

## 制造业景气度继续回升，经济复苏持续

2024年3月25日-3月31日周报

### ◆ 制造业产需超季节性修复，PMI 值重回荣枯线之上

2024年3月官方制造业PMI录得50.8%，较上月+1.7PCTS，自去年9月以来再次回到荣枯线之上，显示制造业景气度明显回升。从PMI五大分项指数的角度来看，除供应商配送时间指数之外，其余分项对3月制造业PMI贡献均为正，其中，PMI新订单指数和PMI生产指数分别较上月上行4.0PCTS和2.4PCTS，带动3月制造业上行1.2PCTS和0.6PCTS，显示3月制造业景气度回升由产需同步回升支撑，其中需求的带动作用更大。结合3月新出口订单指数较上月+5.0PCTS，显示3月制造业需求的回升是内外需共同作用的结果。

季节性角度，今年3月制造业PMI在20个年份中排在第15位，其中，PMI新订单指数和生产指数分别排在近20个年份中的13位和17位，显示制造业PMI目前暂时落后季节性是由产需两方面的因素共同决定，其中生产弱于季节性的态势更加明显。另一方面，从各月PMI较上月的变化规律角度，3月制造业PMI较2月上行幅度排在近20年中的第9位，其中PMI新订单指数和生产指数较上月的变化分别排在近20年的第6位和第8位，表明目前制造业景气度正经由以超季节性速度回升的需求和生产的带动而迅速修复。

总体来看，3月，内外需的同步回升的共同作用下，制造业的需求和生产均以超季节性速度修复，带动制造业景气度明显回升。虽然从季节性上看，3月制造业景气度在历年3月中仍然相对靠后，但结合目前的较快的产需修复速度，4月制造业景气度有望进一步回升，超越季节性。制造业景气度的这种快速修复趋势在3月以来关键工业品价格上也有体现，虽然受房地产不景气拖累，3月螺纹钢价格环比下行，但相比螺纹钢，更多地用在工业上的铜和铝的价格均环比上行，铜、铝期货在3月的表现更是一路上行，反映市场对制造业景气度进一步回升的信心。

今年3月，非制造业商务活动指数录得53.0%，较上月+1.6PCTS，其中，建筑业PMI为56.2%，较上月+2.7PCTS，服务业PMI为52.4%，较上月+1.4PCTS。3月建筑业景气度较2月回升，一方面反映出随着气候转暖和节后集中开工，各地建筑工程施工进度加快，符合历年规律，另一方面也反映出两会明确今年稳增长力度仍然较大之后，地方政府加快债券发行和项目推进。根据wind统计，3月全国发行城投债和新增专项债分别为4840亿元和2308亿元，叠加2月发行的2245亿元和3466亿元，共同支撑3月基建建设强度。预期角度，3月建筑业业务活动预期指数为59.2%，较上月明显抬升，处在高位，显示今年基建支撑下，建筑业企业对未来预期较强。

### 主要数据

上证指数	3041.1669
沪深300	3537.4843
深证成指	9400.8526

### 主要指数走势图



### 作者

符旸 分析师

SAC执业证书: S0640514070001

联系电话: 010-59562469

邮箱: fuyys@avicsec.com

刘庆东 分析师

SAC执业证书: S0640520030001

联系电话: 010-59219572

邮箱: liuqd@avicsec.com

刘倩 研究助理

SAC执业证书: S0640122090025

联系电话: 010-59562515

邮箱: liuqian@avicsec.com

### 相关研究报告

金融市场分析周报 —2024-03-29

美联储维持年内3次降息预期，国内经济动能恢复 —2024-03-24

金融市场分析周报 —2024-03-21

3月服务业PMI较上月上行1.4PCTS，连续第3个月位于荣枯线之上。值得注意的是，统计局表示，3月服务业各子行业出现景气度分化。一方面，与企业生产密切相关的服务行业生产经营较为活跃，其中邮政、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，同时，批发、铁路运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于53.0%及以上，景气水平不同程度回升。另一方面，餐饮、房地产等行业商务活动指数低于临界点，景气水平较低。但从预期看，3月服务业业务活动预期指数录得58.2%，仍然处在高位。

#### ◆ 资金面平稳跨季无虞，4月流动性或延续宽松

本周适逢跨季，资金利率季节性升高。截止3月29日，DR007报收2.01%，较上周五上行15BP；SHIBOR1W报收1.97%，较上周五上行12BP。随着季末的临近，本周以来，央行加码逆回购呵护流动性，周内共投放7D逆回购8500亿元，利率维持1.80%；逆回购到期220亿元，通过逆回购净投放流动性8280元。

3月以来资金面基本平稳，资金利率小幅高于政策利率上方，处于合意水平；因此处于资金面当前已形成自发平衡的判断，3月央行公开市场操作规模减量，且MLF缩量等价续作，流动性管理转向净回笼。往后看，4月资金面或将延续宽松。近期央行在对外活动中仍坚持宽货币基调，3月25日央行行长潘功胜出席中国发展高层论坛时表示货币政策未来仍有充足的政策空间和丰富的工具储备。4月资金面上，政府债发行和信贷投放的扰动或较为平稳，同时逆回购和MLF到期规模处于低位，跨季结束后资金面或延续3月的平稳充裕态势。

#### ◆ 非美货币贬值被动抬升美元指数，人民币汇率承压

截至3月28日，美国10年期国债收益率录得4.20%，较上周五下行2BP。美元指数上行，周五报收104.51，周内持续处于104上方；人民币汇率承压，截止3月29日收盘美元兑人民币即期汇率报收7.22，汇率波动加大。

3月下旬召开的美联储议息会议维持了年内降息3次的预期，鲍威尔在记者会上的整体偏鸽派表态对市场风险偏好有提振作用，近两周美债收益率下行。3月29日，美国商务部数据显示美国2月核心PCE物价指数同比增速2.8%，为2021年3月以来最低水平，符合市场预期。鲍威尔重申美联储并不急于降息，如果通胀不下行，美联储可以在更长时间内维持利率水平；另一方面，如果就业市场意外出现疲软，美联储将会及时做出反应。根据当前经济和通胀数据，美国经济当前仍具有韧性，市场对于美联储开启降息的时点仍维持在年内6月，但是降息节奏趋缓。

美元指数近期逆势走强，主要是因为非美货币尤其是欧元和日元的贬值，被动抬高了美元指数。而各国经济在经历长达两年的高利率压制后脆弱性增加，各国基本面和耐受度不同使得全球央行在这个转向时刻出现了节奏的分歧。

3月21日瑞士央行宣布降息25BP，成为2022年3月美联储启动加息周期以来，首个步入降息通道的发达经济体。市场预期欧洲央行、英国央行也有可能提前采取降息行动，推动欧元、英镑对美元出现较大幅度贬值。日本方面，本月日本央行宣布退出负利率政策，日元反而超预期贬值，究其原因可能在于日本央行退出非常规货币宽松政策的节奏慢于市场预期，同时近期市场已经充分消化了负利率政策的终结的预期，使得靴子落地之后反而长期仍将宽松的预期占据了主流。全球央行节奏的分歧增加了金融市场的不确定性，从而被动推高美元指数，人民币汇率短期内承压。

往后看，年内伴随美联储开启降息，中美货币周期仍处于从背离到一致的收敛进程中，外部压力减小的大趋势没有改变；国内一季度多项经济数据有向好趋势，人民币汇率仍有支撑。但是短期内，美联储降息节奏或根据经济和通胀回落速度延缓，中美货币政策周期差收敛尚未落地，中美利差客观上仍处高位，叠加非美货币波动对美元的支撑作用，人民币汇率短期内波动或加大。

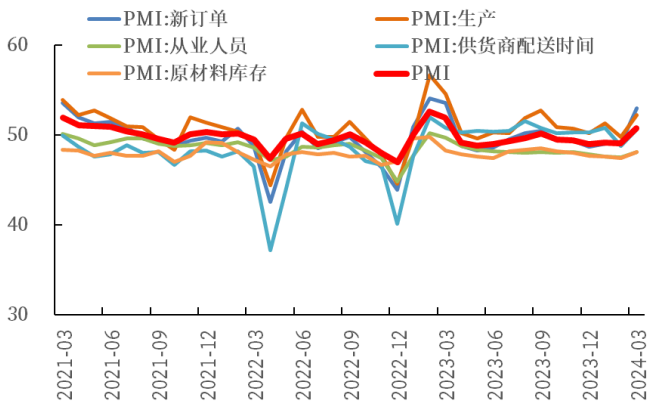
#### ◆ 债市长端利率波动下行

截止3月29日，我国10年期国债收益率报收2.29%，较上周五下行2BP；1年期国债收益率报收1.72%，较上周五下行4BP，短端利率快速下行带动期限利差上升，本周五期限利差录得56.76BP，较上周五上行2.50BP。

在经历3月中旬的小幅调整之后，债市长端利率重回下行趋势，本周五收于2.30%下方，目前仍处于历史低位。往后看，市场目前对于长期利率下行趋势基本已形成共识，在货币宽松预期助推下或仍有进一步下行的空间。另一方面，从2023年底开始在基本面修复不及预期和货币宽松的助推下，本轮债市长端收益率已大幅下行，市场交易情绪高涨导致交易拥挤度也大幅上升。往后看，资金面的宽松预期仍然是主导债市长端利率走势的核心因素。在内外均衡考量下，美联储降息延缓，美元高位震荡，则中美货币政策周期差收敛尚未落地，国内货币政策操作或受到影响，需注意流动性对债市情绪或形成短期扰动。

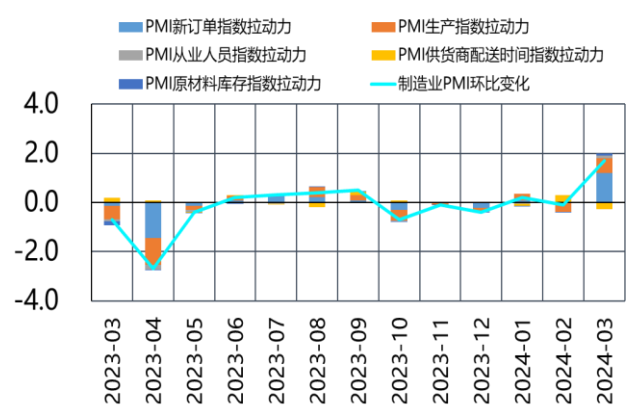
风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 制造业 PMI 及五大分项指数走势 (%)



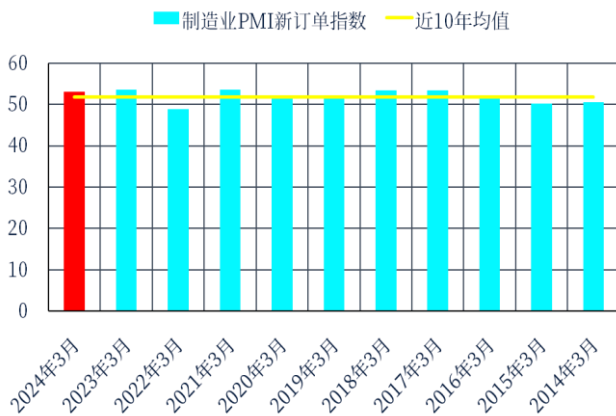
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 各月五大分项指数对制造业 PMI 的拉动 (PCTS)



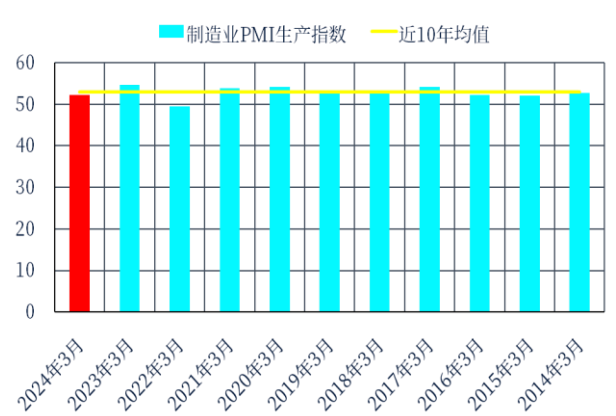
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 制造业新订单指数季节性对比 (%)



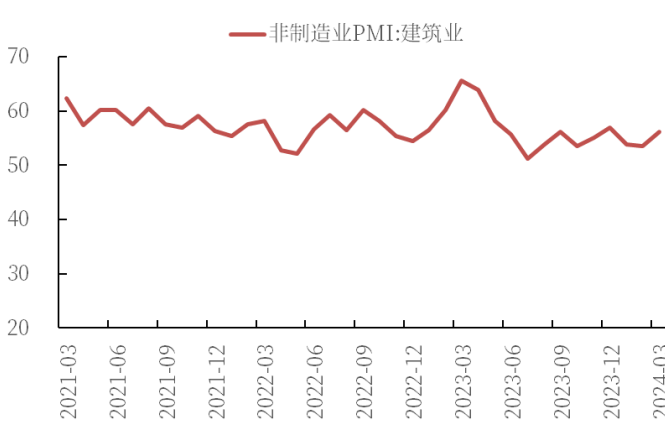
资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 制造业生产指数季节性对比 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图5 PMI 建筑业指数走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 PMI 服务业指数走势 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637