

2024年3月31日

PMI超预期回升，需求端改善明显

——国内观察：2024年3月PMI

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人：

高旗胜

gqs@longone.com.cn

相关研究

1. PMI大幅回升，经济回暖势头明显——2023年1月PMI
2. PMI超预期回升，经济恢复动力较强——2023年2月PMI
3. PMI保持扩张，经济复苏速度可能放缓——2023年3月PMI
4. 景气度重回荣枯线以下，制造业与服务行业有所分化——2023年4月PMI
5. 需求恢复偏弱，经济景气水平继续回落——2023年5月PMI
6. 景气水平小幅回升，新动能增势明显——国内观察：2023年6月PMI
7. 景气水平延续回升，内需有所回暖——国内观察：2023年7月PMI
8. 内需回暖显示积极信号——国内观察：2023年8月PMI
9. 经济恢复向好，发展质量提升——国内观察：2023年9月PMI
10. PMI回落，经济恢复还需巩固——国内观察：2023年10月PMI
11. PMI稳中略降，需求有待加力恢复——国内观察：2023年11月PMI
12. PMI继续回落，需求仍显不足——国内观察：2023年12月PMI
13. 开年经济小幅回温，需求改善力度偏弱——国内观察：2024年1月PMI
14. PMI弱于季节性，假期推动服务业升温——国内观察：2024年2月PMI

投资要点

- **事件：**3月31日，国家统计局公布3月官方PMI数据。3月，制造业PMI为50.8%，前值49.1%；非制造业PMI为53%，前值51.4%。
- **核心观点：**3月制造业PMI在连续5个月运行在50%以下后重返扩张区间，既有季节性因素影响，也表明稳增长政策效果或逐步显现。制造业供给端受复工复产带动，生产活动提速，生产指数环比较大回升。需求端也明显改善，其中外需改善幅度更大。中小企业景气度回升明显，特别是小企业需求显著回暖。结构上，制造业新动能仍呈现较快增长势头，装备制造、高技术制造业PMI均环比回升，后者创2022年来新高。非制造业方面，春节过后，住宿餐饮、旅游等行业淡季回调，但采购、物流、金融等生产性服务业升温，企业生产经营和业务往来提速；建筑业进入施工旺季，房地产仍低温运行。总体看，春节短暂休整后，3月社会经济活动加快启动，经济景气度回升。但考虑到去年同期转段后基数走高影响，今年3月同比表现可能并不亮眼。未来大规模设备更新和消费品以旧换新、发展低空经济等政策有望促进投资和消费，货币政策上也可能超预期。
- **制造业PMI超预期回升。**继2月略微回落后，3月制造业PMI环比较大回升1.7个百分点至50.8%，重返扩张区间，经济景气水平环比改善较好。与历年同期相比，今年3月制造业PMI略低于近10年同期均值51%；从环比变化来看，今年3月环比升幅强于季节性。
- **供需两端均较好改善。**3月生产和新订单指数分别为52.2%、53%，生产指数环比上升2.4个百分点，新订单指数环比上升4个百分点，新出口订单指数环比上升5个百分点至51.3%，新出口订单指数近1年来首次升至扩张区间。生产端，尽管2月生产指数降至收缩区间，但春节假期结束后企业复工复产带动生产指数快速回升。行业上看，制造业新动能呈现较快增长势头，高技术制造业PMI创2022年以来新高。
- **各规模企业运行均有改善，小型企业供需显著回暖。**3月，大、中、小型企业PMI分别为51.1%、50.6%、50.3%。其中，大型企业PMI环比上升0.7个百分点，中型企业PMI环比上升1.5个百分点，小型企业PMI环比升幅最大（3.9个百分点）。供给方面，企业恢复正常生产活动，各规模企业生产指数均环比回升。需求方面，大、中型企业新订单指数环比分别上升2.1个、3.8个百分点，小型企业新订单指数环比显著上升8.1个百分点，小型企业需求端明显改善，促进民营经济发展支持政策或逐步落地显效。
- **生产性服务业加速回升。**3月，服务业商务活动指数为52.4%，环比上升1.4个百分点，连续3个月回暖。2月受春节假期带动，住宿餐饮、景区旅游等服务业景气度较高。与之相异，3月复工复产后，与企业生产经营活动密切相关的服务业景气度升温，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于60%以上高景气区间；铁路运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数也有不同程度回升。整体上，经过春节假期休整后，3月企业生产经营活动和业务往来提速，生产性服务业随之升温。
- **建筑业活动提速。**3月，受复工复产、气温回升等因素带动，建筑业进入施工旺季，相关施工活动提速，建筑业商务活动指数环比回升2.7个百分点至56.2%。从需求看，3月建筑业新订单指数环比上升0.9个百分点至48.2%。房地产市场仍偏弱运行，3月30城商品房成交面积与历年同期相比仍偏低。但基建投资需求仍较好，土木工程建筑业商务活动指数为59.8%，土木工程建筑业保持较快施工进度。
- **风险提示：**海外局势变化超预期；政策落地不及预期。

正文目录

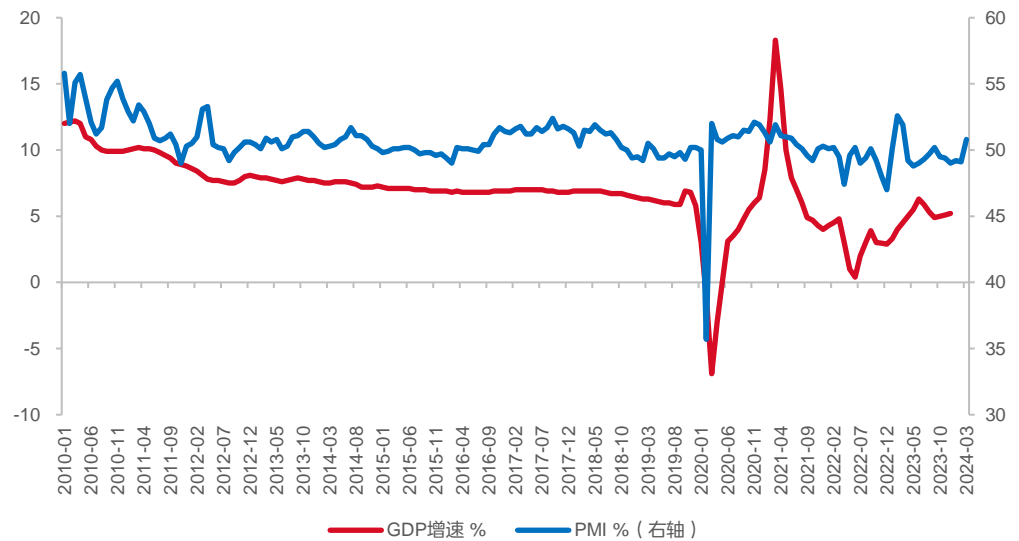
1. 制造业 PMI: 超预期上升, 景气水平回暖.....	4
2. 非制造业 PMI: 生产性服务业升温, 建筑业提速.....	6
3. 核心观点	7
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 GDP 增速与 PMI, %	4
图 2 制造业 PMI, %	5
图 3 制造业 PMI 各分项, %.....	5
图 4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %.....	5
图 5 BDI 指数, 点.....	5
图 6 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %.....	6
图 7 大、中、小企业 PMI, %.....	6
图 8 原材料和产成品库存指数, %.....	6
图 9 生产经营活动预期指数, %	6
图 10 非制造业 PMI, %.....	7
图 11 非制造业 PMI 各分项, %	7
图 12 建筑业 PMI, %	7
图 13 30 城商品房销售面积, 万平方米	7

事件：3月31日，国家统计局公布3月官方PMI数据。3月，制造业PMI为50.8%，前值49.1%；非制造业PMI为53%，前值51.4%。

图1 GDP增速与PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.制造业 PMI：超预期上升，景气水平回暖

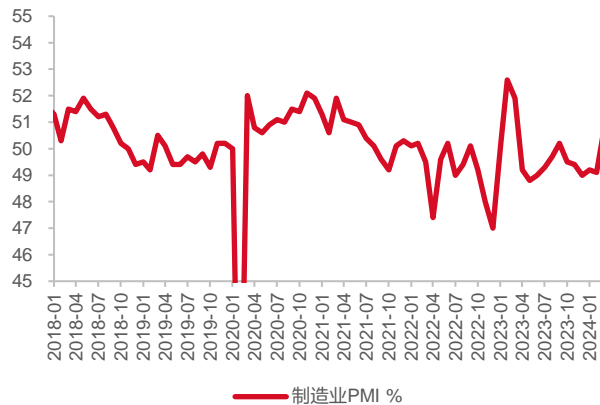
制造业 PMI 超预期回升。今年前三个月，制造业 PMI 分别为 49.2%、49.1%、50.8%，市场预期 3 月制造业 PMI 为 49.9%。继 2 月环比略微回落后，3 月制造业 PMI 环比较大回升 1.7 个百分点，重返扩张区间，显示经济景气水平环比改善较好。与历年同期相比，今年 3 月制造业 PMI 略低于近 10 年同期均值 51%；从环比变化来看，今年 3 月环比升幅强于季节性，2013-2023 年 3 月环比升幅均值为 0.5 个百分点（剔除 2020 年 3 月），今年 3 月环比上升 1.7 个百分点。从各分项指数来看，仅出厂价格指数环比回落，其他多数指数均环比回升。

供需两端均较好改善。3 月生产和新订单指数分别为 52.2%、53%，生产指数环比上升 2.4 个百分点，新订单指数环比上升 4 个百分点，新出口订单指数环比上升 5 个百分点至 51.3%。从需求端来看，在扩内需、稳外贸等政策推动下，内需有较大幅度改善；同时外部需求也明显回升，新出口订单指数近 1 年来首次升至扩张区间。但是，统计局数据显示，3 月反映需求不足的企业比重仍位于 60% 以上，或指向市场需求不足问题仍待进一步缓解。从生产端来看，尽管 2 月生产指数降至收缩区间，但春节假期结束后企业复工复产带动生产指数快速回升，需求回暖也对企业扩产有带动作用。

从行业上看，统计局数据显示，调查的 21 个行业中 15 个行业位于扩张区间，比上月增加 10 个，制造业景气面明显扩大。其中，制造业新动能呈现较快增长势头，3 月装备制造业 PMI 环比升 2.1 个百分点至 51.6%；高技术制造业 PMI 环比升 3.1 个百分点至 53.9%，且创 2022 年以来新高。

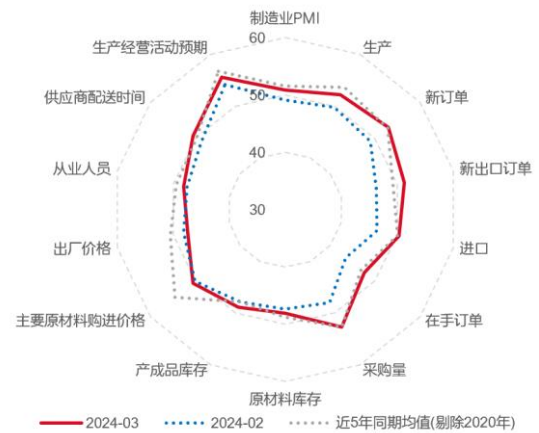
此外，与近 5 年同期均值相比，制造业需求端恢复相对较好。3 月，生产指数略低于近 5 年同期均值的 52.6%，新订单指数高于近 5 年同期均值的 52.1%。

图2 制造业 PMI, %



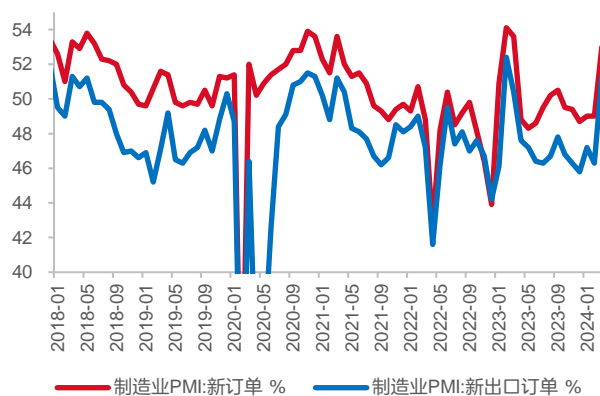
资料来源：Wind，东海证券研究所

图3 制造业 PMI 各分项, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 BDI 指数, 点



资料来源：Wind，东海证券研究所

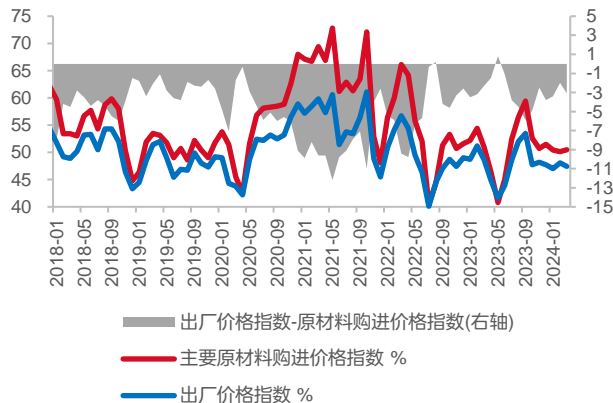
原材料价格上升，出厂价格回落。3 月，原材料购进价格指数环比回升 0.4 个百分点至 50.5%。2023 年 9 月以来，原材料价格指数总体回落，制造业原材料价格增速持续放缓，今年以来原材料价格逐步趋于稳定。从出厂价格来看，3 月出厂价格指数环比回落 0.7 个百分点至 47.4%，结合反映需求不足的企业比重仍超 60%，或表明市场需求不足仍是制约经济进一步回升的重要因素。

各规模企业运行均有改善，小型企业供需显著回暖。3 月，大、中、小型企业 PMI 分别为 51.1%、50.6%、50.3%。其中，大型企业 PMI 环比上升 0.7 个百分点，中型企业 PMI 环比上升 1.5 个百分点，小型企业 PMI 环比升幅最大（3.9 个百分点）。从供需看，供给方面，受春节假期后企业恢复正常生产活动带动，各规模企业生产指数均环比回升，其中小型企业生产活动明显加快。需求方面，大、中型企业新订单指数环比分别上升 2.1 个、3.8 个百分点，小型企业新订单指数环比显著上升 8.1 个百分点，显示小型企业需求端明显改善，促进民营经济发展支持政策或逐步落地显效。今年 2 月，民间固定资产投资累计同比较前值回升 0.8 个百分点至 0.4%，为 2023 年 5 月以来的首次转正，反映民间投资信心有所好转。国家统计局 3 月 18 日表示，制造业、住宿和餐饮业、交通运输业民间投资实现双位数增长。

市场预期继续向好。3 月，制造业生产经营活动预期指数为 55.6%，较 2 月上升 1.4 个百分点，升至较高景气区间，表明企业对后市发展信心继续加强。分行业看，铁路船舶航空

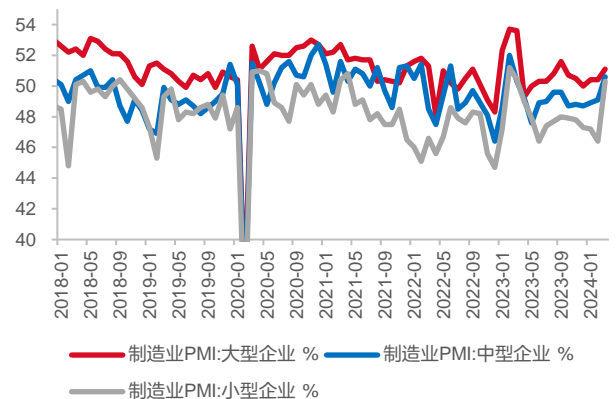
航天设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数均位于 60% 以上高位景气区间，企业对行业发展较为乐观。

图6 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%



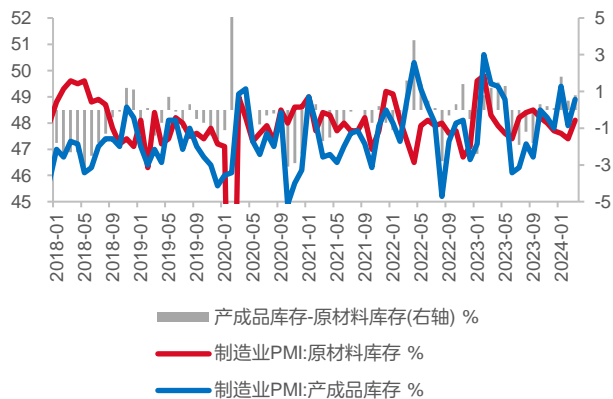
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 大、中、小企业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 原材料和产成品库存指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 生产经营活动预期指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.非制造业 PMI：生产性服务业升温，建筑业提速

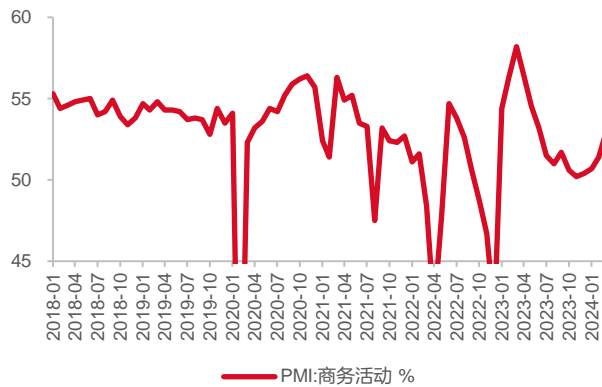
3月，非制造业商务活动指数为53%，较上月上升1.6个百分点，非制造业景气水平继续回升。

生产性服务业加速回升。3月，服务业商务活动指数为52.4%，环比上升1.4个百分点，连续3个月回暖。从行业看，2月由于春节假期带动，住宿餐饮、景区旅游等服务业景气度较高。与之相异，3月复工复产后，与企业生产经营活动密切相关的服务业景气度升温，如邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于60%以上高景气区间，业务总量增长较快；铁路运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数也有不同程度回升。从预期看，服务业业务活动预期指数环比小幅上升0.1个百分点至58.2%，持续位于较高景气区间。此外，政策对新经济、新模式的支持在服务业中也有所体现。以电信运营、互联网及软件技术服务业为代表的信息服务业较快增长，3月两个指数环比升幅较2月扩大，

指数水平均位于 58% 以上。整体上，经过春节假期休整后，3 月企业生产经营活动和业务往来提速，生产性服务业景气度随之升温。

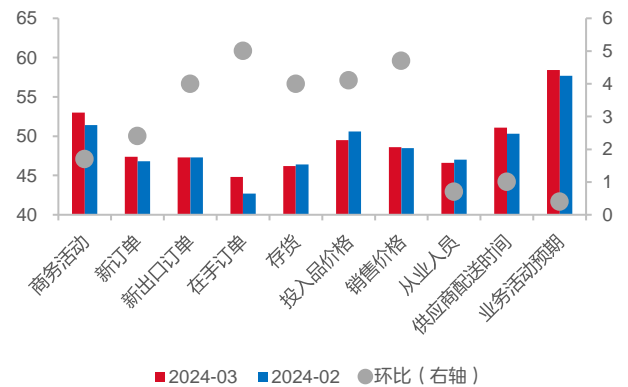
建筑业活动提速。3 月，受复工复产、气温回升等因素带动，建筑业进入施工旺季，相关施工活动提速，建筑业商务活动指数环比回升 2.7 个百分点至 56.2%。从需求看，3 月建筑业新订单指数环比上升 0.9 个百分点至 48.2%。房地产市场仍偏弱运行，3 月前 30 日 30 城商品房成交面积 840 万平方米，环比增近 1 倍，同比-49.5%，同比降幅有所收窄（2 月同比降幅超 6 成），但绝对规模与历年同期相比仍偏低。但基建投资需求仍较好，3 月土木工程建筑业商务活动指数为 59.8%，土木工程建筑业保持较快施工进度。从预期看，建筑业活动预期指数为 59.2%，比上月上升 3.5 个百分点，表明建筑业企业对行业发展信心增强。

图10 非制造业 PMI, %



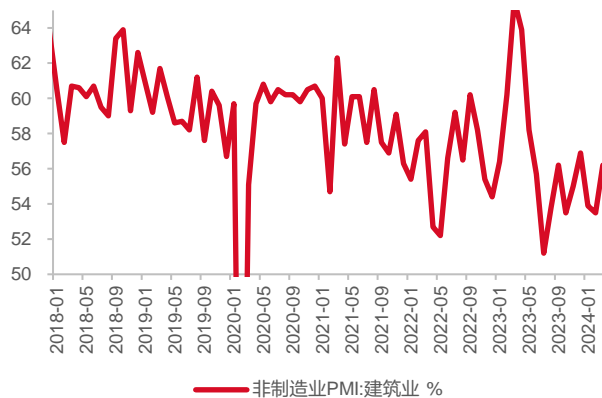
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 非制造业 PMI 各分项, %



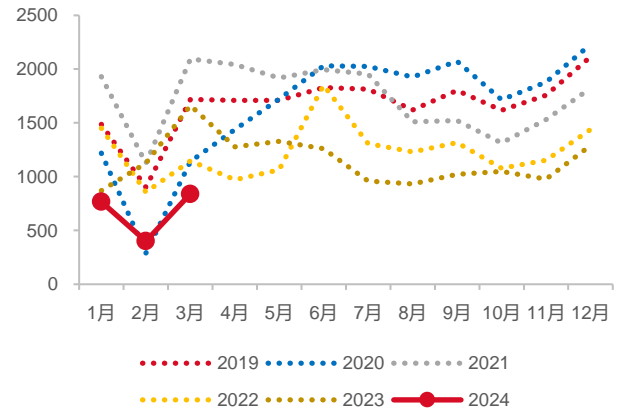
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 建筑业 PMI, %



资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 30 城商品房销售面积, 万平方米



资料来源：Wind，东海证券研究所

3. 核心观点

3 月制造业 PMI 在连续 5 个月运行在 50% 以下后重返扩张区间，既有季节性因素影响，也表明稳增长政策效果或逐步显现。制造业供给端受复工复产带动，生产活动提速，生产指数环比较大回升。需求端也明显改善，其中外需改善幅度更大。中小企业景气度回升明显，特别是小企业需求显著回暖。结构上，制造业新动能仍呈现较快增长势头，装备制造业、高

技术制造业 PMI 均环比回升，后者创 2022 年来新高。非制造业方面，春节过后，住宿餐饮、旅游等行业淡季回调，但采购、物流、金融等生产性服务业升温，企业生产经营和业务往来提速；建筑业进入施工旺季，房地产仍低温运行。总体看，春节短暂休整后，3 月社会经济活动加快启动，经济景气度回升。但考虑到去年同期转段后基数走高影响，今年 3 月同比表现可能并不亮眼。未来大规模设备更新和消费品以旧换新、发展低空经济等政策有望促进投资和消费，货币政策上也可能会超预期。

4.风险提示

- 1) **海外局势变化超预期**：国际地缘政治存在不稳定因素，中美关系具有不确定性；
- 2) **政策落地不及预期**：政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证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,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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089