

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师

执业编号: S1500523030001

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

PMI 扩张印证全球制造业周期探底回升

2024年4月1日

摘要:

- **3月PMI超季节性改善,重回扩张区间。**3月制造业PMI较2月回升1.7个百分点至50.8%,为2023年9月以来首次回到荣枯线以上。一般而言,春节的后一个月在复工复产的影响下PMI会出现季节性回升,回顾历年春节时间相近的年份,2021年、2019年、2018年3月PMI分别回升1.3、1.3、1.2个百分点。3月PMI超季节性反弹,显示我国制造业改善幅度较为明显。
- **从分项来看,出口新订单是本月制造业PMI回升的主要拉动项。**3月PMI新出口订单指数录得51.3%,环比上升5.0个百分点,从荣枯线之下升至荣枯线之上,是PMI所有分项当中改善幅度最大的一项。出口链行业景气度走强,根据统计局的数据,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新出口订单指数高于临界点,相关行业外贸业务较上月增加,产需释放较快。
- **PMI扩张印证全球制造业周期探底回升。**在前期报告《出口增速明显抬升的两大推力》中,我们提出“全球制造业触底回升仍有望成为今年的趋势”。全球制造业表现出很强的同步性,2023年9月至12月,全球制造业PMI、美国制造业PMI基本上都呈现见底,并在波动中缓慢回升的态势。摩根大通全球制造业PMI已在今年前两月进入扩张区间,我们认为,全球制造业在2024年可能会迎来修复,并有望提振我国出口。3月我国PMI在出口新订单的带动下重回扩张区间,印证了全球制造业的积极变化。
- **生产性服务业需求上升,建筑业上行偏缓。**企业生产经营活动和业务往来活动加速恢复,生产性相关服务业随之上升。从行业看,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,业务总量增长较快。随着天气转暖,建筑业进入传统的施工旺季,建筑业商务活动指数为56.2%,较上月上升2.7个百分点。但与历史同期相比,今年3月建筑业PMI的上行幅度处于历史同期的下沿。我们认为,建筑业上行偏缓主要与房地产低迷以及部分重点化债省市基建投资受限有关。
- **风险因素:**信贷政策收紧;海外衰退幅度超预期。

目录

一、PMI 扩张印证全球制造业周期探底回升	3
二、供大于求的问题边际缓解	5
三、生产性服务业需求上升，建筑业上行偏缓	7
风险因素	8

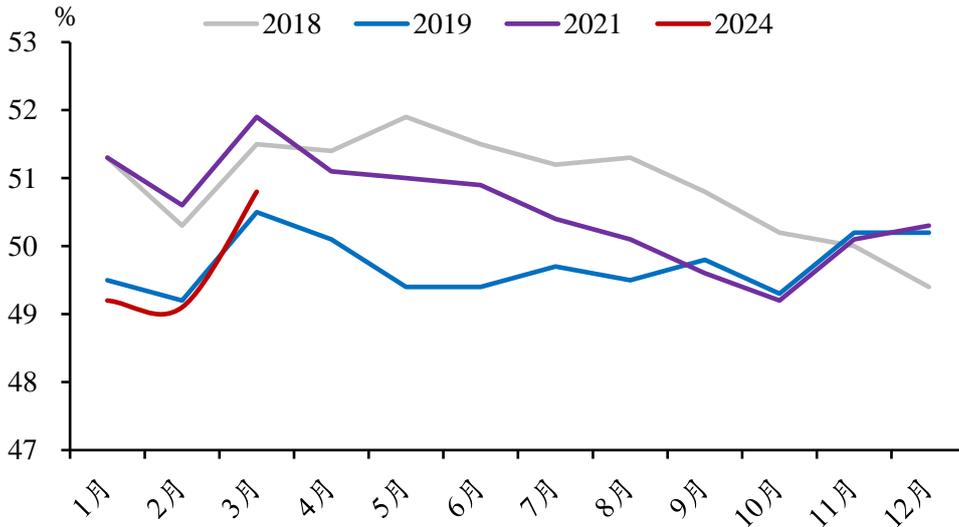
图目录

图 1: 3 月 PMI 超季节性回升	3
图 2: 全球制造业同步性较强	4
图 3: 高炉开工率	4
图 4: 石油沥青开工率	5
图 5: 3 月生产指数的回升符合季节性规律	6
图 6: 3 月原油、铜价上涨	6
图 7: 一线城市地铁客运量	7
图 8: 建筑业 PMI	8

一、PMI 扩张印证全球制造业周期探底回升

3月 PMI 超季节性改善，重回扩张区间。3月制造业 PMI 较2月回升1.7个百分点至50.8%，为2023年9月以来首次回到荣枯线以上。一般而言，春节的后一个月在复工复产的影响下 PMI 会出现季节性回升，回顾历年春节时间相近的年份，2021年、2019年、2018年3月 PMI 分别回升1.3、1.3、1.2个百分点。3月 PMI 超季节性反弹，显示我国制造业改善幅度较为明显。

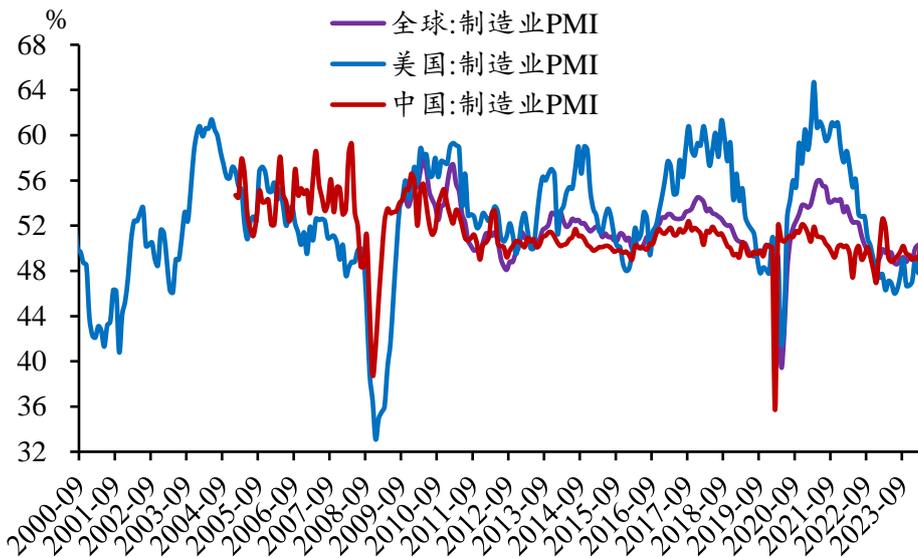
图 1：3月 PMI 超季节性回升



资料来源：万得，信达证券研发中心

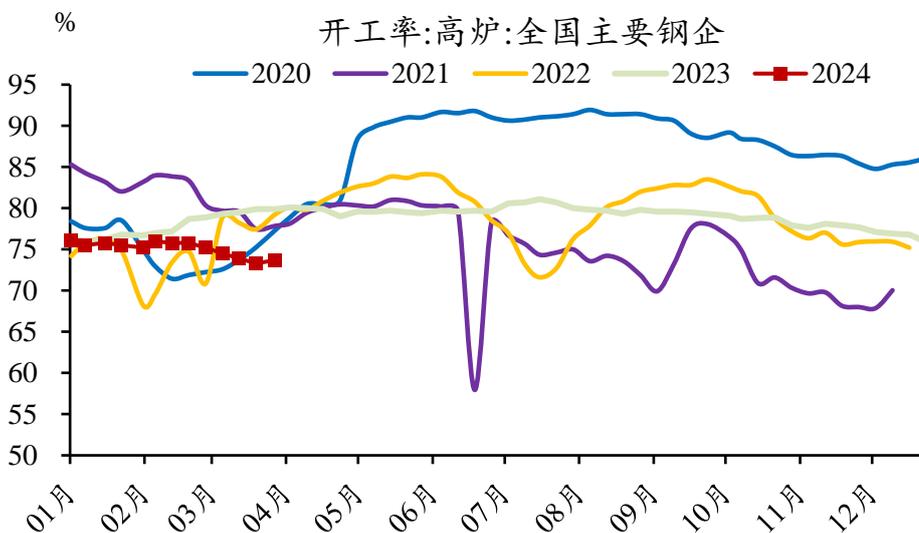
从分项来看，出口新订单是本月制造业 PMI 回升的主要拉动项。3月 PMI 新出口订单指数录得51.3%，环比上升5.0个百分点，从荣枯线之下升至荣枯线之上，是 PMI 所有分项当中改善幅度最大的一项。出口链行业景气度走强，根据统计局的数据，化学纤维及橡胶塑料制品、汽车、计算机通信电子设备等行业新出口订单指数高于临界点，相关行业外贸业务较上月增加，产需释放较快。

PMI 扩张印证全球制造业周期探底回升。在前期报告《出口增速明显抬升的两大推力》中，我们提出“全球制造业触底回升仍有望成为今年的趋势”。全球制造业表现出很强的同步性，2023年9月至12月，全球制造业 PMI、美国制造业 PMI 基本上都呈现见底，并在波动中缓慢回升的态势。摩根大通全球制造业 PMI 已在今年前两月进入扩张区间，我们认为，全球制造业在2024年可能会迎来修复，并有望提振我国出口。3月我国 PMI 在出口新订单的带动下重回扩张区间，印证了全球制造业的积极变化。

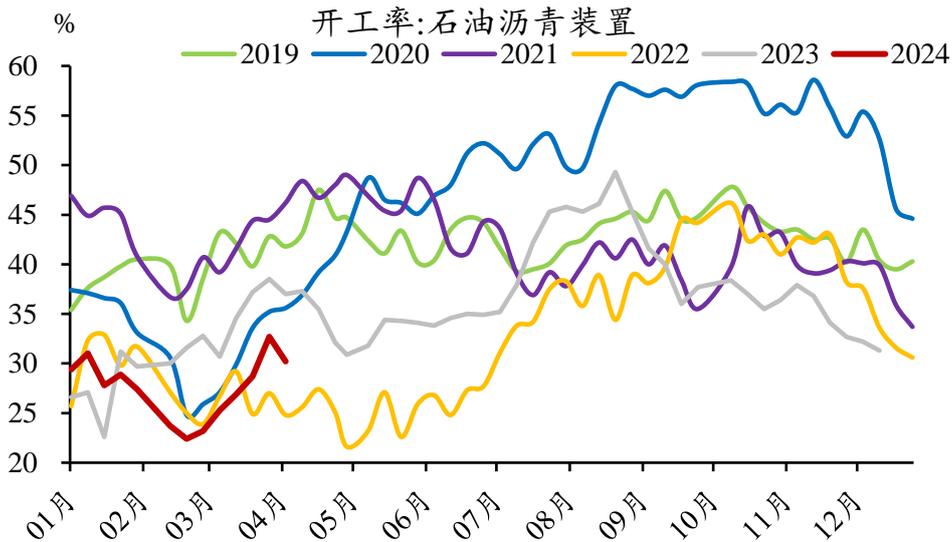
图 2：全球制造业同步性较强


资料来源：万得，信达证券研发中心

相对而言，中上游行业景气度仍待改善。3月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产需两个指数低于临界点，景气水平偏低。我们认为，中上游行业可能仍受到基建实物工作量落地偏慢与地产持续低迷的影响。从高频数据来看，3月高炉开工率处于历史较低水平，传统基建相关的沥青开工率仍弱于2023年同期。

图 3：高炉开工率


资料来源：iFind，信达证券研发中心

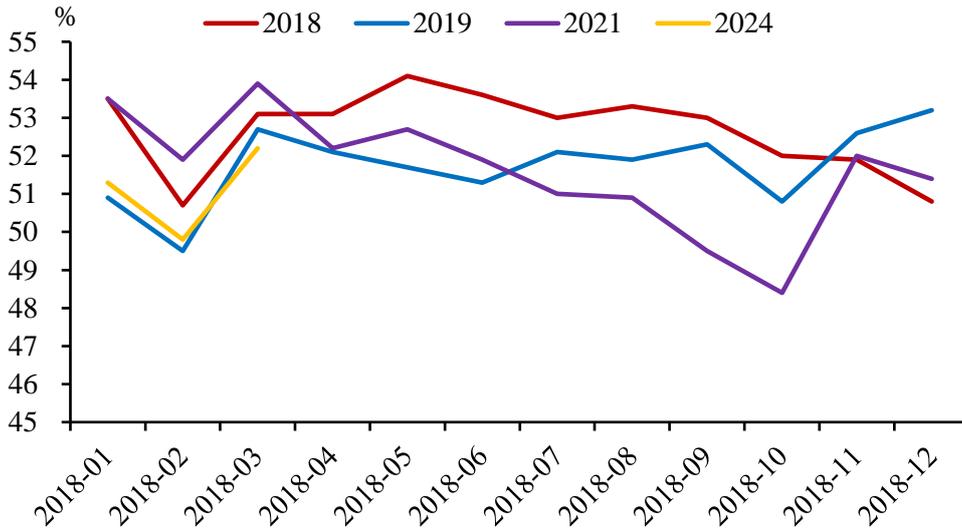
图 4：石油沥青开工率


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

出口改善，叠加政策推进，驱动企业生产经营预期好转。3月生产经营活动预期指数为55.6%，比上月上升1.4个百分点，升至较高景气区间，表明企业对近期市场发展信心增强。后续伴随前期财政扩张、房企融资支持，再加之新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新等政策措施逐步落地生效，我国制造业回升向好的动能有望进一步增强。

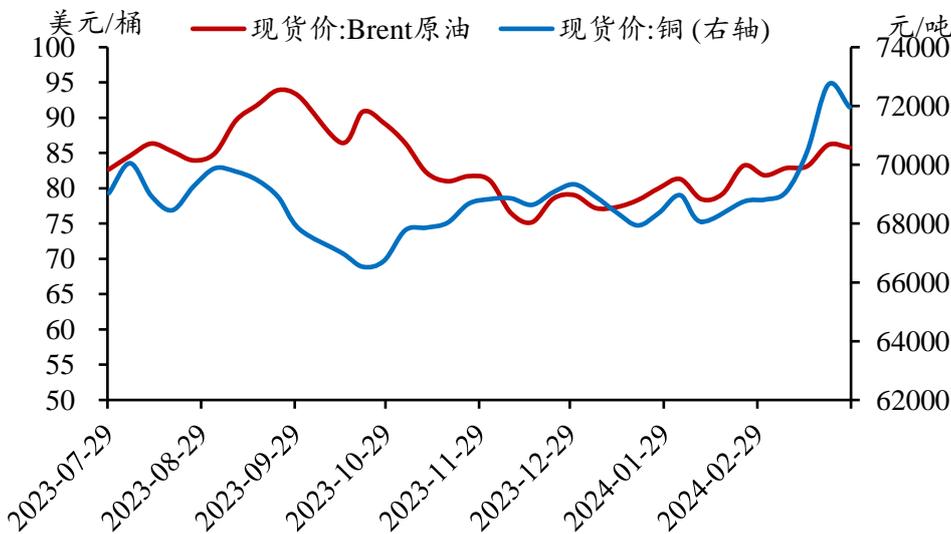
二、供大于求的问题边际缓解

生产、新订单的差距收窄。生产指数为52.2%，比上月上升2.4个百分点。春节假期影响消退，天气逐步回暖，各地企业和工地全面开工复工，企业生产活动扩张。2021年、2019年、2018年3月PMI分别回升2.4、3.2、2.0个百分点，说明生产指数的回升符合季节性规律。“生产-新订单”3月为-0.8%，2月为0.8%，新订单改善幅度大于生产，显示制造业供大于求的问题边际缓解。

图 5：3 月生产指数的回升符合季节性规律


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

出厂价格下滑，结构性产能过剩依然存在。统计局的调查显示，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。出厂价格指数为 47.4%，较上月下滑 0.7 个百分点；产成品库存指数为 48.9%，较上月上升 1.0 个百分点，价格和库存两项指标均反映结构性产能过剩可能依然存在。另一方面，在铜、原油等大宗商品价格上涨的影响下，原材料购进价格指数环比上升 0.4 个百分点，

图 6：3 月原油、铜价上涨


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

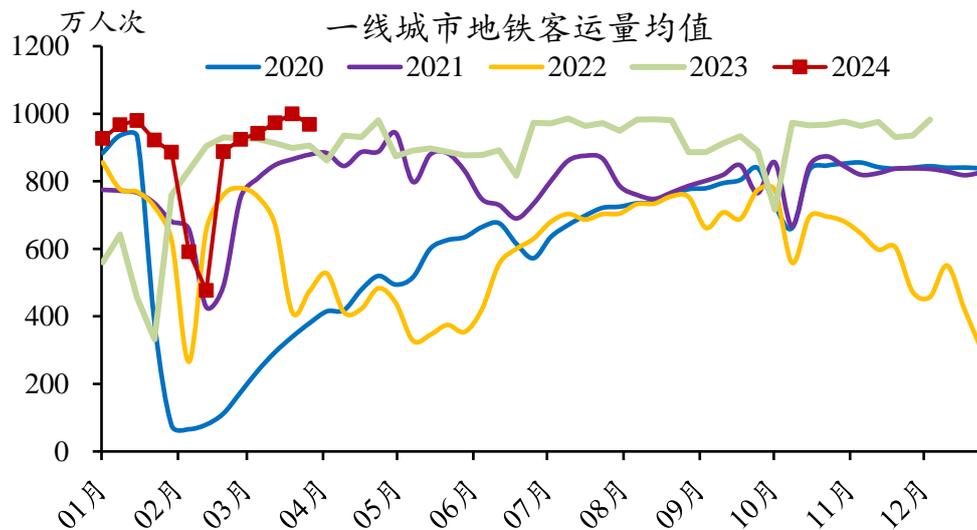
出口链之外，消费品行业也表现亮眼。从大类行业来看，3 月装备制造业 PMI 为 51.6%，较上月上升 2.1 个百分点；高技术制造业 PMI 为 53.9%，较上月上升 3.1 个百分点；消费品制造业 PMI 为 51.8%，较上月上升 1.8 个百分点；基础原材料行业 PMI 为 49.1%，较上月上升 1.2 个百分点。前两个大类行业均一定程度上受到出口的提振，消费品制造业 PMI 本期改善幅度较为明显。

三、生产性服务业需求上升，建筑业上行偏缓

企业生产经营活动和业务往来活动加速恢复，生产性相关服务业随之上升。服务业商务活动指数为 52.4%，比上月上升 1.4 个百分点，连续三个月回升。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，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，业务总量增长较快。

另外，居民出行热度较高，对服务需求形成拉动。3 月一线城市地铁客运量创出历史同期新高，拥堵指数处于历史高位。居民出行热度较高，对相关服务行业需求形成拉动。

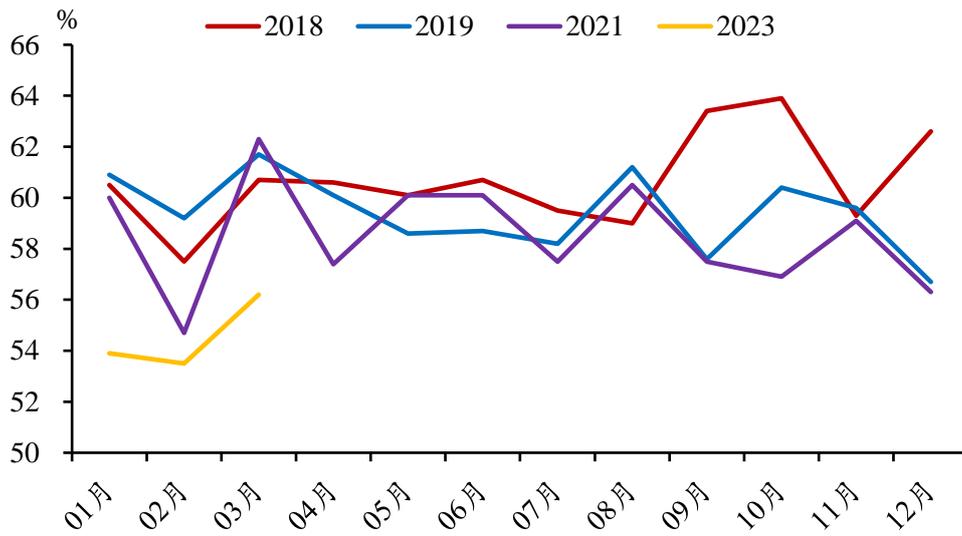
图 7：一线城市地铁客运量



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

3 月建筑业进入旺季，但上行速度偏缓。随着天气转暖，建筑业进入传统的施工旺季，建筑业商务活动指数为 56.2%，较上月上升 2.7 个百分点。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，土木工程建筑业继续保持较快施工进度。从市场预期看，业务活动预期指数为 59.2%，比上月上升 3.5 个百分点，表明建筑业企业对近期行业发展信心增强。但与历史同期相比，今年 3 月建筑业 PMI 的上行幅度处于历史同期的下沿。我们认为，建筑业上行偏缓主要与房地产低迷以及部分重点化债省市基建投资受限有关。

图 8: 建筑业 PMI



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

风险因素

信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。