

2024年03月31日

事件点评

中小型企业积极出海破局，放大数据波动

3月PMI数据点评

- ◆ 事件：伴随春节后复工复产，尤其是国际贸易恢复，3月制造业PMI环比提升1.7至50.8，时隔5个月重回扩张区间；非制造业PMI继续提升1.6至53.0，连续4个月提升；综合PMI提高1.8至52.7，为去年6月以来最高点。
- ◆ 一、制造业：生产重回扩张，外需偏强复苏，小企业改善力度较大
 - ◆ 1) 生产与投资端，生产重回扩张，被动补库。3月生产指数回升2.4至52.2；采购活动明显增加，采购量回升4.7至52.7；原材料库存回升0.7至48.1、产成品库存回升1.0至48.9。
 - ◆ 2) 需求端新订单回升4.0至53.0，时隔5个月重回扩张区间；外需时隔11个月重回扩张区间，为51.3，回升5.0，提升幅度大于新订单总体，说明内需有所回落。
 - ◆ 从行业看，木材加工及家具、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业的产、需指数均位于55以上区间；石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业的产、需指数均位于临界点以下。
 - ◆ 化学纤维及橡胶塑料制品、汽车、计算机通信电子设备等行业的新出口订单和进口指数均高于临界点，相关行业外贸业务较上月增加。
 - ◆ 3) 价格与利润方面，受内需不足制约，企业对下游议价能力环比变差，连续6个月处于收缩区间，叠加原材料购进价格受国际定价的大宗商品涨价提振，导致企业利润进一步受到挤压。3月原材料购进价格提升0.4至50.5；出厂价格回调0.7至47.4。统计局披露，调查结果还显示，企业生产经营中仍面临一些突出问题，比如反映行业竞争加剧、市场需求不足的企业比重仍然较高。
 - ◆ 4) 小型企业大幅改善，改善幅度显著强于大中型企业，尤其在新出口订单方面（回升11.9），主要是由于2月份小型企业受春节假日影响更为明显，各指标普遍在明显收缩区间内下滑，尤其是新出口订单大幅下滑7.1至37.5。3月大、中、小型制造业企业PMI分别回升0.7、1.5、3.9至51.1、50.6、50.3。从受春节假期影响较小（2月产需仍在扩张区间）的大企业来看，3月改善最明显的是对外贸易，即进口提升了3.9、新出口订单提升了2.7；产能过剩背景下生产提升幅度较小、原材料和产成品均被动去库存。
 - ◆ 5) 3月高技术制造业、消费品行业、装备制造业三大重点行业PMI分别为53.9、51.8和51.6，上升3.1pct、1.8pct和2.1pct，均高于制造业总体水平。其中高技术制造业的生产和新订单指数均高于55.0，相关行业产需加快释放。
 - ◆ 6) 3月制造业就业边际改善，但仍处于收缩区间。从业人员指数回升0.6至48.1，回到去年11月的水平。
 - ◆ 7) 企业预期稳定。生产经营活动预期指数为55.6，比上月上升1.4，表明企业对春节后市场发展信心有所增强。从行业看，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、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60.0以上高位景气区间。
- ◆ 二、非制造业：建筑业扩张加快带动非制造业景气提高
 - ◆ 1) 由于气候转暖和节后集中开工，各地建筑工程施工进度加快，3月建筑业PMI提高2.7至56.2。其中，土木工程建筑业为59.8，继续保持较快施工进度。建筑业业务活动预期指数上升3.5至59.2，企业信心提升。
 - ◆ 2) 3月服务业PMI提高1.4至52.4，创2023年7月以来新高。从行业看，与企业生产密切相关的服务行业生产经营较为活跃，但此前受春节带动明显的餐饮等行业商务活动指数低于临界点，呈收缩态势。服务业市场预期微升，3月业务活动预期指数为58.2，环比提高0.1。

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001
luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

SAC执业证书编号：S0910523050002
yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

资产配置周报（2024-3-30）-4月关注实际产出能否边际改善 2024.3.30

资产配置周报（2024-3-23）-首推红利指数 2024.3.23

主动量化和红利投资的稳健组合 - 华商基金邓默投资分析报告 2024.3.19

1至2月经济数据点评-部分领域出现积极拐点 2024.3.19

ESG市场跟踪双周报（2024.3.4-2024.3.17）
-国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》 2024.3.17

◆ 三、投资建议

- ◆ **PMI** 为环比数据，3 月数据的大幅抬升一定程度受春节低基数的影响，尤其是受春节影响较大的新出口订单和小企业方面。然而不可否认 3 月的回升幅度大于春节期间的收缩幅度，最为明显的是需求和采购环节，具体来看则是需求环节的新出口订单和采购环节的进口指数，尤其是中小型企业。叠加 3 月内需回落、国内企业竞争加剧、对下游议价能力进一步恶化，而 3 月美国 **PMI** 创近两年最快增速且有望步入主动补库周期，或表明春节后小型企业积极出海“破局”，造成 **PMI** 的大幅波动。
- ◆ 上周一年期国债收益率趋于下行，周末收至 1.72%，按照 2023 年 8 月降息后的情况估计，低于中枢位置（1.9%），我们预计一年期国债收益率的下沿约为 1.7%；十年国债和一年国债的期限利差回升至 50 个基点上方，2 月 20 日 LPR 非对称降息后，我们下调期限利差中枢预估至 60 个基点，对应十债收益率下沿和中枢约为 2.3%和 2.5%，三十年和十年国债利差最窄约在 10 个基点，对应三十年国债收益率下沿约为 2.4%。
- ◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.78	0.84	(0.06)	0.97	0.86	0.40	0.47	0.81	0.89	0.57	0.59
环比 (PMI原值)	2024年3月	50.80	52.20	53.00	51.30	47.60	48.90	52.70	50.40	47.40	50.50	48.10	48.10	50.60	55.60
	2024年2月	49.10	49.80	49.00	46.30	43.50	47.90	48.00	46.40	48.10	50.10	47.40	47.50	48.80	54.20
	2024年1月	49.20	51.30	49.00	47.20	44.30	49.40	49.20	46.70	47.00	50.40	47.60	47.60	50.80	54.00
	2023年12月	49.00	50.20	48.70	45.80	44.50	47.80	49.00	46.40	47.70	51.50	47.70	47.90	50.30	55.90
	2023年11月	49.40	50.70	49.40	46.30	44.40	48.20	49.60	47.30	48.20	50.70	48.00	48.10	50.30	55.80
	3月较2月	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↑	↑
	历年3月均值	52.50	55.09	54.44	51.73	48.53	48.02	54.19	51.09	52.10	56.95	48.95	50.11	50.10	58.67
	3月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
非制造业		PMI	新订单	新出口订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供货商配送时间				
与PMI相关系数		1	0.96	0.71	0.86	0.52	0.52	0.84	0.71	0.68	0.82				
环比 (PMI原值)	2024年3月	53.00	47.40	47.30	58.40	49.50	48.60	46.60	44.80	46.20	51.10				
	2024年2月	51.40	46.80	47.30	57.70	50.60	48.50	47.00	42.70	46.40	50.30				
	2024年1月	50.70	47.60	45.20	59.70	49.60	48.90	47.00	43.70	47.20	52.00				
	2023年12月	50.40	47.50	50.90	60.30	49.60	49.30	47.10	43.90	46.00	51.00				
	2023年11月	50.20	47.20	46.80	59.80	49.80	48.30	46.90	43.00	46.70	51.80				
	3月较2月	↑	↑	→	↑	↓	↑	↓	↑	↓	↑				
	历年3月均值	55.55	52.02	49.81	62.79	54.90	50.03	50.58	44.25	47.06	51.84				
	3月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓				
建筑业		PMI	新订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	服务业							
与PMI相关系数		1	0.88	0.32	0.36	0.24	0.15	与PMI相关系数							
环比 (PMI原值)	2024年3月	56.2	48.2	59.2	48.2	48.4	45.7	2024年3月							
	2024年2月	53.5	47.3	55.7	52	48.9	47.6	2024年2月							
	2024年1月	53.9	46.7	61.9	52	50.4	50.1	2024年1月							
	2023年12月	56.9	50.6	65.7	51.4	51.7	51.7	2023年12月							
	2023年11月	55	48.6	62.6	53.1	51.3	48.2	2023年11月							
	3月较2月	↑	↑	↑	↓	↓	↓	3月较2月							
	历年3月均值	62.39	56.05	52.76	69.08	54.34	51.86	历年3月均值							
	3月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓	3月较历史均值							

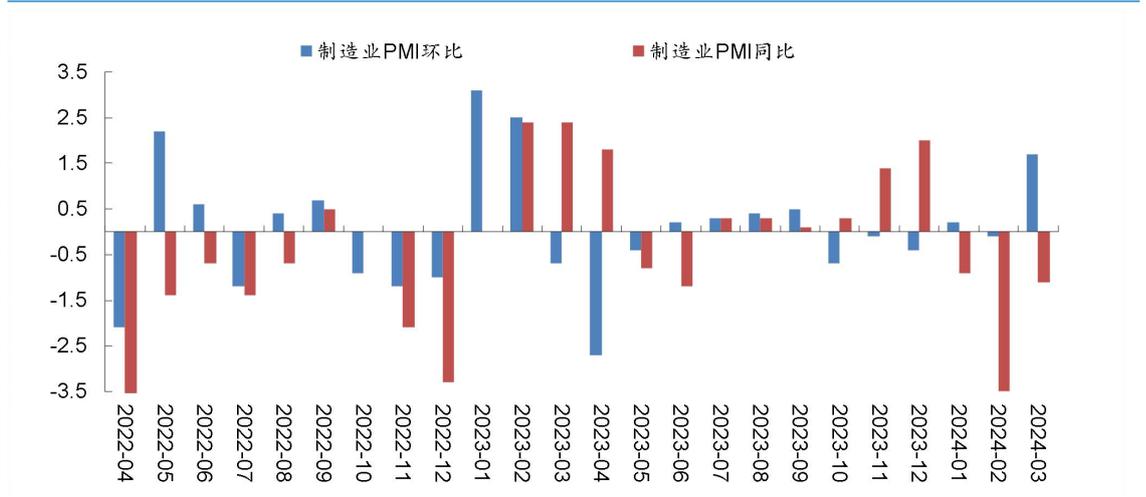
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

PMI	制造业	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	生产经营活动预期	在手订单	产成品库存	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	从业人员	供货商配送时间
大型企业	2024年03月	51.1	52.7	53.4	51	51.8	47.6	54.8	46.9	49.3	53	49.2	48.9	50.8
	2024年02月	50.4	51.2	51.3	47.1	49.1	49.4	54.8	47.7	51.8	52.6	49.2	48.8	48.9
	环比变动	0.7	1.5	2.1	3.9	2.7	-1.8	0	-0.8	-2.5	0.4	0	1.1	1.9
中型企业	2024年03月	50.6	51.5	53.2		51.2	49.4	56.6	49.2	48.8	52.6	50.6	47.2	50.6
	2024年02月	49.1	49.6	49.4	45.4	44.3	47.4	53.2	42.3	46.6	47	50.9	47.8	47.2
	环比变动	1.5	1.9	3.8		6.9	2	3.4	6.9	2.2	5.6	-0.3	0	2
小型企业	2024年03月	50.3	52.1	51.9	52.7	49.4	47.5	55.8	46.9	48.1	52.3	53	47.6	50.3
	2024年02月	46.4	47.2	43.8	44.6	37.5	43.3	54.3	36.5	41.5	39.9	51.1	47.1	47.2
	环比变动	3.9	4.9	8.1	8.1	11.9	4.2	1.5	10.4	6.6	12.4	1.9	0.4	1.6

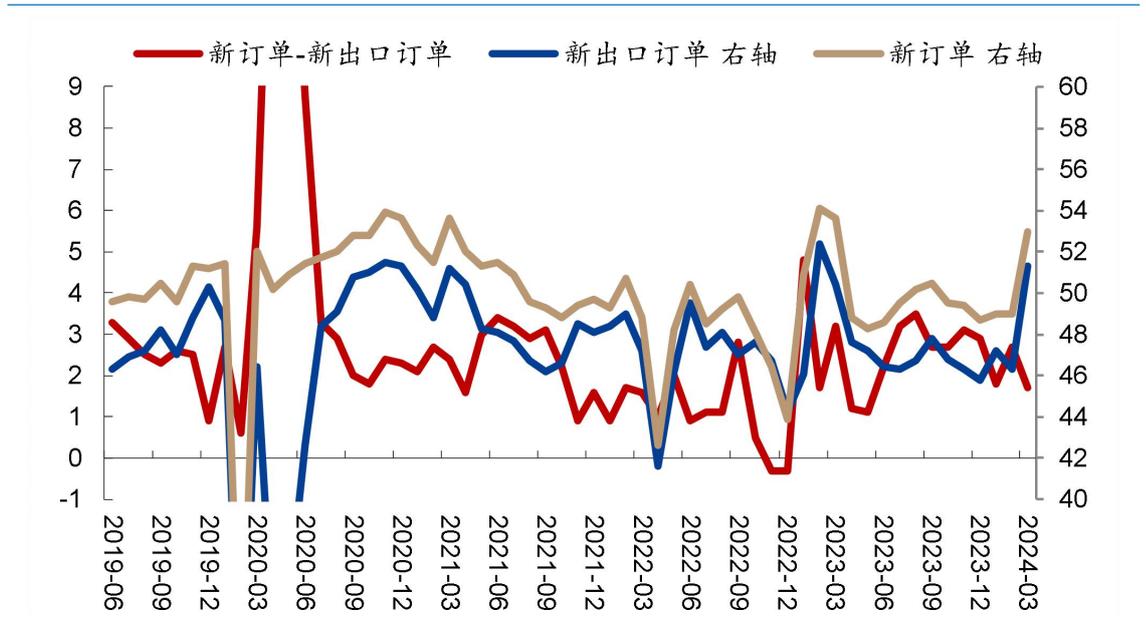
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 3 月制造业 PMI 环比回升、同比回落



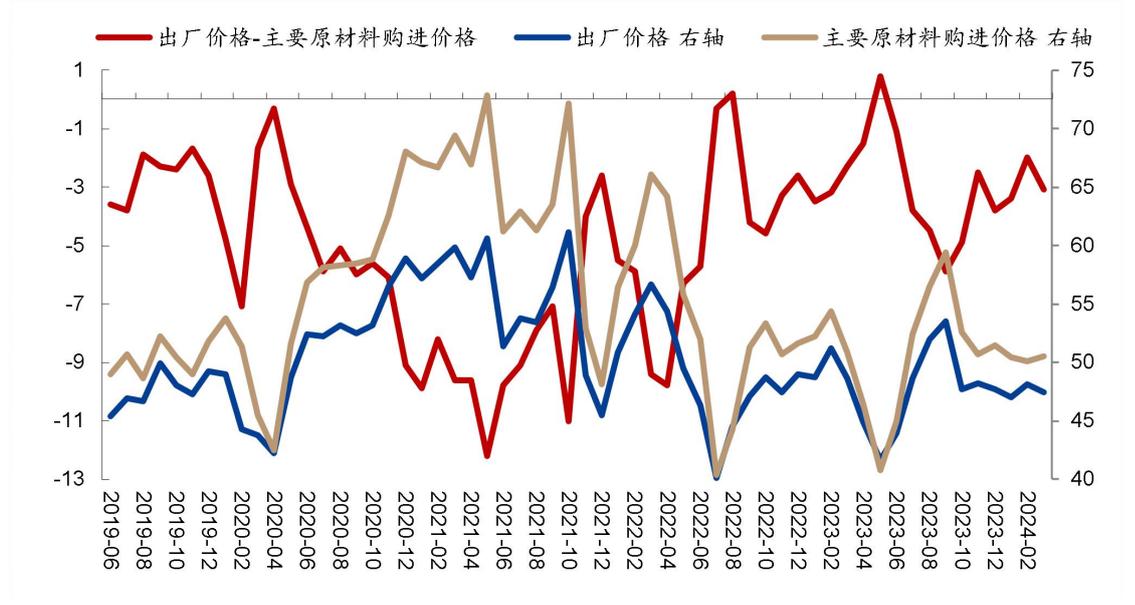
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 4: 3 月制造业外需大幅改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 5: 企业议价能力环比恶化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，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