

经济修复延续 动力增而不强

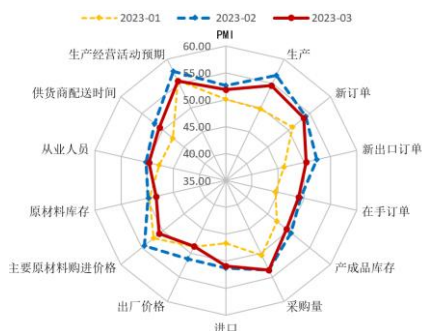
——3月PMI数据点评

■ 内容摘要

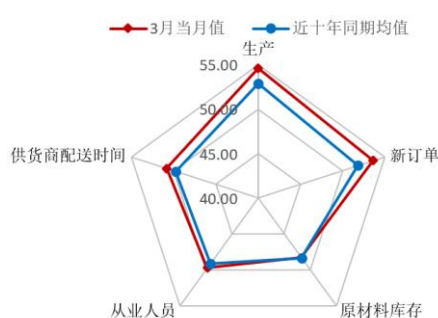
3月，制造业PMI环比回落0.7个百分点至51.9%，上月高基数影响大。当前供需两端扩张幅度总体较为同步，未表现出超预期的修复拉动，原材料库存指数低于历史水平，是3月景气水平的主要制约。预计4月经济复苏主线不变，景气同比回升趋势有望延续。

3月，非制造业PMI环比回升1.9个百分点至58.2%，在上月高基数下再创历史高位，显示非制造业景气恢复加快扩张。结构上，服务业和建筑业PMI分别回升1.3、5.4个百分点至56.9%和65.6%。详见报告分解。

制造业PMI分项指标概览



制造业PMI扩散指数历史同期水平比较



数据来源：Wind，一德宏观战略部

■ 核心观点

- 3月，在经济复苏延续背景下，制造业供需两端延续保持扩张。国内稳增长促消费政策驱动下，消费品行业 and 大型企业新订单指数回升；而外部不确定性因素增加，外需影响较大的高技术制造业景气下降；综合而言，3月经济仍处对外下降而对内延续修复的结构中，政策支撑下基建投资仍是经济稳增的压舱石，消费释放潜力空间仍大，制造业仍需实体需求进一步改善来带动主动补库。一季度需求恢复力度总体不及预期，二季度初需求也难呈现爆发式增长，短期市场向上快冲动力减弱，政策上会维持流动性的合理宽裕来保持经济的修复环境，在3月已降准释放一定中长期流动性，4月未有明显内外冲击下总量进一步调降可能不大。资产方面，大宗商品的冲高动力不强，权益类资产趋势较弱指数或保持窄幅震荡；债市受季节性因素影响，短期资金面或偏宽松有一定投资机会。

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2023年3月31日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38号

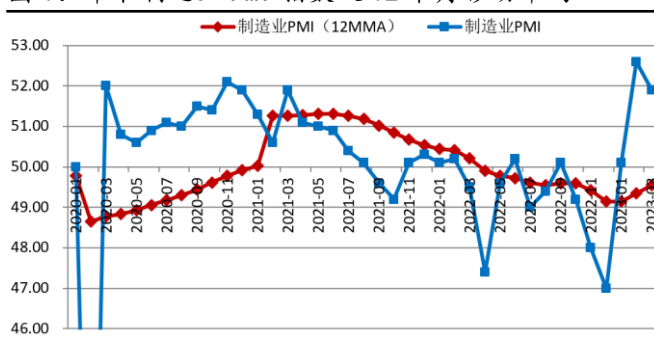
目 录

1. 制造业延续扩张 供需缺口有收窄	1
2. 非制造业景气再高 高点或将小幅放缓	3
3.经济修复延续 动力增而不强	4
免责声明	5

1. 制造业延续扩张 供需缺口有收窄

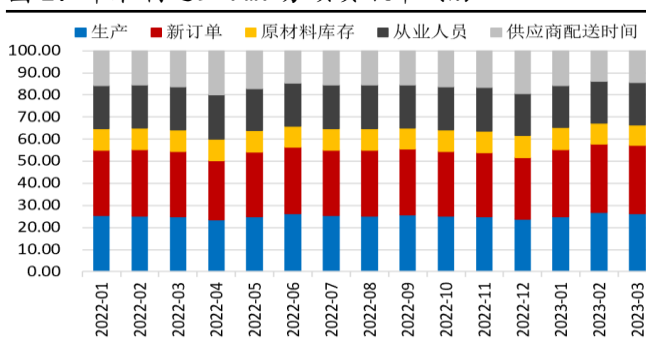
3月，制造业PMI有所回落，上月高基数影响较大，景气水平总体仍处于近两年次高，制造业PMI环比回落0.7个百分点至51.9%，但仍好于预期；制造业PMI的12个月移动均值保持企稳回升态势，较2月回升0.2个百分点至49.5%（见图1），仍显示经济的温和复苏之势。预计4月经济修复面临的内外扰动相对较小，复苏主线不变，景气同比回升趋势有望延续，推动经济保持平稳增长。

图1：中采制造业PMI指数及12个月移动平均



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图2：中采制造业PMI分项贡献率（%）



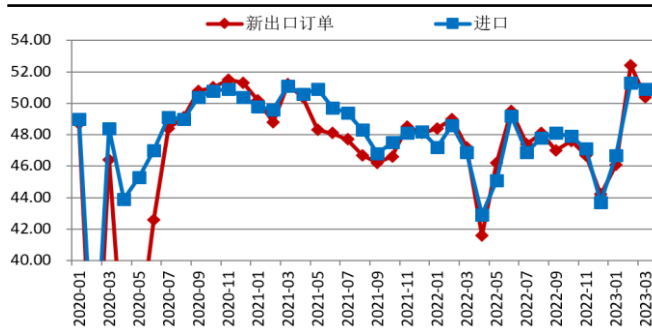
资料来源：Wind，一德宏观战略部

中采制造业PMI分项指标上，3月，制造业PMI供需两端继续扩张，生产和新订单指数分别较上月环比回落2.1和0.5个百分点至54.6%和53.6%，仍位于较高景气水平，分别高于十年同期均值1.7和1.8个百分点，显示当前供需两端的扩张幅度总体较为同步，未表现出超预期的修复拉动。3月，生产和新订单对制造业PMI的回落分别贡献了0.5和0.15个百分点，需求不强带动生产调整，生产指数的贡献率下降明显；原材料库存指数回落1.5个百分点至48.3%，低于历史水平，是3月景气水平的主要制约，从业人员指数回落0.5个百分点再度转入收缩区间49.7%；而物流运输的配送时间拖累进一步减弱，贡献了0.2%的涨幅（见图2）。

分行业看，3月，消费品行业PMI指数延续回升0.6个百分点至51.9%，促消费政策下消费品行业景气仍有回升空间；而高技术制造业PMI回落2.4个百分点至51.2%，主要受外需疲弱影响，3月新出口订单环比回落2.0个百分点至50.4%，但连续两个月在扩张区间，外需降势趋缓。而在生产和市场需求延续扩张的带动下，企业采购活动保持活跃，3月采购量指数为53.5%，持平上月，是2020年12月份以来高点；进口

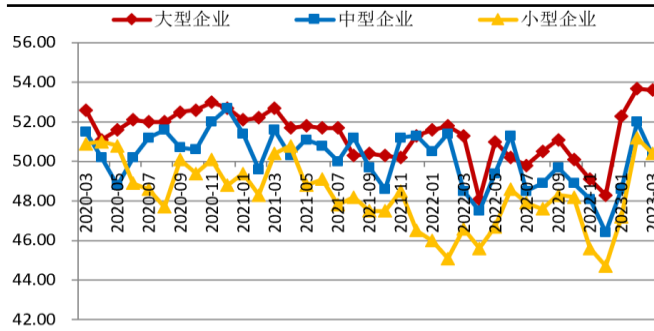
指数为 50.9%，环比回落 0.4 个百分点，但也连续两个月位于扩张区间，表明企业生产用原材料进口量继续增加（见图 3）。总体来看，企业信心预期保持向好，国内市场需求延续回暖态势，预计 4 月景气仍将延续扩张区间在 51% 之上。

图 3：中采制造业 PMI 新出口订单及进口指数



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 4：大中小型企业制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，一德宏观战略部

不同规模企业中，大中小企业景气均延续在扩张区间但环比有所回落，大、中、小型企业分别环比回落 0.1、1.7 和 0.8 个百分点至 53.6%、50.3% 和 50.4%（见图 4），主要是生产指数放缓影响，大型企业新订单指数未降反升 0.4 个百分点至 56.5% 在高景气区间，表明政策驱动下的稳增长效用依然显著且将保持供需扩张趋势，逐步驱动内生动力下，中小企业的景气改善程度有望进一步回升。

3 月，制造业 PMI 价格指数总体下降，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别较上月回落 3.5、2.6 个百分点至 50.9% 和 48.6%，更多是受海外流动性危机下影响需求走低，出厂价格指数在 2 月短暂扩张后再回收缩，预计 3 月 PPI 环比会有下降再度转负，同比降幅可能扩大至 -2% 之下。3 月出厂价-购进价剪刀差进一步收窄，在 2 月企业盈利增速再度探底下 3 月有改善可能，中下游的消费品景气持续回升带动利润改善依然是企业利润触底回升的关键（见图 5）。

图 5：中采制造业 PMI 价格指数

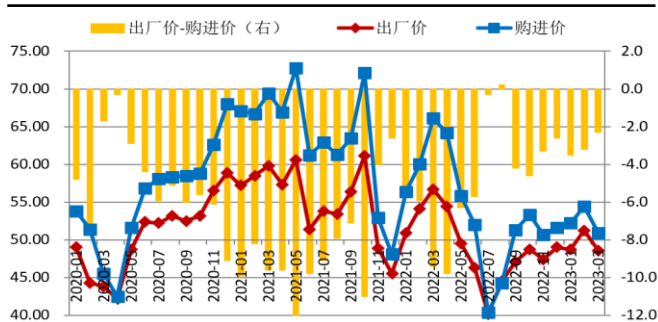
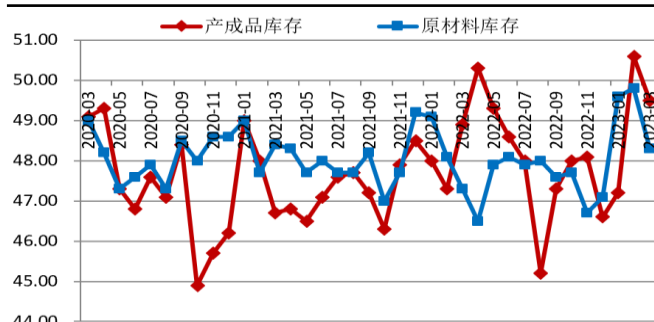


图 6：中采制造业 PMI 库存指数



资料来源：Wind，一德宏观战略部

资料来源：Wind，一德宏观战略部

3月，制造业库存指数双双回落，原材料库存和产成品库存指数分别回落1.5、1.1个百分点至48.3%和49.5%，在采购量增加的同时原材料库存下降，表明制造业生产保持扩张，原材料使用大于购进量，而新订单-产成品库存指数差4.1%已连续三个月在3%以上，制造业仍处被动去库阶段。3月，生产经营活动预期指数55.5%，连续三个月保持55%以上的高景气区间，后续市场需求改善有利于推动库存周期从被动去库逐步向主动补库阶段过渡，4月仍是拐点观察时点。

2. 非制造业景气再高 高点或将小幅放缓

3月，非制造业PMI环比回升1.9个百分点至58.2%，在上月高基数下再创历史新高，显示非制造业景气恢复加快扩张（见图7）。结构上，服务业PMI回升1.3个百分点至56.9%的较高水平，在各地促消费政策多举措发力下，服务业市场需求释放加快，居民消费和出行性等相关行业明显提升至高景气区间，零售及铁路、道路和航空运输等行业商务活动指数均高于60.0%；之外，3月建筑业PMI继续大幅回升5.4个百分点至65.6%，创十年同期新高（见图8），建筑工程项目施工随天气转暖进一步加快，企业用工需求也持续增加保持扩张趋势。其中，土工工程建筑业商务活动指数升至70%以上，政策性支持资金投放前置下，基建投资仍是保证上半年经济稳步回升的主要支撑；之外，房地产行业销售底部企稳，保持弱修复态势，商务活动指数在55%以上，景气预期也有明显好转。在居民服务消费弹性回升空间仍大及基建支撑不变、房地产行业延续恢复态势下，非制造业在二季度或也会保持在较高景气水平，但高点会有小幅放缓。

图7：中采非制造业PMI

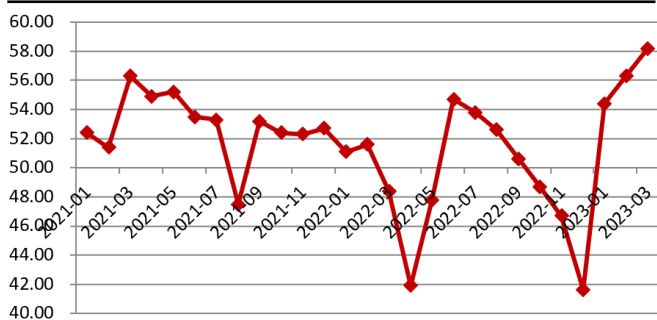
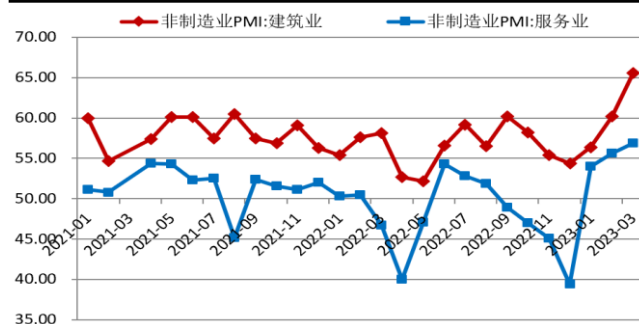


图8：建筑、服务业PMI



资料来源：Wind，一德宏观战略部

资料来源：Wind，一德宏观战略部

3.经济修复延续 动力增而不强

3月，在经济复苏延续背景下，制造业供需两端延续保持扩张。国内稳增长促消费政策驱动下，消费品行业 and 大型企业新订单指数回升；而外部不确定性因素增加，外需影响较大的高技术制造业景气下降；综合而言，3月经济仍处对外下降而对内延续修复的结构中，政策支撑下基建投资仍是经济稳增的压舱石，消费释放潜力空间仍大，制造业仍需实体需求进一步改善来带动主动补库。一季度需求恢复力度总体不及预期，二季度初需求也难呈现爆发式增长，短期市场向上快冲动力减弱，政策上会维持流动性的合理宽裕来保持经济的修复环境，在3月已降准释放一定中长期流动性，4月未有明显内外冲击下总量进一步调降可能不大。资产方面，大宗商品的冲高动力不强，权益类资产趋势较弱指数或保持窄幅震荡；债市受季节性因素影响，短期资金面或偏宽松有一定投资机会。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：www.ydqh.com.cn