



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《企业利润改善仍需扩需求》 -
2024.03.29

宏观研究

生产强于需求，内需好于外需

● 核心观点

春节错位和专项债发行节奏靠后，或是推升3月企业预期向好回升的主要因素，这与2021年表现较为相似。经济供需两端稳健修复，内生动能逐步增强，新的供求平衡点逐步形成，但需求相对生产仍弱，新的供求平衡点或存在下移可能，这与大国经济拉动力从投资向消费转变的经验性走势相吻合。结合1-2月经济数据来看，外需拉动效应优于内需，成为当前需求改善主要动因。短期外需韧性仍在，但中长期承压，如何恢复和扩大内需仍是经济内生动能持续修复的关键，保持政策的连续性、稳健性仍十分必要。

向后看，随着复工复产逐步企稳、专项债进入常态化发行节奏，4月PMI环比可能小幅回落。结合1-2月经济数据与近期高频数据来看，预计一季度GDP同比增速可能在4.8%左右，高于市场预期4.5%，小幅低于全年经济增长预期目标5%，后续仍需政策呵护经济稳增长。二季度：稳增长政策有望加力提效，内外需同频共振，提升内生增长动力。一是专项债或将集中发行，支持基建投资增速；二是房地产调控有望进一步优化；三是促消费政策逐步落地；四是货币政策存在降准可能，或配合专项债和超长期国债发行。三季度：大规模设备更新改造项目落地可能显效，支撑制造业投资增速。

● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；房地产市场修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 制造业 PMI：经济内生动力有待强化	4
1.1 供需两端回暖，内生动能有所增强	4
1.2 量升价落，仍需政策呵护需求持续修复	5
1.3 市场主体景气度同步回升，就业市场有所修复	6
1.4 高技术制造业保持良好扩张态势，经济结构持续优化	7
2 非制造业 PMI：服务业和建筑业景气度保持高韧性	8
3 展望	9
风险提示	10

图表目录

图表 1: 制造业 PMI 及分项 (%)	5
图表 2: 制造业供需两端同步修复 (%)	5
图表 3: 工业生产 VS 需求 (%)	5
图表 4: 制造业生产经营活动预期 (%)	5
图表 5: 产成品库存回升, 出厂价格回落 (%)	6
图表 6: 原材料库存和价格同步回升 (%)	6
图表 7: 市场主体景气度连续回升	7
图表 8: 经济结构持续优化, 高技术制造业保持良好发展态势 (%)	8
图表 9: 非制造业保持高景气度 (%)	9
图表 10: 非制造业 PMI 分项走弱 (%)	9

1 制造业 PMI：经济内生动力有待强化

3月制造业 PMI 为 50.80%，前值 49.1%，较上期回升 1.7pct，好于季节性，环比变动较近五年均值高 1.22pct。春节错位和专项债发行节奏靠后，或是推升 3月企业预期向好回升的主要因素，这与 2021 年表现较为相似。一方面专项债发行节奏相对靠后，市场预期二季度专项债发行提速，支撑基建投资回升，推动生产和需求预期回升；二是春节错位影响。2024 年与 2021 年春节均位于 2 月，因工作日减少，对生产和需求产生一定影响，生产和需求预期走弱，而 3 月复工复产持续推进，生产和需求预期较为明显回升，PMI 环比变动均较为明显走高。而 2023 年春节位于 1 月，2022 年春节位于 2 月初，2 月复工复产持续修复，3 月生产和需求预期企稳，因此 3 月 PMI 环比变动并未呈现较大变动。

1.1 供需两端回暖，内生动能有所增强

在需求端，内外需同步改善，好于季节性。3 月 PMI 新订单指数为 53%，较前值回升 4pct，由衰退区进入扩张区，好于季节性，较近五年（不包括 2020 年）同期环比变动均值高 3.4pct。新出口订单指数为 51.3%，时隔 11 个月再次进入扩张区间，较前值回升 5pct，亦好于季节性，较近五年（不包括 2020 年）同期环比变动均值高 4.4pct。

在供给端，生产稳健修复。3 月制造业 PMI 生产指数为 52.2%，较前值回升 2.4pct，好于季节性，较近五年（不包括 2020 年）同期环比变动均值高 1.48pct。从生产经营活动预期来看，3 月 PMI 生产经营活动预期 55.6%，较前值回升 1.4pct，或因外需超预期走高，内需受稳增长政策持续发力预期，特别是二季度专项债有望集中发行，托底基建投资，市场信心进一步修复。

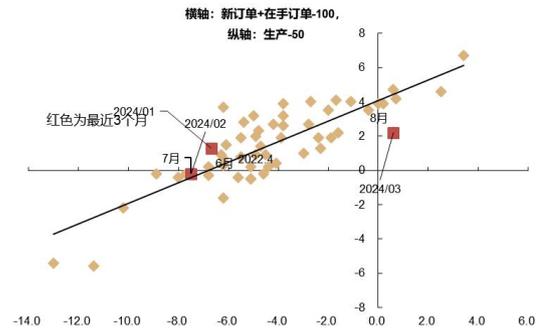
从供需来看，新的供求平衡点逐步形成，经济内生动能逐步增强。3 月 PMI 新订单与 PMI 生产的差值 0.8%，由负转正，新的供求平衡点逐步形成。这与 1-2 月生产与需求逐步平衡相印证，指向当前生产走高与 2023 年生产稳增长有所不同，而是随着内外需逐步修复，需求拉动生产的特点逐步显现，经济内生动能有望持续增强。

图表 1：制造业 PMI 及分项 (%)



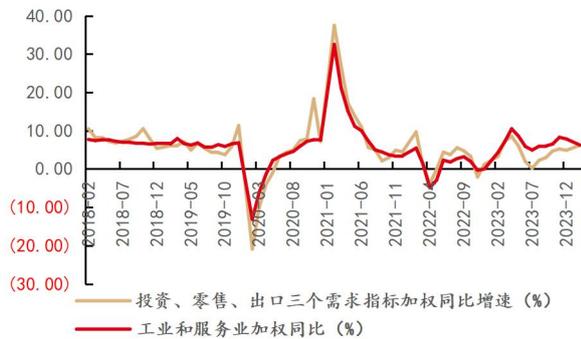
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表 2：制造业供需两端同步修复 (%)



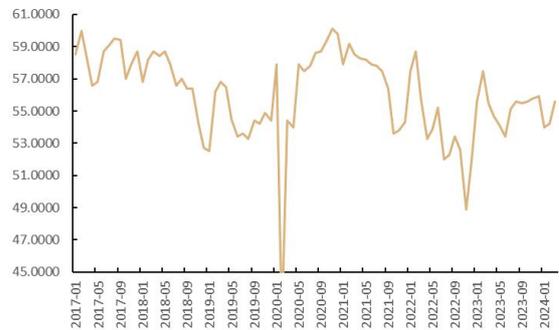
资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表 3：工业生产 VS 需求 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表 4：制造业生产经营活动预期 (%)



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

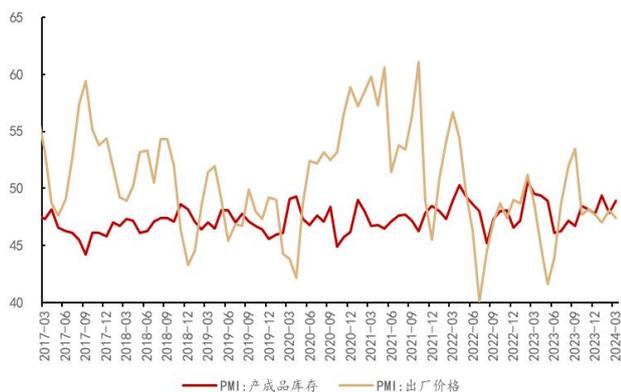
1.2 量升价落，仍需政策呵护需求持续修复

从量价分析，需求相对生产偏弱，需求持续修复仍是生产稳健扩张的关键。3月产成品出厂价格47.4%，较前值回落0.7pct，弱于季节性，较近五年（不包括2020年）同期环比变动均值低1.48pct，在供需两端持续修复背景下，产成品出厂价格并未回升，指向当前需求相对生产仍然偏弱。3月主要原材料购进价格指数为50.5%，小幅回升0.4pct，弱于季节性，较近五年（不包括2020年）同期环比变动均值低0.98pct，应是生产扩张带动要素市场改善，但改善弱于季节性，指向企业家生产扩张相对谨慎，未来需求持续改善仍是生产稳健扩张的关键。

短期PPI价格增速或仍将承压。考虑PMI出厂价格与PPI环比具有高度相关性，由于PMI出厂价格环比仍回落，预计3月PPI同比增速或仍将承压。根据拟合数据来看，预计2月PPI同比增速预计在-2.8%左右。

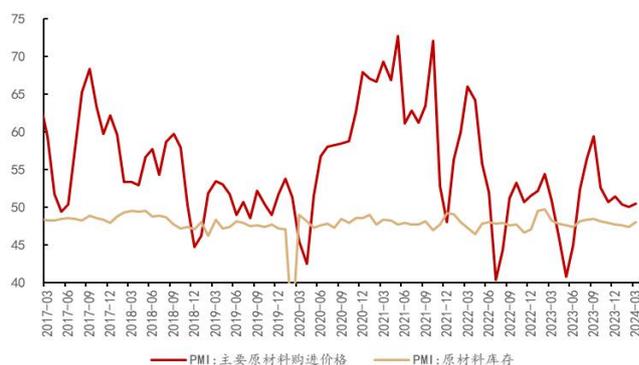
新一轮库存周期开启有待进一步观察。3月，产成品出厂价格回落，库存走高，同时原材料采购量价回升，指向当前企业逐步呈现谨慎扩产的态势，但需求相对生产相对不足，需求修复向生产扩张动能不足，新一轮主动补库周期有待进一步观察。PMI 产成品出厂价格指数为 47.4%，较上月小幅回落 0.7pct，产成品库存较上月回升 1pct，指向价格回落、库存走高。与此同时，原材料购进价格指数为 50.5%，小幅回升 0.4pct，PMI 原材料库存 48.1%，较上期回升 0.7pct。

图表 5：产成品库存回升，出厂价格回落（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 6：原材料库存和价格同步回升（%）

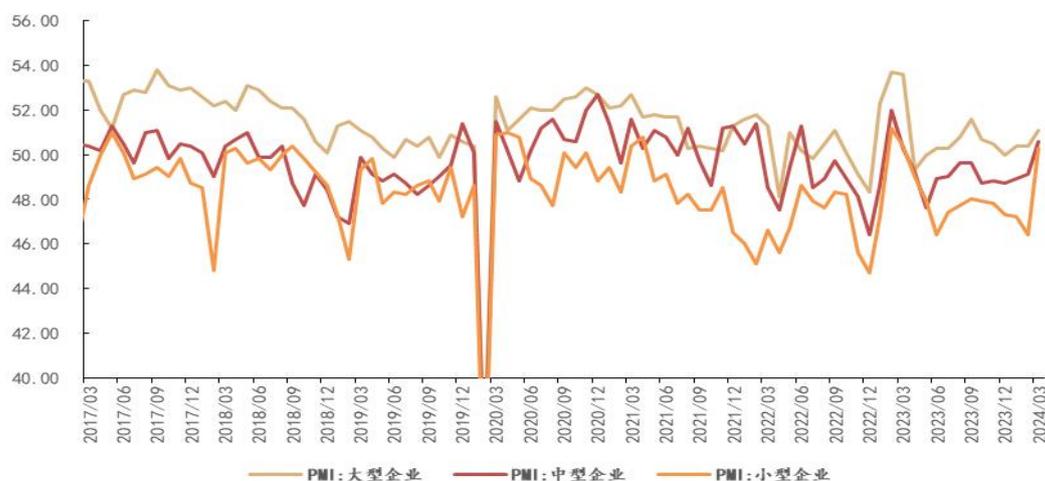


资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.3 市场主体景气度同步回升，就业市场有所修复

3月大型、中型、小型企业 PMI 指数均有所回升，其中，大型企业 PMI 指数为 51.1%，较上月回升 0.7pct，连续 11 个月处于荣枯线之前，保持了较高的景气度；中型企业 PMI 指数为 50.6%，较上月回升 1.5pct，时隔 11 个月再次进入荣枯线以上；小型企业 PMI 指数为 50.3%，较前值回升 3.9pct，环比变动较为明显。考虑季节性因素，大型、中型、小型企业 PMI 指数环比变动较近五年（不包括 2020 年）同期环比变动均值分别高 0.76pct、1.14pct、1.48pct，大中小企业景气度均好于季节性表现。

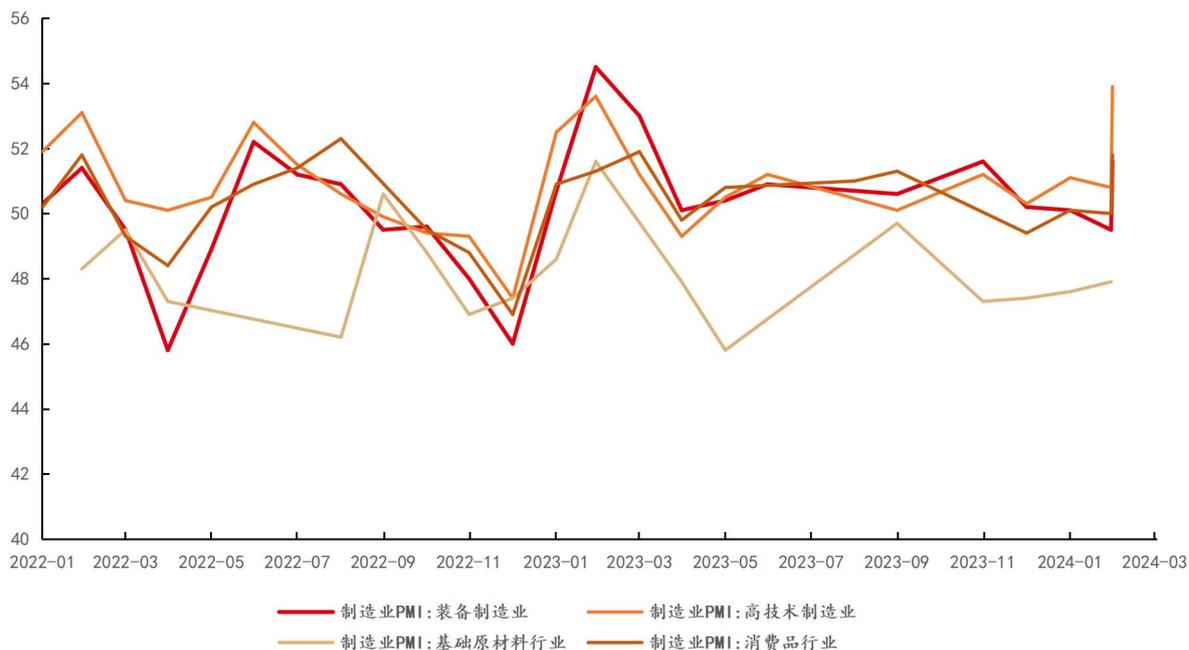
与此同时，3月 PMI 从业人员指数 48.1%，较上月回升 0.6pct，亦好于季节性表现，较近五年（不包括 2020 年）同期环比变动均值高 0.2pct，指向随着大中小企业景气度回升，就业市场有所修复。

图表 7：市场主体景气度连续回升


资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.4 高技术制造业保持良好扩张态势，经济结构持续优化

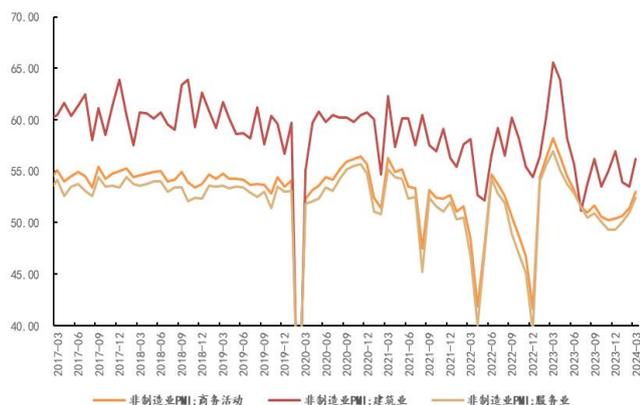
3月，高技术制造业 PMI 为 53.9%，较上月回升 3.1pct，连续 8 个月保持在扩张区间，行业延续持续增长态势，表现亦好于季节性，较近四年（不包括 2020 年）同期环比变动均值高 4.15pct。消费品行业 PMI 为 51.8%，较上月回升 1.5 个百分点，好于季节性，较近五年（不包括 2020 年）同期环比变动均值高 2.16pct。此外，根据国家统计局公布数据，高耗能行业 PMI 为 49.1%，比上月上升 1.2 个百分点，景气水平继续改善。

图表 8：经济结构持续优化，高技术制造业保持良好发展态势（%）


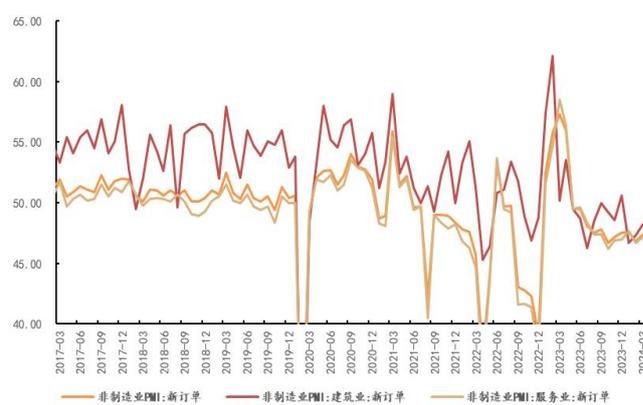
资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 非制造业 PMI：服务业和建筑业景气度保持高韧性

3月非制造业PMI为53.0%，前值51.4%，较上期回升1.6个百分点，好于季节性表现，较近五年（不包括2020年）同期环比变动均值高0.74pct。其中，PMI服务业为52.4%，较上月回升1.4个百分点，连续3个月处于荣枯线之上，好于季节性表现，较近五年（不包括2020年）同期环比变动均值高1.04pct；服务业PMI新订单47.2%，较上月回升0.5pct，指向未来服务业景气度韧性仍强。PMI建筑业56.2%，较上期回升2.7个百分点，弱于季节性表现，较近五年（不包括2020年）同期环比变动均值低1.14pct，但仍处于景气区间；PMI建筑业新订单48.2%，较上月回升0.9pct，指向未来建筑业景气度仍高。建筑业景气度回升应与近期稳增长政策落地有关，如优化房地产调控政策、持续推进房地产融资协调机制等有关，同时近期央行行长潘功胜表示房地产市场已出现一些积极信号。

图表 9：非制造业保持高景气度 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表 10：非制造业 PMI 分项走弱 (%)


资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望

经济稳健复苏，供需两端同步修复，内生动能逐步增强，但需求相对生产仍弱，需求持续修复仍是内生动能持续稳健修复的关键，政策呵护扩内需必要性仍高。在稳增长政策持续发力预期下，叠加外贸超预期走高，经济供需两端稳健修复，新的供求平衡点逐步形成，或存在下移可能，这与大国经济拉动力从投资向消费转变的经验性走势相吻合。与 2023 年生产稳增长特点不同，当前需求拉动生产的特点逐步显现，但产成品呈现量升价落、原材料呈现量价双升特点，指向企业家谨慎扩产，需求约束仍在，需求持续修复仍是当前企业稳健持续扩产的关键。非制造业景气度保持韧性，环比有所回升，指向未来韧性仍强，其中，受益于房地产调控政策优化、房地产融资协调机制持续推进等，建筑业景气度持续回升。结合 1-2 月经济数据来看，外需拉动效应优于内需，成为当前需求改善主要动因。短期外需韧性仍在，但中长期承压，如何恢复和扩大内需仍是经济内生动能持续修复的关键，保持政策的连续性、稳健性仍十分必要。

向后看，随着复工复产逐步企稳、专项债进入常态化发行节奏，4 月 PMI 环比可能小幅回落。结合 1-2 月经济数据与近期高频数据来看，预计一季度 GDP 同比增速可能在 4.8% 左右，高于市场预期 4.5%，小幅低于全年经济增长预期目标 5%，后续仍需政策呵护经济稳增长。二季度：稳增长政策有望加力提效，内外需同频共振，提升内生增长动力。一是专项债或将集中发行，支持基建投资增速；二是房地产调控有望进一步优化。一季度是房地产调控政策优化的重要观察

窗口，若政策效果不及预期，二季度房地产调控有望进一步优化，国务院常务会议亦再提“进一步优化房地产政策”；三是促消费政策逐步落地；四是货币政策存在降准可能，或配合专项债和超长期国债发行。目前超长期国债发行节奏尚不明确，鉴于二季度专项债提前批额度集中发行使用，超长期国债或于三季度发行，四季度形成实物工作量，平稳全年投资节奏，这个可能存在数据依赖。**三季度：大规模设备更新改造项目落地可能显效，支撑制造业投资增速。**

风险提示

中美贸易摩擦超预期加剧；房地产市场修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048