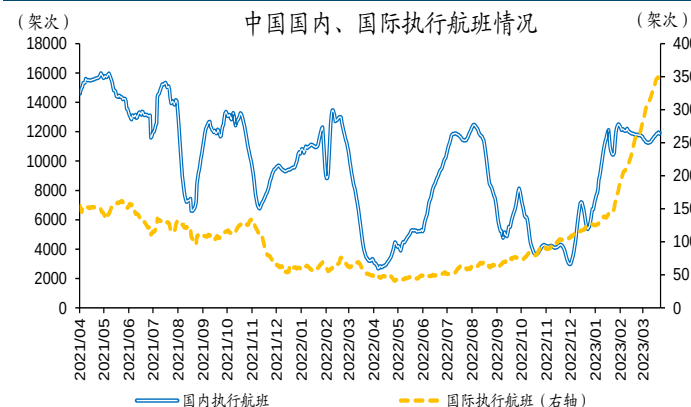
来源：Wind、国金证券研究所

图表4：3月，服务业新订单指数继续抬升



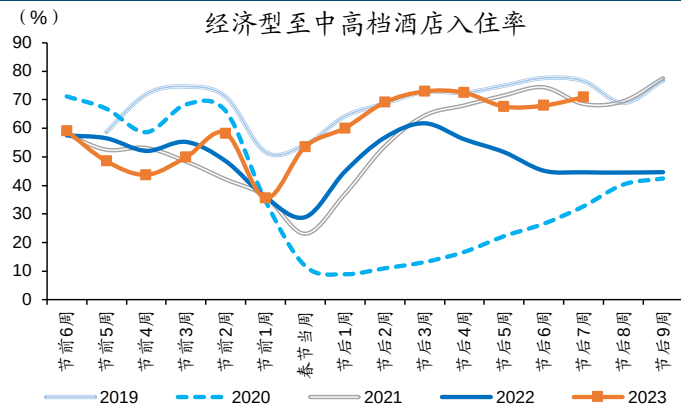
来源：Wind、国金证券研究所

图表5：3月以来，航班架次延续回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表6：近期酒店入住率较2019、2021年基本持平



来源：国金数字未来 Lab、国金证券研究所

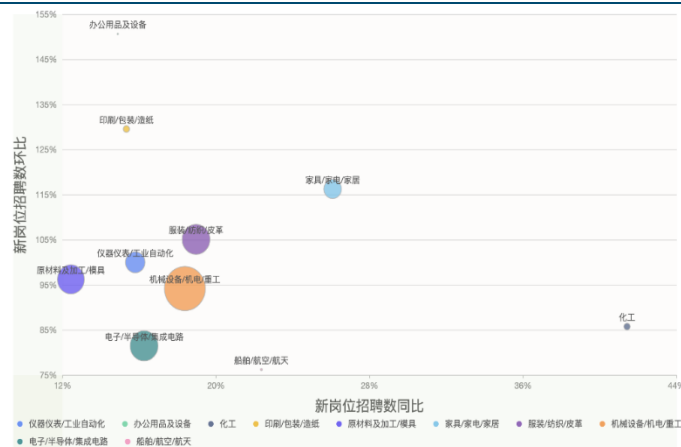
PMI 透露的经济复苏线三大线索，场景恢复、稳增长“加力”和中游装备制造。主要行业来看，与场景紧密相关的服务业、消费品行业 PMI 连续 3 个月回升，政策靠前发力带动的建筑业及黑色、非金属建材等景气改善；装备制造业 PMI 高于制造业总体 1.1 个百分点，其中专用设备、铁路船舶航空航天设备、电气机械等位于 60% 以上高景气区间。这与当前企业招工需求的特征也较为一致，即场景修复和稳增长相关行业招工增长较快，制造业设备和偏消费的增长相对较快。

图表7：场景修复和稳增长相关行业招工增长较快



来源：国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表8：制造业设备和下游相关行业招工增长较快



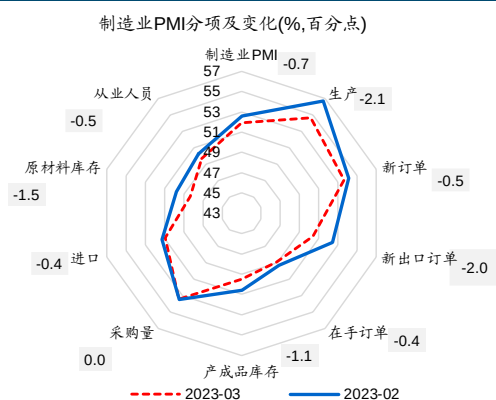
来源：国金数字未来 Lab、国金证券研究所

继续强调，经济可以更加“乐观”些，内需增长为主，核心驱动包括：新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲，稳增长“加力”带来的基建投资韧性，疫后修复带来的消费增长等。

2、常规跟踪：新出口订单明显回落，稳增长持续落地对冲外需走弱

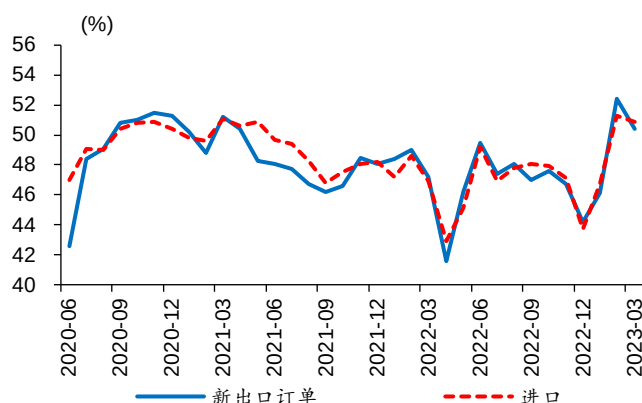
PMI 多数分项回落，外需有所承压。3 月，主要 PMI 分项都有所回落，从业人员指数和新出口订单指数值得关注。其中，从业人员指数回落 0.5 个百分点至 49.7%，再度落入收缩区间，指向企业招工有所放缓；新出口订单回落 2 个百分点至 50.4%，景气度低于进口指数 0.5 个百分点，显示外需的韧性不如内需强。高频数据显示，韩国中上旬出口持续回落、海运市场延续低迷，或指向出口拖累加大。

图表9：制造业 PMI 主要分项



来源：Wind、国金证券研究所

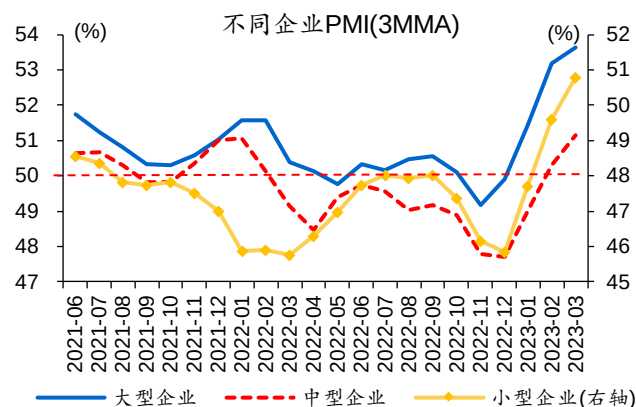
图表10：进口指数好于出口新订单指数



来源：Wind、国金证券研究所

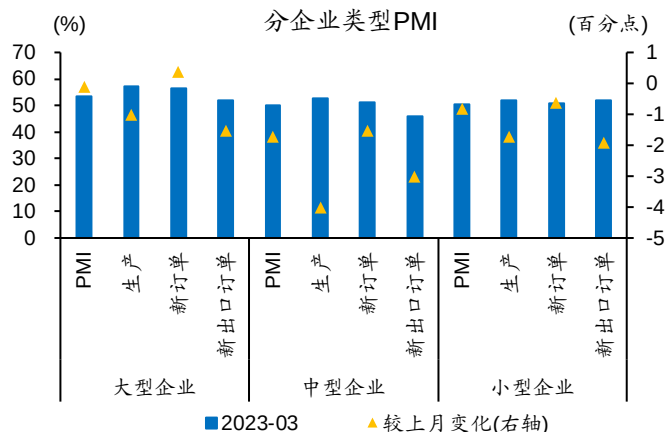
大型企业和小型企业的表现好于中型企业。3月，大、中、小型企业PMI不同程度回落，但仍处于扩张区间。大型企业和小型企业修复表现较好。大型和小型企业采购量分别较上月上升0.5和0.2个百分点至56.6%和52.4%，而原材料库存分别下降0.9、3.9个百分点至49.6%、49.8%，显示企业生产积极性较强。此外，大型企业的新订单也进一步回升0.4个百分点至56.5%，指向中上游行业的需求较强。

图表11：大、中、小型企业均位于扩张区间



来源：Wind、国金证券研究所

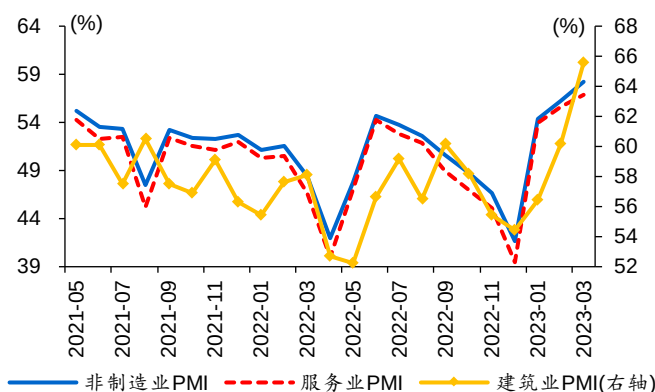
图表12：大型和小型企业表现较好



来源：Wind、国金证券研究所

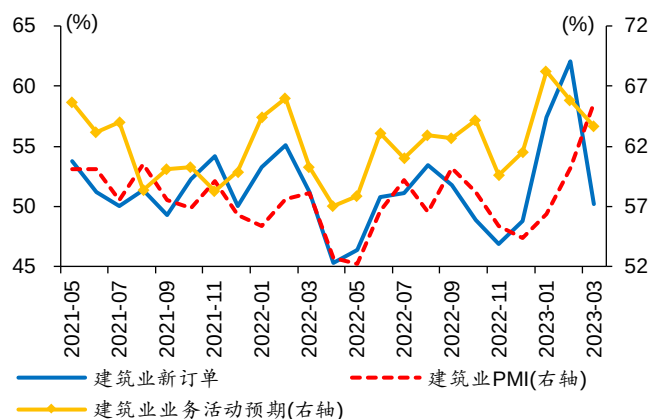
稳增长加力下，建筑业景气创新高。非制造业PMI录得58.2%，较上月提升1.9个百分点。其中，建筑业PMI提升5.4个百分点至60.2%，景气度达到2012年以来的最高点，为当月非制造业PMI的主要支撑。建筑业高景气下，新订单指数却出现了背离。建筑业新订单指数较上月下降11.9个百分点至50.2%，这可能与稳增长靠前、项目集中下达有关，后续还需跟踪政策落地和地产修复情况。近期高频数据显示，玻璃库存持续回落、价格有所回升，或指向地产竣工恢复提速。

图表13: 3月, 建筑业PMI持续较快提升



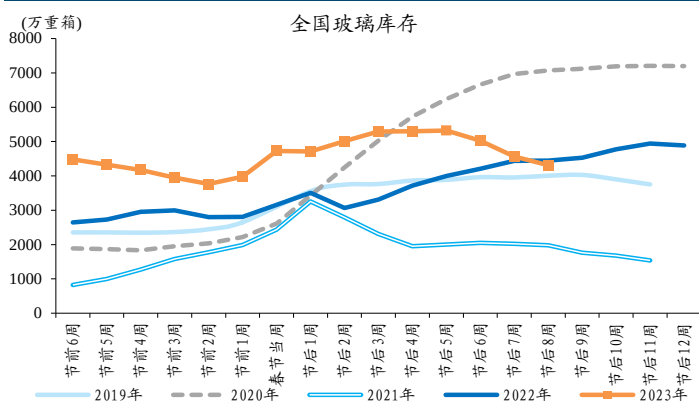
来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 3月, 建筑业新订单明显下滑



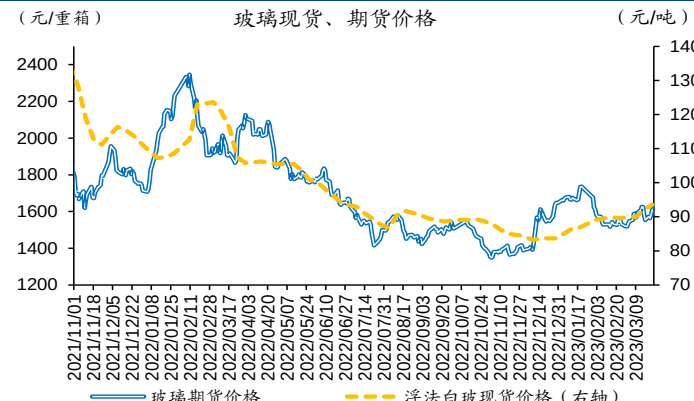
来源: Wind、国金证券研究所

图表15: 全国玻璃库存延续下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 玻璃现货价格有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402