

宏观

经济喜中参忧，债市震荡

——2024年3月PMI点评

2024年04月01日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

核心观点：

- 3月制造业景气度改善幅度好于季节性，非制造业景气度亦回升。3月制造业PMI为50.8%（前值49.1%），延续了1-2月的改善。3月制造业PMI高于1-2月均值1.65%。2011年以来，这个改善幅度仅次于2012年、2020年同期。3月非制造业商务活动指数53.0%（前值51.4%），高于1-2月均值1.95%，这个幅度略高于2011年以来的均值，其中低于2011年、2020年、2021年、2023年同期的改善幅度。因此，3月制造业景气度的边际改善要好于非制造业。
- 制造业供需均改善，需求改善幅度大于供给。3月制造业新订单指数为53.0%（前值49.0%），新出口订单指数为51.3%（前值46.3%），生产指数为52.2%（前值49.8%）。新订单-生产、在手订单-生产两个指标均回升，显示3月需求边际改善好于供给，但趋势上，生产相对于需求仍然偏快。
- 经济动能指数单月回升，但还未形成趋势。3月产成品库存指数为48.9%（前值47.9%），总体处于高位。由于需求回升幅度更高，3月经济动能指数（新订单-产成品库存）有所恢复，但趋势上仍处于低位水平。
- 值得关注的是，出厂价继续回落，价差再度收缩。3月出厂价格指数47.4%（前值48.1%），生产和产成品库存总体偏高使得经济短期改善尚未反应到价格中。主要原材料购进价格指数为50.5%（前值50.1%），主要驱动因素是受国际供需关系影响的原油、铜等的涨价。3月出厂与购进价差为-3.1%（前值-2.0%），对中下游企业利润恢复不利。
- 企业信心回升，增加采购。3月制造业生产经营活动预期指数为55.6%（前值54.2%），连续3个月回升。同时单月采购量也由上月的48.0%回升到52.7%。不过趋势上看，采购量相对于生产和原材料库存依然偏低。
- 服务业回升向好。服务业商务活动指数为52.4%（前值51.0%）。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，如邮政、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。春节效应过后，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。
- 建筑业景气度大幅提升。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，建筑业商务活动指数为56.2%（前值53.5%）。其中，土木工程建筑业商务活动指数为59.8%，位于较高景气区间。
- 市场启示：3月经济喜中参忧，债市偏震荡。3月PMI显示，经济中好的一面是，需求的修复、供需均衡的改善、信心的回升和采购的提升；但经



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



济内生动能尚待修复，如生产和产成品库存趋势上仍处于高位、出厂价格的收缩、价差的收缩等。结构上看，出口和基建是主要驱动力，生活性服务业景气度和地产依然偏弱，显示居民信心仍不足。往后看，两会确定了比较积极的广义赤字水平，财政、基建、消费等政策加快推进，通胀企稳概率较大，经济阶段性改善延续。对于债券市场，中长期经济基本面依然不逆风。中短期债市扰动因素较多，一是特别国债二季度带来供给压力；二是货币政策短期偏谨慎；三是经济阶段性改善；四是地产政策的优化调整。有利的是二季度存款利率可能继续下调，配置盘依然在等待时机，总体判断是震荡市。

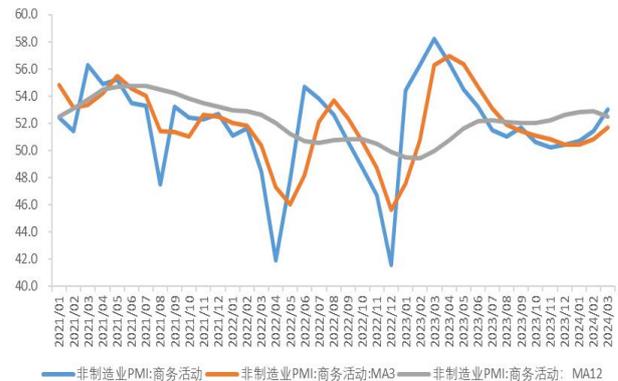
➤ **风险提示：**稳增长政策超预期；地缘政治风险。

图 1：制造业 PMI (%)



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



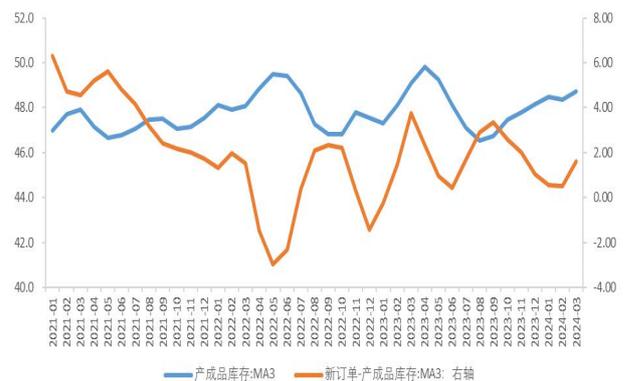
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 3：生产-新订单、生产-在手订单 (%)



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 4：产成品库存指数和经济动能指数 (%)



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所



图 5：PMI：出厂价-购进价（%）



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 6：PMI：采购量-生产、采购量-原材料库存（%）



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

### 分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

