

PMI 为何突升？能否持续？——PMI 点评（24.3）

事件点评

投资要点

- ◆ **3月 PMI 大幅上升 1.7**，最主要的原因是在春节位于 2 月的年份中，3 月 PMI 就会包含较多节后复工因素而偏强，这是对 1-2 月数据过于低迷的一次性修正。3 月制造业 PMI 报 50.8，较 2 月大幅改善 1.7，创近 12 个月高点，但仍较 2023 年同期低 1.1。单月改善幅度较大，最主要的原因是春节假期位于 2 月的年份中，2 月 PMI 往往仍反映节前订单和生产情况而偏低，3 月数据中则集中体现节后复工强度而偏强。近年来的各月平均 PMI 中，3 月较 2 月高 0.6，但最近的几个春节位于 2 月的年份平均来看，3 月 PMI 较 2 月平均高出 1.3，反映了这种与春节所在月份有关的特殊规律性幅度。3 月 18 日国家统计局发言人在国新办发布会上也指出“2024 年春节法定假日落在了 2 月上中旬，所以这个数据受到了春节因素影响还是比较大的”。此外今年 1-2 月 PMI 相当低迷，3 月数据包含一次性节后修正因素后，一季度月均 PMI 为 49.7，分别较近年来的一季度均值和最近几个春节在 2 月的年份一季度均值低 1.0 和 0.7，工业企业一季度信心趋势整体仍然偏弱。当前房地产市场仍处于深度调整阶段并外溢性影响居民商品消费意愿，政府债务风险化解亦有所加速，货币宽松——信用扩张对有效投资需求的拉动作用受到结构性限制，在投资和消费内需内生增长动能仍显不足的背景下，后续仍需包括设备更新、消费品以旧换新在内的扩张性财政政策积极发力，在供需两端、特别是国内需求侧形成促进效果。
- ◆ **结构上来看，3 月 PMI 的额外高增主要由新订单反弹所推动，生产、从业人员等其他分项改善幅度基本符合春节在 2 月年份的季节性特征。但由于 1-2 月新订单连续低迷，一季度均值仍大幅落后于历年平均水平，当前内需不足仍是最大制约因素。**主要分项中，3 月新订单指数改善达 4.0 至 53.0，改善幅度最大，并超过春节位于 2 月的年份平均的 3 月改善幅度。其他主要分项中，生产、从业人员、配送时间（逆）、原材料库存分别较 2 月改善 2.4、0.6、-1.8、0.7，均基本符合春节位于 2 月年份的季节性特征。但由于 1-2 月新订单指数连续两个月徘徊在 49 的低位水平，3 月大幅改善之后，一季度平均的新订单指数仍较历年均值低 1.2 个百分点，偏弱的程度大于生产指数和制造业 PMI 总体表现。这显示今年年初工业企业总体展望仍然相对谨慎，而其中主要的拖累性因素仍是需求侧而非供给侧，我国经济仍处于需求相对不足、供给大于内需的阶段。考虑到国际贸易和投资环境日趋复杂严峻，我国新质生产力仍需加速迭代推动供给能力进一步升级，如何促进内需可持续高增长将成为未来一段时间经济政策和工业企业信心的主要关注点和核心逻辑。
- ◆ **产成品库存指数 3 月小幅反弹，但年化仍呈加速去库存态势，内需不足背景下企业生产动力受限，库存周期仍在磨底，期待政策发力拉动有效内需。**3 月 PMI 产成品库存指数虽然小幅反弹 1.0 至 48.9，但仍处于较低水平，符合春节后暂时回升的季节性方向。从与工业企业实际库存同比情况更接近的最近 12 个月平均数值来看，当前仍处于加速去库存阶段，与日前公布的工业企业利润数据表现较为一致。
- ◆ **服务业 PMI 连续改善显示居民服务消费需求稳定，建筑业升至年初以来最高或显示基建投资展望相对乐观。**3 月服务业 PMI 连续第三个月有所改善，大幅上行 1.4 至 52.4 的近 9 个月新高，显示居民春节前后服务消费意愿稳定，与受房地产市场调整财富收缩效应拖累的商品消费意愿偏低之间形成对比。建筑业 PMI 也大幅上行 2.7 至 56.2 的年初以来新高，一方面反应极端天气消退节后复工较快，另一方面建筑业预期指数再度大幅上行 3.5 至 59.2 高位也显示今年中央政府为主的扩张性较强的政府债务格局有望推动基建投资维持较高增长中枢，建筑企业信心提振。
- ◆ **风险提示：**内需提振缓慢导致工业企业信心再度回落风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

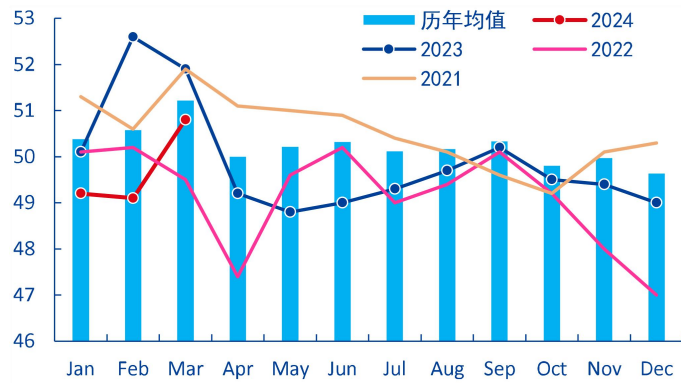
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 美 GDP 上修欧日放鸽，地产边际放松仍看需求——华金宏观·双循环周报（第 51 期）
2024.3.30
- 闰年叠加低基数，利润增速仍放缓——工业企业利润点评（2024.1-2）
2024.3.27
- CNH 突发贬值：成因、脉络与走向——汇率专题报告暨双循环周报（第 50 期）
2024.3.23
- 利刃出鞘 暂藏锋芒——FOMC 会议点评（2024.3）
2024.3.21
- 剔除闰年商品消费偏弱，“奋力一跳”关键在于财政——经济数据点评（2024.1-2）
2024.3.18



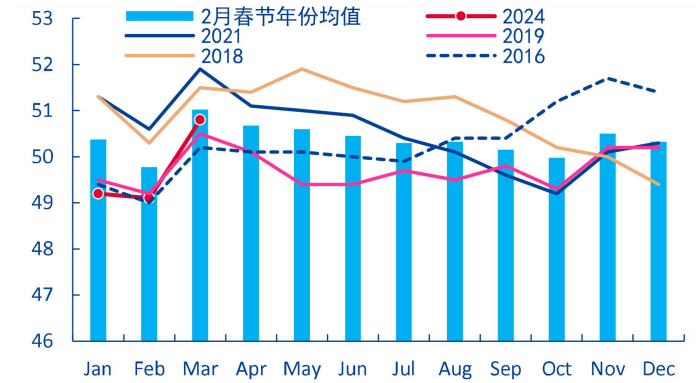
图 1：近年来 PMI 各月均值及 2021 年以来 PMI 表现



资料来源：CEIC，华金证券研究所

注：均值为 2018-2023 年（不含 2020 年 2 月）

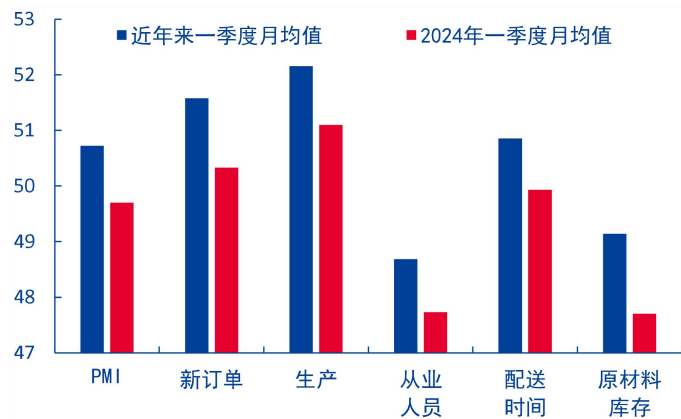
图 2：近年来春节位于 2 月年份 PMI 各月均值及分年度表现



资料来源：CEIC，华金证券研究所

注：均值为 2016 年以来春节位于 2 月的年份各月平均

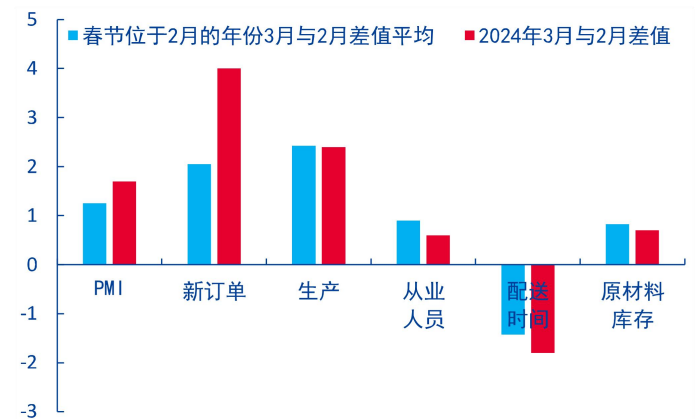
图 3：一季度 PMI 与主要分项月均值：近年来平均与 2024 年对比



资料来源：CEIC，华金证券研究所

注：均值为 2018-2023 年（不含 2020 年 2 月）

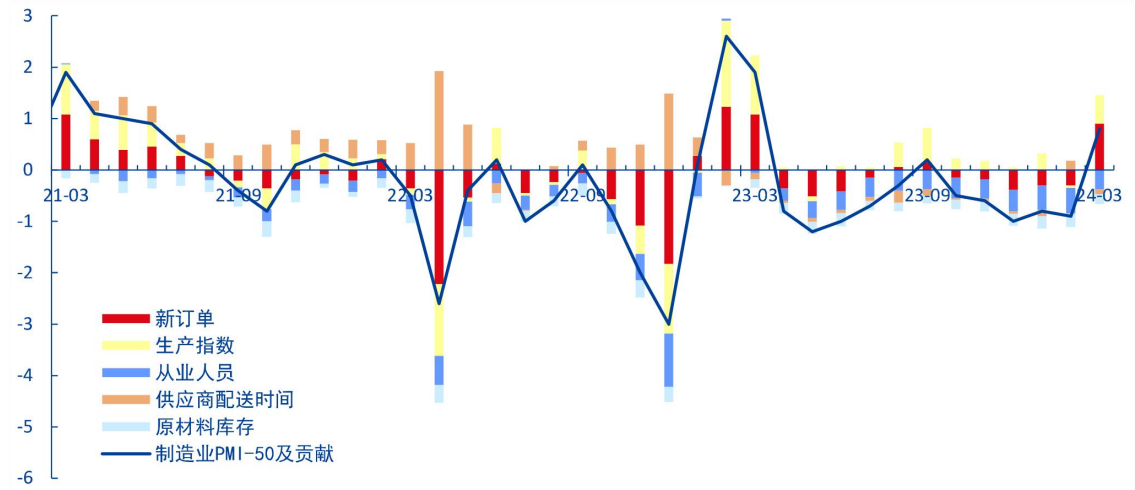
图 4：3 月与 2 月差值：近年来春节位于 2 月年份平均与 2024 年



资料来源：CEIC，华金证券研究所

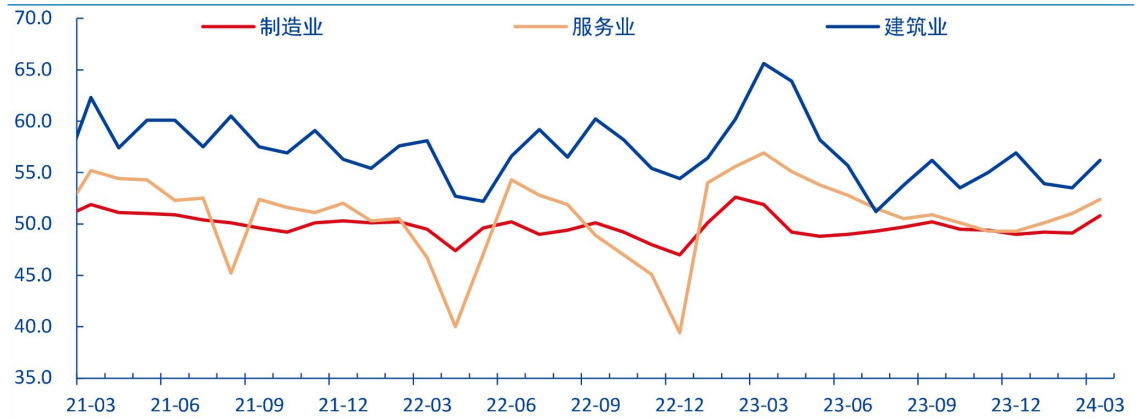
注：均值为 2016 年以来春节位于 2 月的年份各月平均

图 5：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



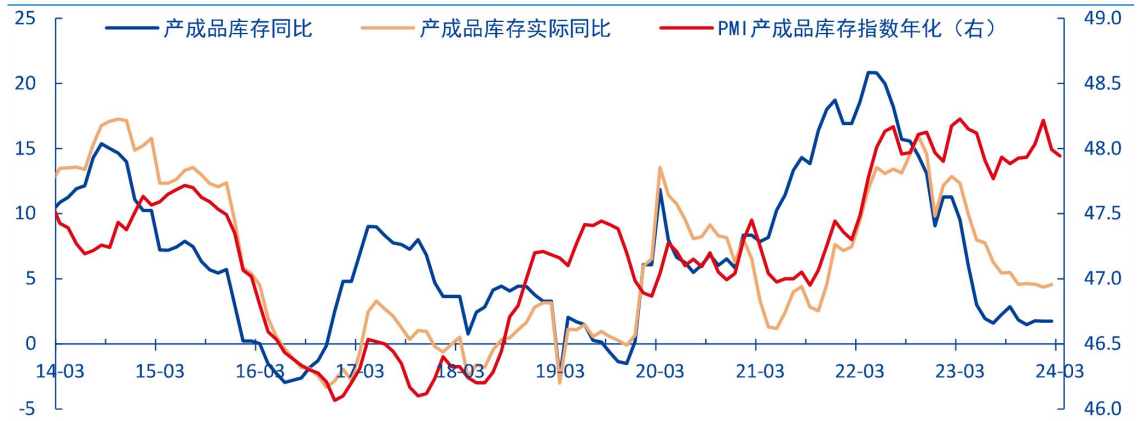
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 6: 制造业、建筑业、服务业 PMI (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn