

## 有持续性

### ——3月制造业 PMI 分析

#### 核心要点:

**事件:** 3月中采制造业 PMI 为 50.8% (前值 49.1%)，向上突破了 2023Q4 以来的持续收缩状态；2月服务业 PMI 上升至 52.4% (前值 51.0%)，建筑业 PMI 回升至 56.2% (前值 53.5%)。制造业景气度主要来自于出口、稳定资产价格的政策、库存见底等，具有持续性。

- **财新中国制造业自 2023 年 11 月以来连续运行在临界值以上。**中采样本更偏向国内企业、规模更大；财新样本更偏向沿海、规模更小。这与出口增速的回升相互印证。
- **中国出口保持增长。**3月新出口订单指数反弹至 51.3%(前值 46.3%)，进口指数 50.4% (前值 46.4%)，进入景气区间。如 2月 22 日报告《美国库存回升，中国出口转正》所述：其原因在于，2023Q4 美国利率回落，带动美国销售额增速转正，库存周期开始筑底；美国制造业 PMI 自 2024 年以来已连续 3 个月运行在景气区间，这带动了全球贸易的整体恢复。
- **供需缺口进一步缓解。**此前中国制造业 PMI 呈现生产指数持续扩张、新订单指数持续收缩的状态，对应 PPI 连续 17 个月为负。3月生产指数升至 52.2%(前值 49.8%)，新订单指数升至 53.0%(前值 49.0%)，首次跃升至扩张区间并超过生产指数。如果供需缺口的改善能持续，将有助于缓解“有效需求不足、局部产能过剩”问题，促进出厂价回升和企业盈利预期改善。
- **出厂价指数仍在收缩区间，但正在逐步改善。**3月制造业 PMI 出厂价指数为 47.4%(前值 48.1%)，购进价指数为 50.5%(前值 50.1%)，购进价扩张但出厂价收缩，显示出目前工业整体仍处于“价格战”的状态。虽然 3月国际铜价、油价都有一定回升，从需求侧来看这与美国利率回落之后全球贸易启动恢复相关；但国内钢价仍然低迷，反映房地产销售仍没有明显好转，房地产投资的“保交楼”效应消退等。但资本市场改革、设备更新等政策开始见效；房地产政策也在加力，3月 22 日国务院常务会议又部署一揽子政策稳定房地产市场，可期待后效。
- **采购量显著反弹，但加库存尚未开始。**3月制造业 PMI 采购量指数升至 52.7% (前值 48.0%)，但原材料库存和产成品库存指数都在持续收缩，反映库存已经见底但加库存尚未启动，这需要等 PPI 转正之后企业盈利预期的进一步修复。

总之，当前 PPI 仍处于负值区间，“有效需求不足、部分行业产能过剩”的问题仍未解除，工业修复的动力仅集中在出口回升、局部库存回补、政策适度发力等主线上，修复范围相对局限，斜率有限。因此还需要货币政策、财政政策，以及稳定资产价格措施继续加力。对于资产配置而言，PPI 负值的逻辑还将继续，但政策发力预期也正在成为主线之一，资本市场改革、房地产政策都值得关注。

#### 分析师

高明

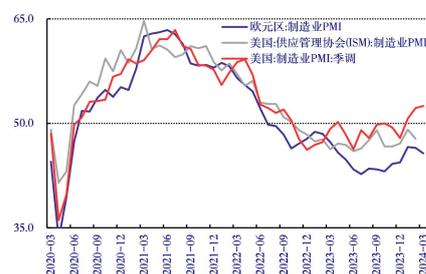
☎: 18510969619

✉: gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

研究助理: 铁伟奥

图: 美国制造业 PMI 连续 3 个月运行在 50% 以上 (%)

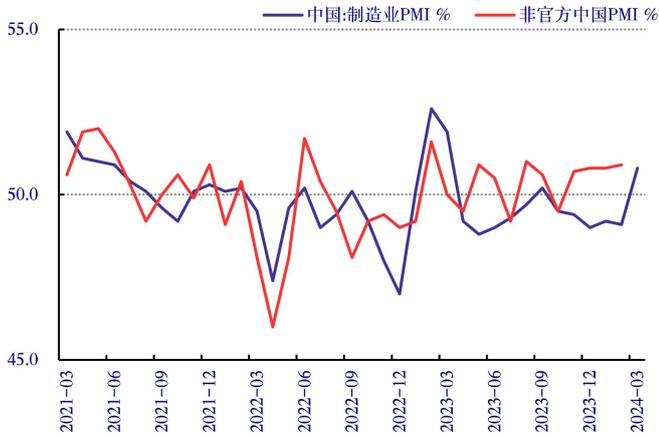


来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 风险提示:

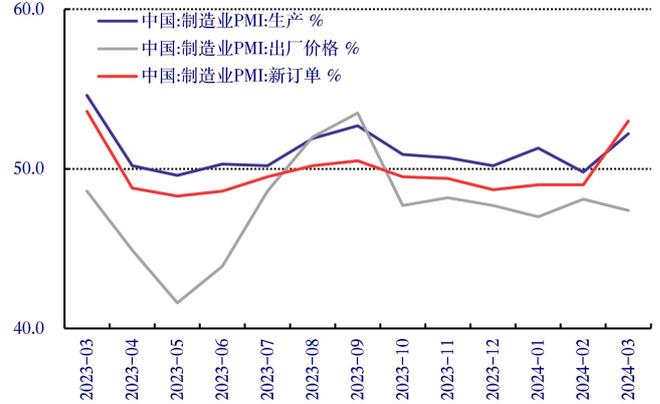
1. 政策时滞的风险
2. PPI 持续为负的风险

图 1. 财新制造业 PMI 连续扩张，中采制造业 PMI 终于反弹



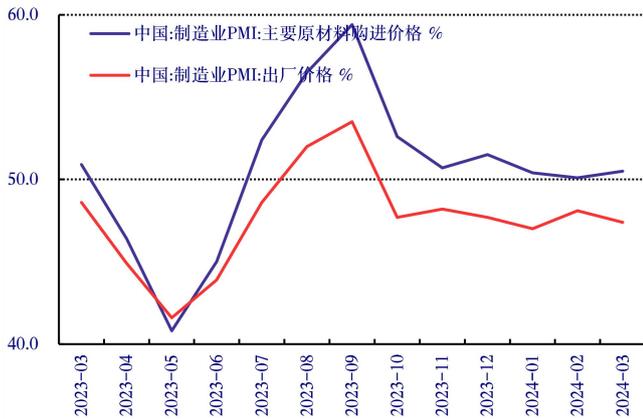
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 3 月新订单指数显著反弹，首次高于生产指数，但价格指数仍在收缩



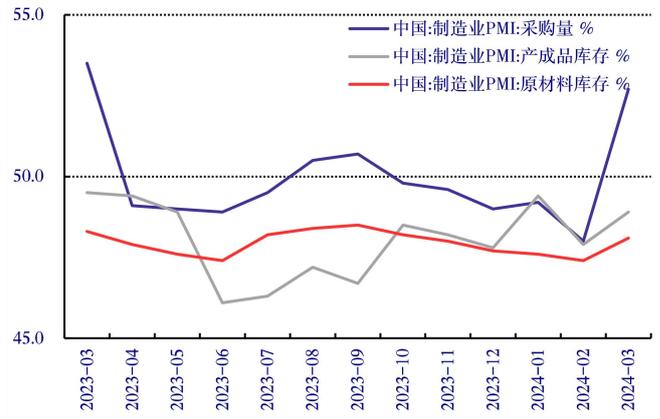
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3. 3 月购进价格指数保持扩张而出厂价格指数继续收缩，反映出“价格战”的状态仍在继续



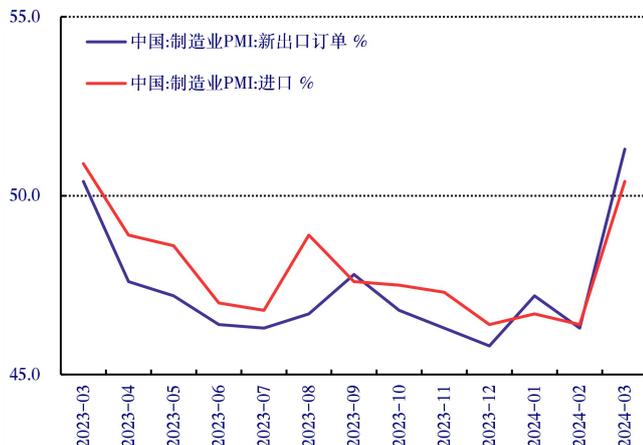
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 3 月制造业采购量指数明显反弹，但产成品库存与原材料库存仍处于收缩区间



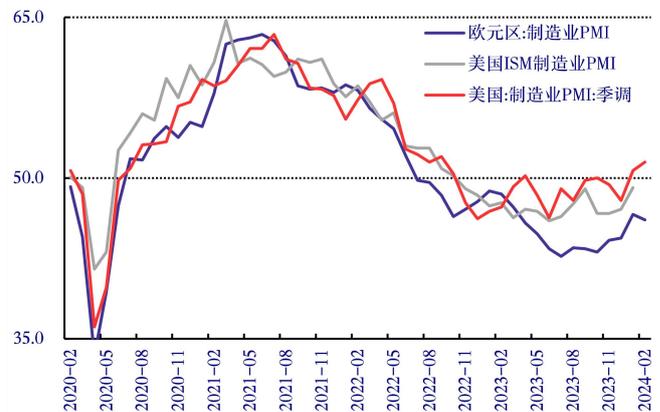
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5. 3 月出口新订单指数和进口指数都升至临界值以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 2 月美国制造业 PMI 升至 51.5% ( % )



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：宏观经济分析师，宏观经济研究组组长。中国人民大学国民经济学博士，招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2022年11月加入中国银河证券。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn