

宏观点评 20240331

3月 PMI: 强势反弹有何不寻常?

2024年03月31日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《央行购债的来龙去脉》

2024-03-28

《工业企业利润的“新质”含量》

2024-03-27

■ **3月制造业 PMI 的强势反弹，似乎亮出了当前经济的“底色”，一季度 GDP 增速或保持在 5% 以上。**时隔半年之久，3 月制造业 PMI 终于一跃升至荣枯线之上，同时此次春节过后 PMI 的反弹幅度为历史第二强（仅次于 2023 年），可见今年“开门红”的成色很足。**与 2023 年不同的是，这一次制造业需求端的反弹“来得更猛”，3 月 PMI 新订单指数上升幅度甚大的背后，更多是由于全球制造业景气度的回升。**以史为鉴，制造业 PMI 与 2 个月后的政策出台数量呈负相关关系。这就意味着 PMI 越低，未来 2 个月内政策出台的速度会加快。**鉴于 3 月 PMI 反弹幅度远超预期，我们预计至少在 4 月政治局会议以前，政策大概率将处于“空窗期”。**

■ **PMI 这次究竟好在哪里？新订单的回升是关键。**3 月 PMI 各分项指数几乎都全线回升，其中引领 PMI 反弹的关键在于新订单的直线上升，PMI 新订单指数从 2 月的 49.0% 一跃至 3 月的 53.0%（环比+4.0pct）。除了内需，外需的反弹力度同样很大。3 月 PMI 新出口订单指数录得 51.3%（环比+5.0pct），也是从荣枯线之下、升至荣枯线之上。**我们认为 3 月内需和外需的“携手向前”更多是源于全球制造业景气度的上行——我国 PMI 新订单指数、以及新出口订单指数，往往与全球制造业景气度呈现正相关。**今年以来全球制造业 PMI 的持续上升，也引领着我国制造业需求端的改善。

除了需求，生产也对 PMI 的上升有所贡献。除了订单量的上升，3 月 PMI 的反弹还与春节过后工业的复工复产相关。3 月 PMI 生产指数为 52.2%（环比+2.4pct），成为拉动 PMI 上行的另一大因素。不过比起新订单指数，3 月生产指数的上升幅度更符合春节过后的季节性规律。

■ **两大价格指数“一上一下”，压力再次给到中下游行业。**正是因为需求端的明显好转，带动了生产商经营活动预期的升高，原材料价格也因此爬升。3 月 PMI 原材料购进价格指数为 50.5%（环比+0.4pct），但是 3 月出厂价格指数却不升反跌、取得 47.4%（环比-0.7pct），可见利润传导出现梗阻状况。“高进低出”的价格格局导致以中下游为首的企业盈利空间可能将进一步收窄，利好中下游企业的“新质生产力”发展亟需提速。

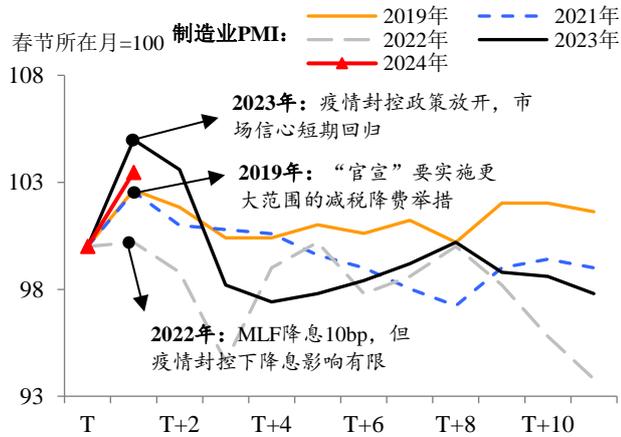
■ **节后中小型工业企业的信心也“回归”了？**3 月各规模的工业企业景气度均有上升，大、中、小型企业 PMI 分别为 51.1%（环比+0.7pct）、50.6%（环比+1.5pct）、50.3%（环比+3.9pct），中小型企业 PMI 重回扩张区间。这一次呈现出的规律似乎是“企业规模越小、节后 PMI 反弹力度越大”。我们认为可能原因在于春节期间停工、以及出口链的短暂“打烊”对中小型企业的影响远大于大型企业，所以待节后一切“回归正轨”之后，中小企业的反弹力度也会更大些。

■ **新一轮补库周期即将初现？需求端的企稳需进一步“坐实”。**不同于 2 月的下降，3 月 PMI 产成品库存指数升至 48.9%（环比+1.0pct）。工业企业“告别去库、步入补库”之路走得“跌跌撞撞”，主因在于需求端尚未完全地企稳复苏。目前反映需求不足企业占比仍然超过 60%，我们认为此次补库周期的开启更多是源于已有库存的见底，并非完全是依靠需求端的拉动。

■ **非制造业也紧跟制造业的“步伐”。**除了制造业 PMI，3 月建筑业 PMI 与服务业 PMI 也在回升。3 月建筑业 PMI 为 56.2%（环比+2.7pct），虽然有所回升，但绝对值来看还是停留在疫情后的历史次低。后续超长期特别国债的发行或可为建筑业 PMI “充电”。3 月服务业 PMI 依旧保持稳健上升趋势，取得 52.4%（环比+1.4pct）的好成绩，春节过后消费表现依旧不俗。

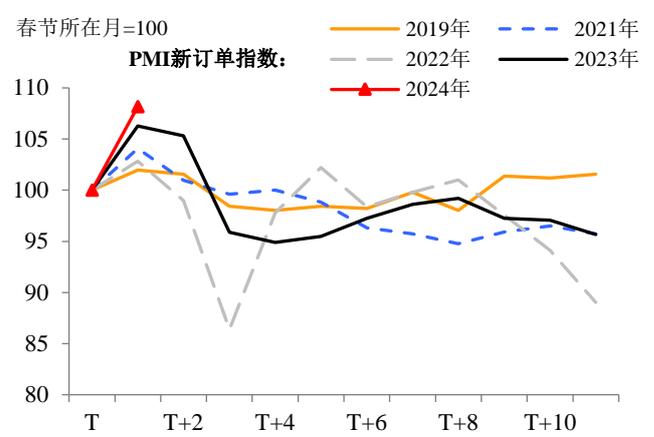
■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 今年春节过后 PMI 的反弹幅度仅次于 2023 年



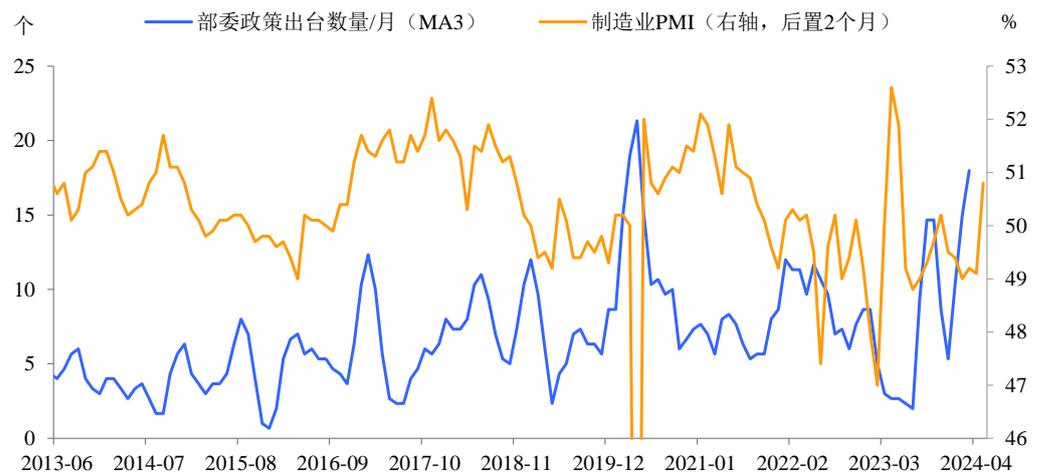
注: T表示春节所在月份; T后面的数字表示月份。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 春节次月新订单指数的反弹幅度超过 2023 年



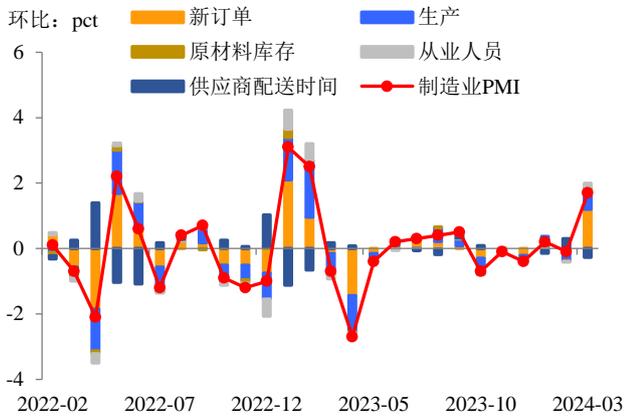
注: T表示春节所在月份; T后面的数字表示月份。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 制造业 PMI 与 2个月后的政策出台数量呈负相关



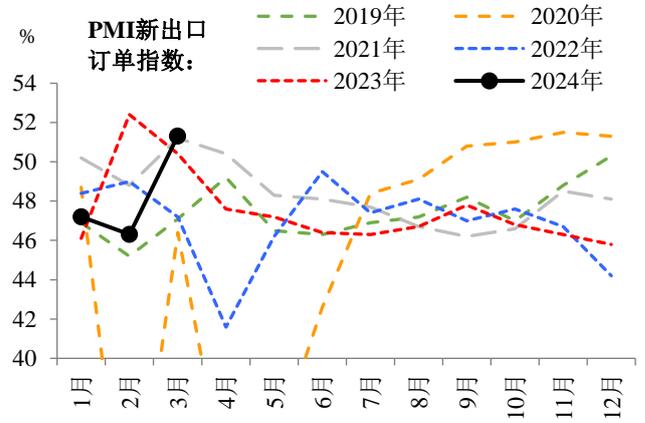
数据来源: 中国政府网, 各部委官网, Wind, 东吴证券研究所

图4: 新订单上升是支撑3月PMI超预期反弹的关键



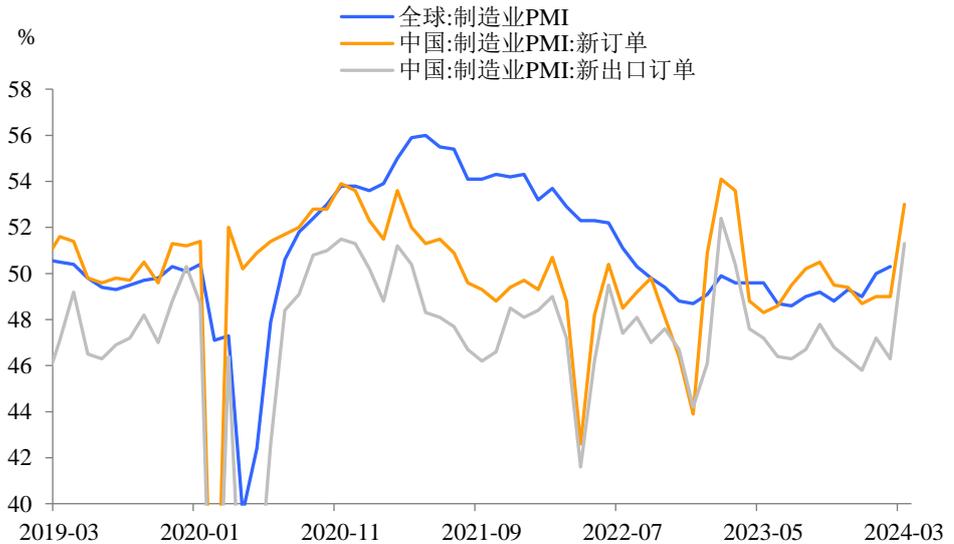
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 3月PMI新出口订单指数反弹幅度甚大



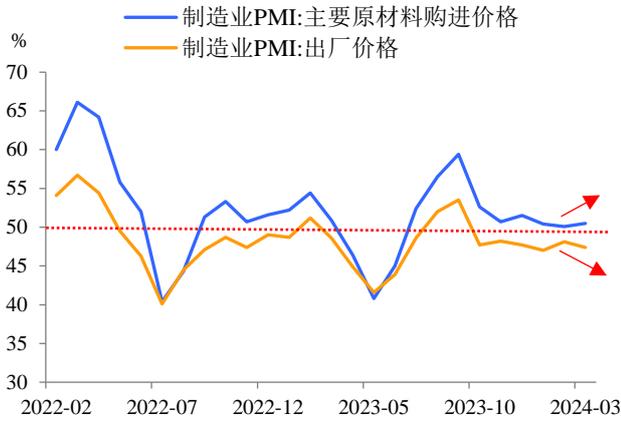
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 我国制造业内需和外需受全球制造业景气度的影响



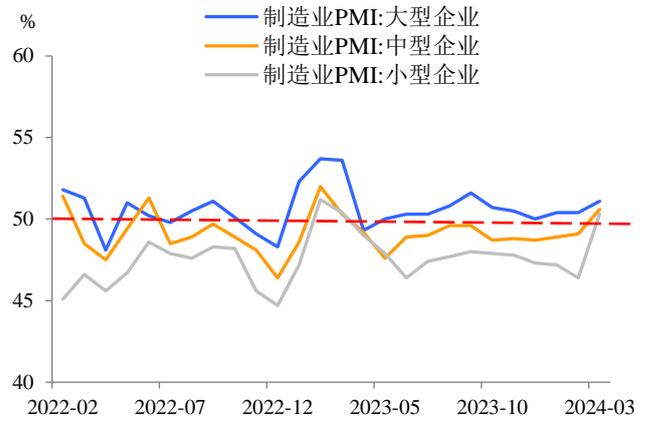
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：3月两大价格指数“一上一下”



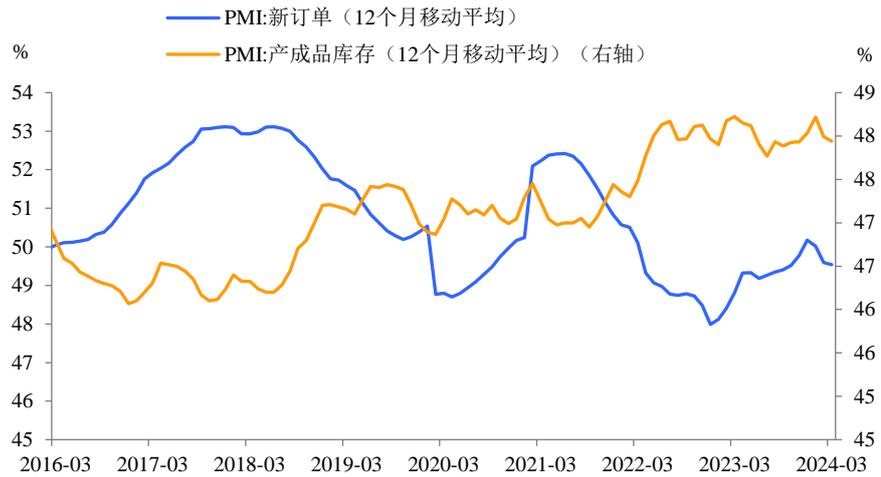
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：中小型企业 PMI 回升至荣枯线之上



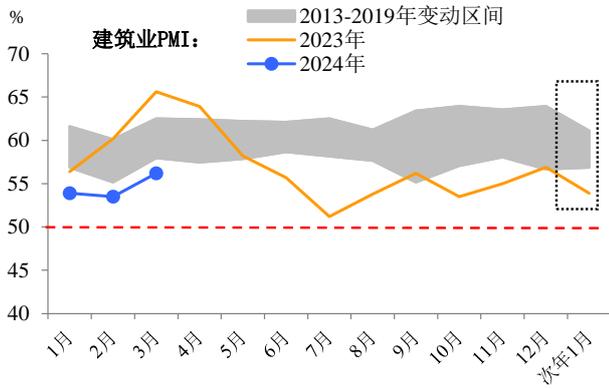
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：补库迹象即将初现



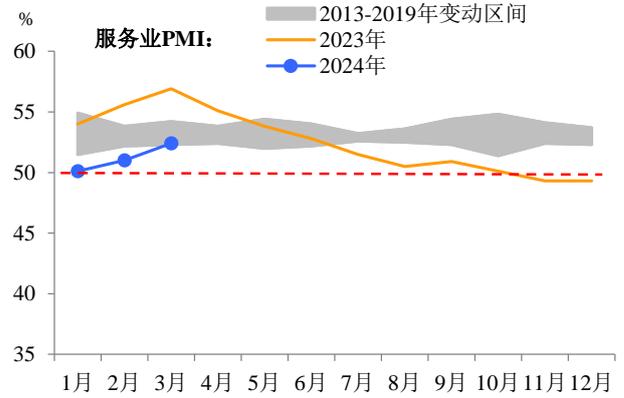
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 3月建筑业 PMI 上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 今年以来服务业 PMI 持续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>