



分析师：赵宏鹤

执业证号：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

研究助理：张鑫楠

执业证号：S0100124030001

邮箱：zhangxinnan@mszq.com

➤ **各大类 PMI 环比回升幅度均高于季节性。**3月制造业 PMI 录得 50.8%，环比 1-2 月平均值回升 1.6pcts，回升幅度高于 2017/18/19/21 年的季节性约 0.8pcts。类似的，3月建筑业/服务业 PMI 环比 1-2 月均值回升 2.5pcts/1.9pcts，回升幅度高于季节性 0.5pcts/0.7pcts。总体看，**3月 PMI 综合产出指数录得 52.7pcts，环比 1-2 月均值回升 1.8pcts，回升幅度高于季节性 0.5pcts，显示节后宏观经济各大类行业的景气度恢复节奏均偏快。**

➤ **一季度经济实现 5% 增速的概率进一步上升。**理论上，3 月历来是假期、天气等短期因素对经济影响下降的阶段，是传统的开工旺季，PMI 环比恢复在预期之内，而今年的恢复幅度更是高于近年水平。在 1-2 月统计局经济数据已经超预期的情况下，3 月 PMI 再超预期意味着一季度经济实现 5% 甚至更高增速的概率进一步上升。**对标去年 4 季度的换算为同比的 PMI 综合产出指数，估计一季度实际 GDP 增速达到 5.2% 左右。**

➤ **对宏观与微观、总量与高频的探讨料将升温。**近期统计局数据连续超预期，关于宏观数据与微观体感、总量数据与高频样本之间契合度的探讨料将升温。**后续关注三项要素：**一是 4 月中上旬公布的 3 月 M1 增速是否有所回升；二是 4 月中旬发布的一季度经济数据对 4 月政治局会议定调的影响，预计政策基调将保持定力，宏观政策增量有限、存量偏缓；三是 4 月底 PMI 能否延续较高读数。

➤ **PMI 分项数据的详细拆解。**

制造业新订单/生产指数录得 53%/52.2%，需求端恢复弹性相对更好。新出口订单录得 51.3%，大幅恢复 5 个百分点，**指向出口的边际改善还在持续。**

出厂价格指数录得 47.4%，继续回落；产成品库存指数录得 48.9%，小幅回升。用 MA12 换算为同比，**指向 PPI 和工业库存增速仍在低位徘徊。**

**建筑业环比斜率上升、同比水平不高。**3 月建筑业 PMI 为 56.2%，虽然环比恢复速度高于季节性，但仍低于近五年同期均值的 60%。从高频数据来看，建材需求恢复仍然比往年偏慢，今年的专项债发行进度也慢于 2019 年以来同期。

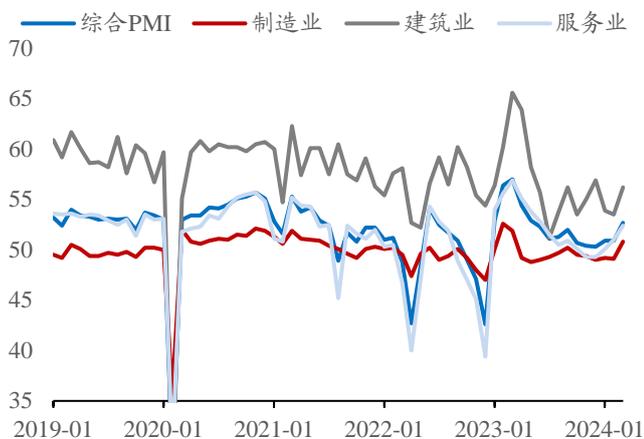
**服务业恢复继续加快。**服务业 PMI 录得 52.4%，连续第 4 个月回升，显示虽然春节假期已经过去，服务业景气程度仍然保持活跃。具体到行业，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间。

➤ **风险提示：**经济恢复不及预期/超预期；海外经济影响出口。

## 相关研究

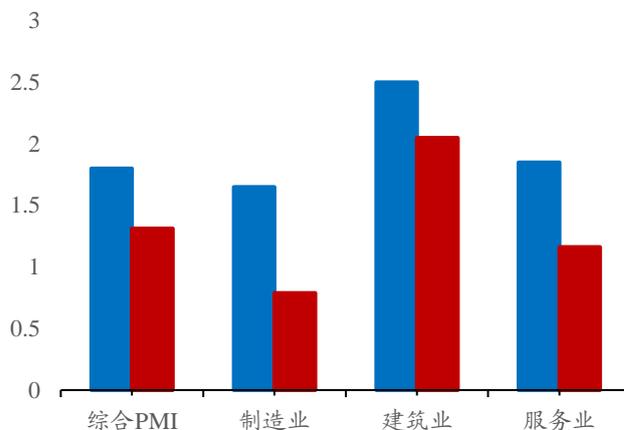
1. 全球大类资产跟踪周报：内外共振，金价再创历史新高-2024/03/30
2. 宏观事件点评：如何理解在公开市场操作中逐步增加国债购买-2024/03/28
3. 国内经济高频周报：3 月第 3 周：经济的结构特征愈发显著-2024/03/25
4. 人民币汇率点评：汇率波动的两种猜想-2024/03/24
5. 全球大类资产跟踪周报：全球央行开启“降息赛跑”-2024/03/23

图1: PMI 走势 (%)



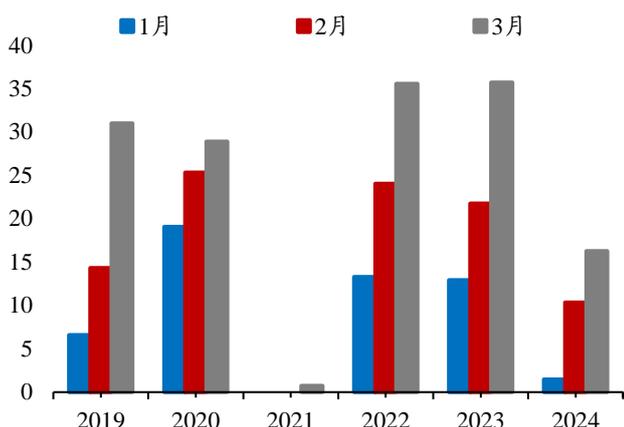
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: PMI 环比变化 (蓝) vs 季节性变化 (红) (pcts)



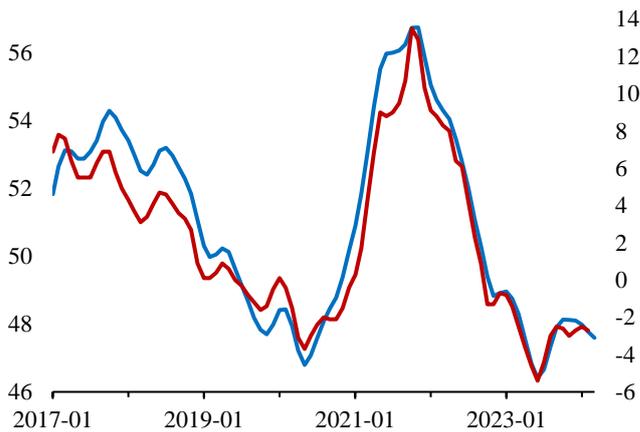
资料来源: wind, 民生证券研究院 (PMI 为 12 个月移动平均)

图3: 专项债发行进度 (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: PMI 出厂价格 (蓝) vs PPI (红) (%)



资料来源: wind, 民生证券研究院 (PMI 为 12 个月移动平均)

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026