

2024年3月31日

强反弹的表象与本质——3月PMI点评

SDIC

 点评报告

证券研究报告

尹睿哲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

相关报告

制造业 PMI 时隔半年跃升至扩张区间。本月 PMI 环比大幅反弹 1.7 个点，自去年 9 月以后首次站上荣枯线。分项指标中，除了出厂价格仍然回落以外，其余均呈现不同幅度改善。其中产需双双修复是拉动本月 PMI 的重要支撑，新订单、生产指标分别改善 4.0、2.4 个点，均跃升至荣枯线上，分别向上拉动 PMI 指数 1.2、0.6 个点。库存类指标改善幅度次之，原材料库存及产成品库存指标分别小幅向上 0.7、1.0 个点，仍落在荣枯线以下。价格类指标表现最弱，原材料购进价格小幅上行 0.4 个点，而出厂价格却仍在荣枯线下继续回落。

目 1. 超预期改善背后不止季节性因素

本月 PMI 环比表现超预期的强。3 月春旺，季节性是一部分因素。不考虑 2020 年的特殊情况，近 10 年来 3 月制造业 PMI 大多呈改善趋势，但平均改善幅度不大，约在 0.5 个点左右，仅在 2016、2018、2019、2021 这几年出现大幅改善 1.2-1.3 个点，而本月大幅改善 1.7 个点，一跃成为近 10 年来改善幅度最大的年份。其中新订单指标、生产指标分别改善 4.0、2.4 个点，均明显超过近 10 年来的改善均值 0.8、1.0 个点。这意味着季节性因素仅能作部分解释。

另一个可能的原因是春节假期对经济运行节奏的冲击集中在 2 月体现。PMI 是环比指标，在上月的点评报告《不一样的季节性》中我们提到，今年春节正月初一至十五全部落在 2 月内，导致 2 月基数明显偏低，也因此前后相邻两个月经济受到假期的冲击就相对较少，这可能是本月 PMI 环比超季节性改善的一个原因。

目 2. 高频与 PMI 读数存在背离？

高频数据与 PMI 表现的背离。基于本月的高频跟踪来看，实难预期到 PMI 会有如此强劲的反弹。1) 发电量与往年无异：六大发电集团日耗几乎持平于去年同期，强于 2022 年以前；2) 全国高炉开工率、石油沥青装置开工率甚至弱于去年同期；3) 地产销售未见起色，30 城商品房销售仍然大幅弱于往年。也即高频数据反映的 3 月基本面虽然不差，但也未见大幅好转的迹象，这与 PMI 数据之间似乎存在一些背离。

有趣的是，观察 PMI 数据分项，新订单指数确实恢复到历史同期较高分位，但生产指标单论读数而言，在近 10 年中其实仅高于 2022 年、2015 年，其中 2022 年是由于局部地区疫情干扰所致。也就是说从生产方面来看，PMI 生产指标蕴含的真实图景其实与高频反映的趋势大体一致：生产确有明显改善，但力度其实并不像环比看起来那么强劲。推升本月 PMI 的最重要因素仍然在于需求侧的回升，新订单指标改善带来的边际效应或许会在未来 1-2 个月的高频数据中去体现，这可能是当前高频数据与 PMI 之间存在背离的一种解释。

目 3. 外需改善是最大支撑

出口表现亮眼。新订单指标的大幅回升是拉动本月 PMI 向上的最重要因素，进一步拆分可知，以“新订单-新出口订单”衡量的内需仍然疲软，而新出口订单的反映的外需改善，贡献了基本面的最大动能。相对应的，在不同企业类型中，对出口依赖度更高的小型企业经营景气度也在本月出现较大中型企业更为明显的改善幅度。分行业来看，个别出口依赖度较高的行业景气度明显回暖，如计算机通信电子设备行业产需指数均位于 55.0 以上较高景气区间；化学纤维及橡胶塑料制品、汽车等行业进出口指数均高于临界点，外贸业务较上月明显增加。这一点与高频数据特征类似：轮胎开工率、以及江浙涤纶长丝开工率均回升至近几年高点。

虽然环比来看 PMI 指数表现强劲，但同比来看，由于去年 3 月的高基数，PMI 趋势值仍然进一步回落，本月 PMI 同比继续下行至-6.6%。3 月 PMI 反映出经济整体呈现以地产、基建驱动的内需仍然疲软，而部分受外需影响较大的制造业显著改善的情景。考虑到在海外加息周期步入尾声的背景下，外需改善较大概率具备持续性，由此对基本面构成的支撑或能带动 PMI 趋势项在二季度企稳转向。

目 风险提示：统计口径误差

目 录

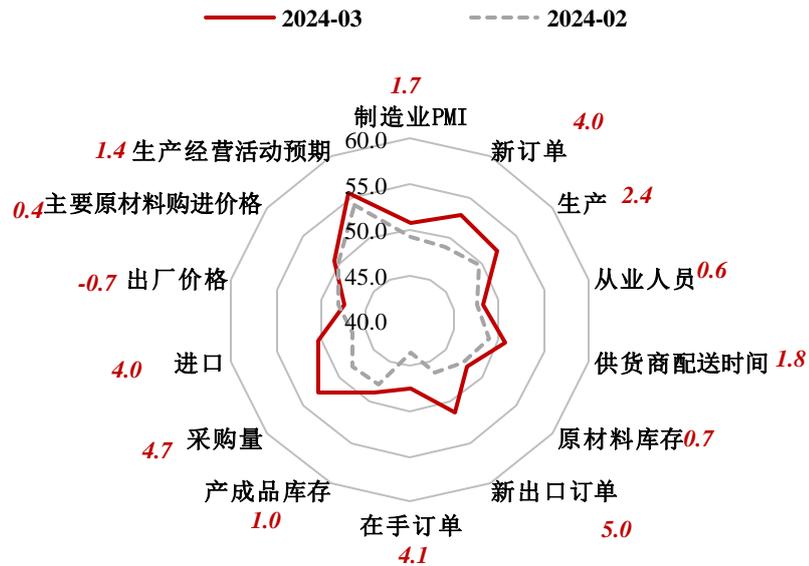
1. 超预期改善背后不止季节性因素.....	4
2. 高频与 PMI 读数存在背离?	5
3. 外需改善是最大支撑.....	6

目 录

图 1. 3 月制造业 PMI 超预期回升 1.7 个点至 50.8.....	4
图 2. 3 月 PMI 反弹超季节性.....	5
图 3. 发电量并未强于历史同期.....	5
图 4. 高频数据反映的建筑业生产偏弱.....	5
图 5. 楼市销售未见起色.....	6
图 6. 生产读数在近 10 年中偏低.....	6
图 7. 外需改善，内需仍然疲软.....	7
图 8. PMI 同比继续回落.....	7

制造业 PMI 时隔半年跃升至扩张区间。本月 PMI 环比大幅反弹 1.7 个点，自去年 9 月以后首次站上荣枯线。分项指标中，除了出厂价格仍然回落以外，其余均呈现不同幅度改善。其中产需双双修复是拉动本月 PMI 的重要支撑，新订单、生产指标分别改善 4.0、2.4 个点，均跃升至荣枯线上，分别向上拉动 PMI 指数 1.2、0.6 个点。库存类指标改善幅度次之，原材料库存及产成品库存指标分别小幅向上 0.7、1.0 个点，仍落在荣枯线以下。价格类指标表现最弱，原材料购进价格小幅上行 0.4 个点，而出厂价格却仍在荣枯线下继续回落。

图1.3 月制造业 PMI 超预期回升 1.7 个点至 50.8



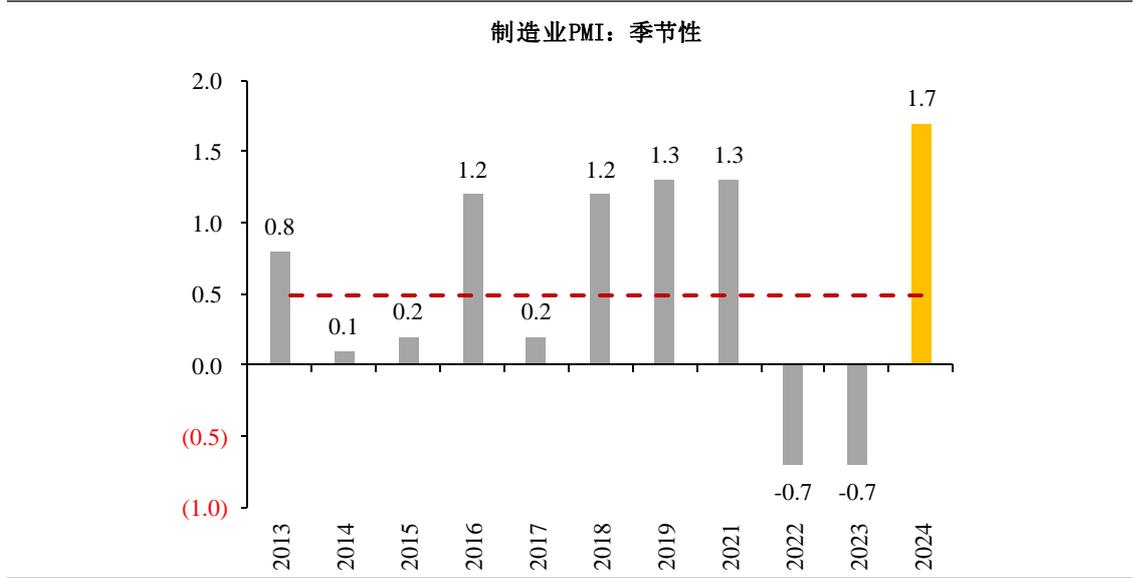
资料来源：Wind、国投证券研究中心

强劲的数据反弹下，本月 PMI 表现究竟如何，我们从以下几个角度来进行分析：

1. 超预期改善背后不止季节性因素

本月 PMI 环比表现超预期的强。3 月春旺，季节性是一部分因素。不考虑 2020 年的特殊情况，近 10 年来 3 月制造业 PMI 大多呈改善趋势，但平均改善幅度不大，约在 0.5 个点左右，仅在 2016、2018、2019、2021 这几年出现大幅改善 1.2-1.3 个点，而本月大幅改善 1.7 个点，一跃成为近 10 年来改善幅度最大的年份。其中新订单指标、生产指标分别改善 4.0、2.4 个点，均明显超过近 10 年来的改善均值 0.8、1.0 个点。这意味着季节性因素仅能作部分解释。

图2.3 月 PMI 反弹超季节性



另一个可能的原因是春节假期对经济运行节奏的冲击集中在2月体现。PMI是环比指标，在上月的点评报告《不一样的季节性》中我们提到，今年春节正月初一至十五全部落在2月内，导致2月基数明显偏低，也因此前后相邻两个月经济受到假期的冲击就相对较少，这可能是本月PMI环比超季节性改善的一个原因。

2. 高频与PMI 读数存在背离？

高频数据与PMI表现的背离。基于本月的高频跟踪来看，实难预期到PMI会有如此强劲的反弹。1) 发电量与往年无异：六大发电集团日耗几乎持平于去年同期，强于2022年以前；2) 全国高炉开工率、石油沥青装置开工率甚至弱于往年同期；3) 地产销售未见起色，30城商品房销售仍然大幅弱于往年。也即高频数据反映的3月基本面虽然不差，但也未见大幅好转的迹象，这与PMI数据之间似乎存在一些背离。

图3. 发电量并未强于历史同期

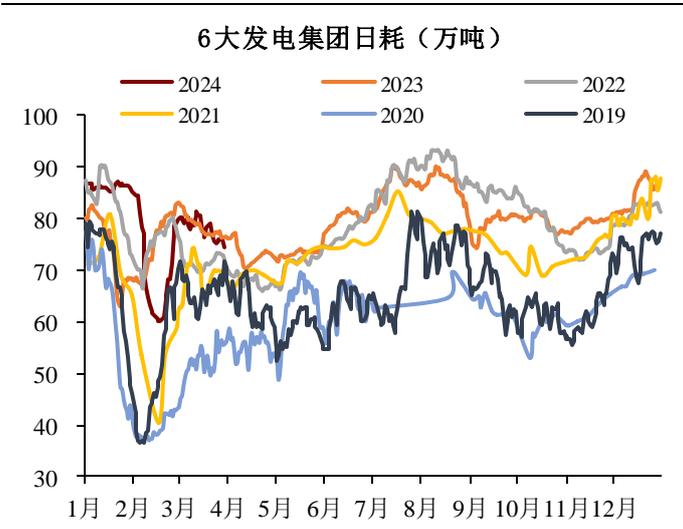


图4. 高频数据反映的建筑业生产偏弱

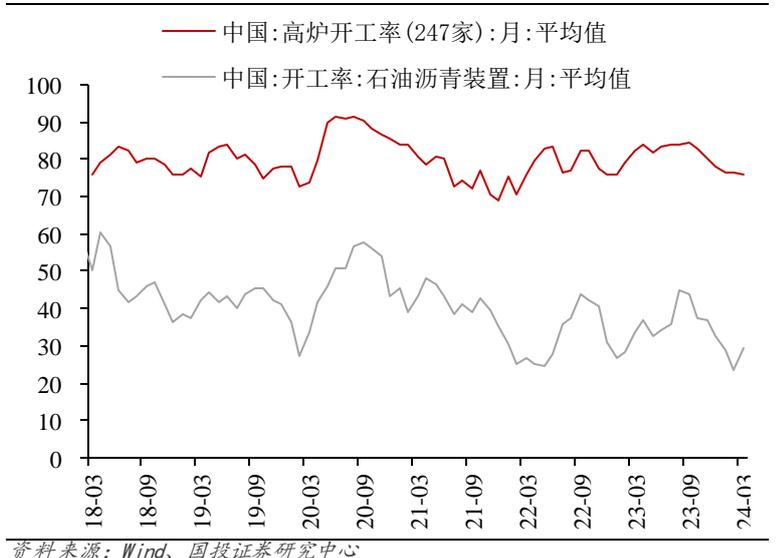
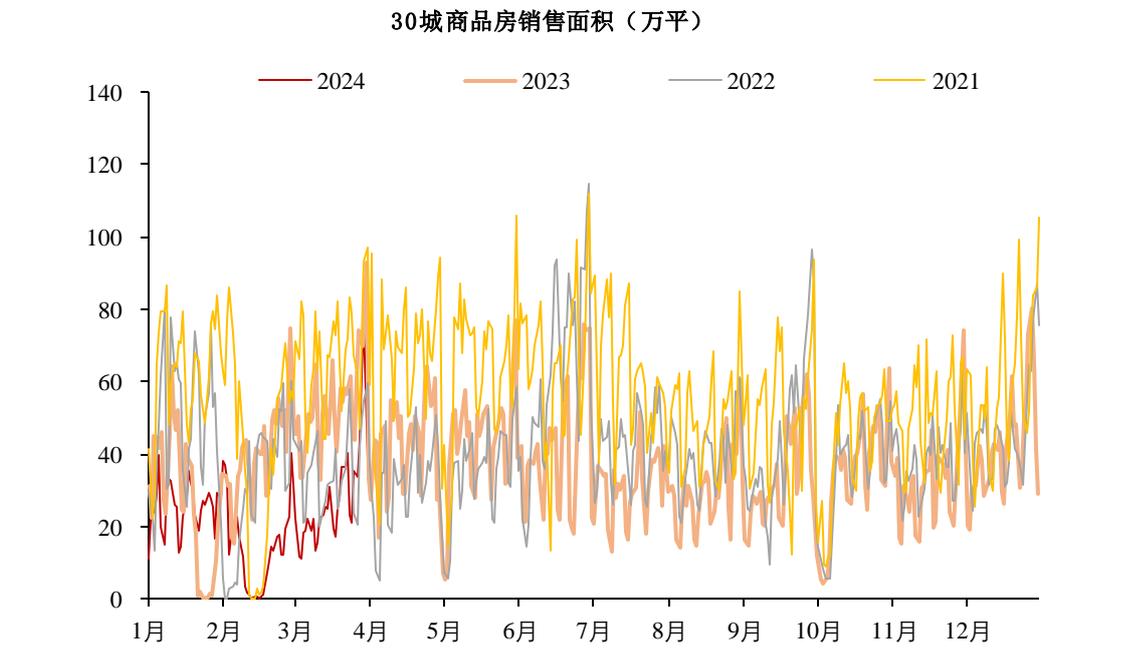
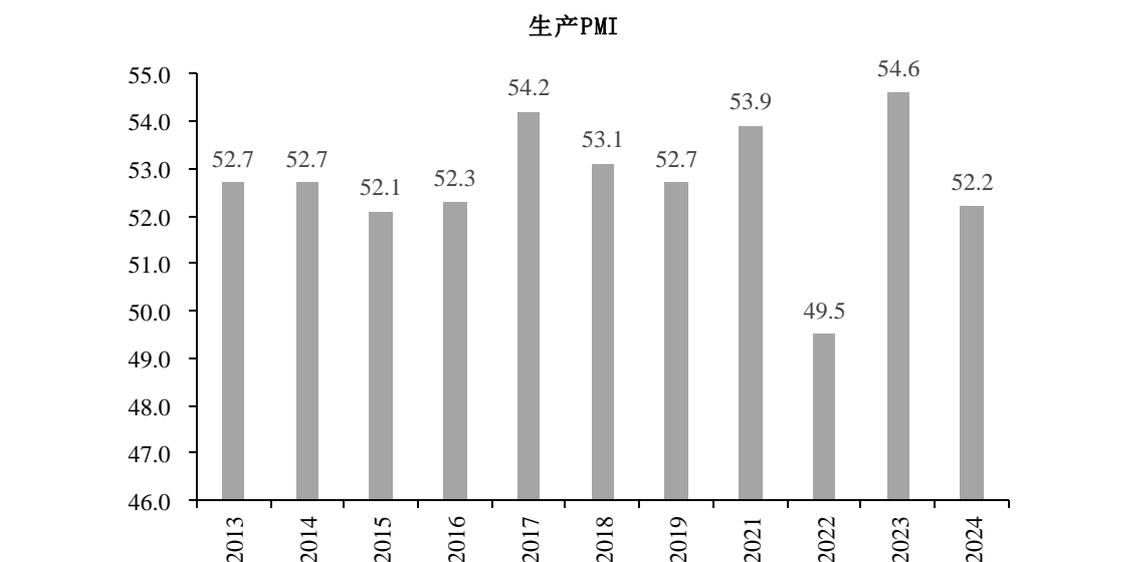


图5. 楼市销售未见起色



有趣的是，观察 PMI 数据分项，新订单指数确实恢复到历史同期较高分位，但生产指标单论读数而言，在近 10 年中其实仅高于 2022 年、2015 年，其中 2022 年是由于局部地区疫情干扰所致。也就是说从生产方面来看，PMI 生产指标蕴含的真实图景其实与高频反映的趋势大体一致：生产确有明显改善，但力度其实并不像环比看起来那么强劲。推升本月 PMI 的最重要因素仍然在于需求侧的回升，新订单指标改善带来的边际效应或许会在未来 1-2 个月的高频数据中去体现，这可能是当前高频数据与 PMI 之间存在背离的一种解释。

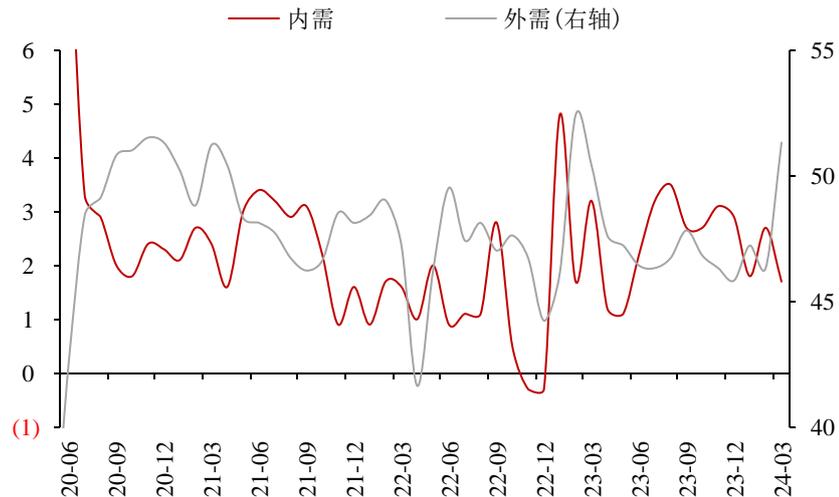
图6. 生产读数在近 10 年中偏低



3. 外需改善是最大支撑

出口表现亮眼。新订单指标的大幅回升是拉动本月 PMI 向上的最重要因素,进一步拆分可知,以“新订单-新出口订单”衡量的内需仍然疲软,而新出口订单的反映的外需改善,贡献了基本面的最大动能。相对应的,在不同企业类型中,对出口依赖度更高的小型企业经营景气度也在本月出现较大中型企业更为明显的改善幅度。分行业来看,个别出口依赖度较高的行业景气度明显回暖,如计算机通信电子设备行业产需指数均位于 55.0 以上较高景气区间;化学纤维及橡胶塑料制品、汽车等行业进出口指数均高于临界点,外贸业务较上月明显增加。这一点与高频数据特征类似:轮胎开工率、以及江浙涤纶长丝开工率均回升至近几年高点。

图7. 外需改善, 内需仍然疲软

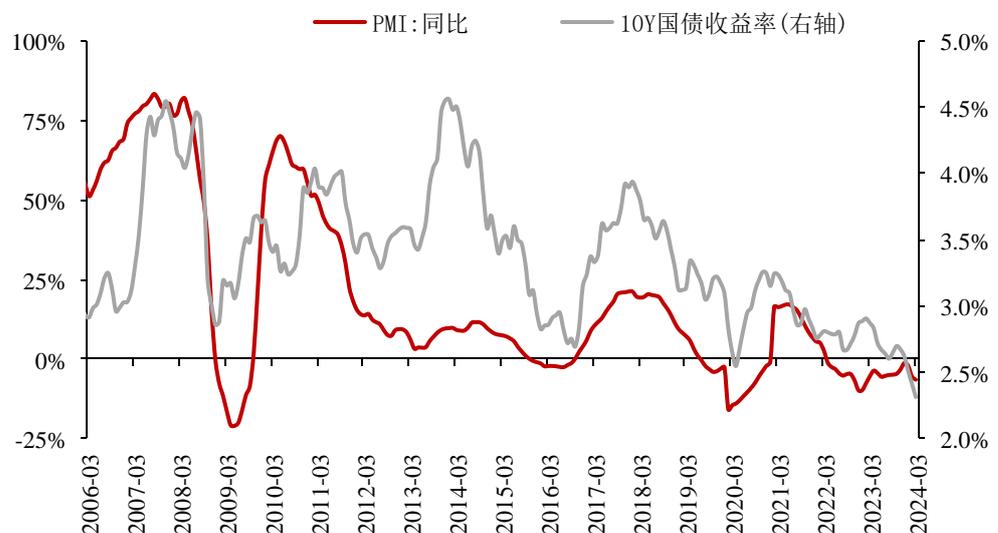


资料来源: Wind、国投证券研究中心

注: 此处内需与外需数值不具备可比性, 仅作参考

虽然环比来看 PMI 指数表现强劲,但同比来看,由于去年 3 月的高基数, PMI 趋势值仍然进一步回落,本月 PMI 同比继续下行至-6.6%。3 月 PMI 反映出经济整体呈现以地产、基建驱动的内需仍然疲软,而部分受外需影响较大的制造业显著改善的情景。考虑到在海外加息周期步入尾声的背景下,外需改善较大概率具备持续性,由此对基本面构成的支撑或能带动 PMI 趋势项在二季度企稳转向。

图8. PMI 同比继续回落



资料来源: Wind、国投证券研究中心

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034