

3月PMI进一步验证经济走向复苏

——对3月PMI和高频数据的思考及未来经济展望

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

核心观点：

3月PMI综合指数较上月回升1.7个百分点。尽管季节性因素是3月PMI指数环比回升的部分原因，但季节性调整后的数据也显示，3月PMI仍在加速上行，这可能进一步验证了我们的看法，经济新周期的正循环或正在启动。从结构上来看，需求相关的分项指数表现突出。结合3月PMI与高频数据表现，我们认为，3月工业生产乃至总体经济大概率也有望环比迎来回升。

➤ 3月PMI进一步回升

3月PMI指数为50.8%（前值49.1%），好于市场一致预期。尽管季节性因素的提振是PMI指数的环比大幅回升的部分原因，但季节性调整后的数据也显示3月PMI仍在加速回升。从结构上来看，需求相关的分项指数表现突出。季节性调整后，需求相关的分项指数普遍出现回升，其中内外需都出现明显改善，供给相关的分项指数总体保持平稳，企业出现了一些原材料补库的迹象，但工业品价格指数或仍承压。

➤ 实体相关高频数据有所分化

上游工业行业景气度边际回落，发电耗煤水平稍有下滑，钢铁生产也略有放缓；中游工业行业分化明显，其中轮胎生产明显回升，纺织、PTA生产则有所回落；基建相关高频指标稍有回升（以2019年为基期的复合平均增速较1-2月上升0.6个百分点），可能与复工逐步推进有关；市内人口流动保持活跃。此外，受益于红海危机影响减弱，航运价格有所回落。

➤ 3月经济修复的两条主线

尽管季节性因素的提振是PMI指数的环比大幅回升的部分原因，但季节性调整后3月PMI仍在加速回升。历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度0.73）。这意味着3月工业生产乃至总体经济大概率也有望迎来回升。结合高频数据来看，3月经济修复或将延续1-2月的主线：第一，消费或有望持续修复；第二，制造业投资和基建投资仍支撑了总需求，并使得总体工业生产有较强的韧性。

➤ 经济新周期的正循环可能正在启动

我们维持2024年1季度GDP环比增速将重新回到1.1%-1.2%上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏的预测。一方面，在地产高频数据仍偏弱的情况下，近期多数经济指标都出现了明显的改善，包括1-2月的社零、工业增加值、出口交货值等（季调环比1.1%、1.1%、2.4%），这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期。另一方面，近期稳增长政策持续推出，为经济企稳保驾护航。

风险提示：经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

相关报告

- 1、《资本开支有望开启中国经济新周期：——新周期存在有哪些证据？（一）》2024.03.31
- 2、《潮水退去后或会看到裸泳者：——美联储缩表与美国金融体系脆弱性（一）》2024.03.24

正文目录

1.	3月PMI进一步回升	3
1.1	3月PMI超预期上行	3
1.2	需求相关的分项指数表现突出	5
2.	实体相关高频指标有所分化	9
2.1	上游发电与钢铁生产略有放缓	9
2.2	基建相关指标有所回升	10
2.3	中下游行业分化明显	10
2.4	人口流动保持活跃	12
2.5	地产市场仍待提振	12
2.6	航运价格有所回落	13
3.	未来经济展望	14
3.1	3月经济修复的两条主线	14
3.2	经济新周期的正循环可能正在启动	15
4.	风险提示	15

图表目录

图表 1:	实体经济重要指标 (基准预测)	3
图表 2:	中国 PMI 综合指数	3
图表 3:	中国 PMI 综合指数 (季调)	4
图表 4:	可比年份各月 PMI 指数	5
图表 5:	PMI 综合指数变动	5
图表 6:	近半数分项指数有超季节性表现	5
图表 7:	PMI 新订单和生产子指数 (季调)	6
图表 8:	PMI 新出口订单和进口子指数 (季调)	6
图表 9:	新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比	6
图表 10:	进口指数较上月变动 vs 进口环比	6
图表 11:	PMI 产成品和原材料库存 (季调)	7
图表 12:	国际大宗原材料价格指数	7
图表 13:	PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)	8
图表 14:	重点发电集团日耗煤 (周平均)	9
图表 15:	重点企业粗钢日均产量	10
图表 16:	石油沥青装置开工率	10
图表 17:	PTA 开工率	11
图表 18:	江浙地区涤纶长丝开工率	11
图表 19:	汽车轮胎开工率 (全钢胎)	12
图表 20:	汽车轮胎开工率 (半钢胎)	12
图表 21:	19 城地铁客运量	12
图表 22:	100 大中城市成交土地溢价率	13
图表 23:	30 大中城市商品房成交面积 (当周值)	13
图表 24:	中国出口集装箱运价指数	13
图表 25:	国际干散货运价指数	13
图表 26:	PMI 较上月变动 vs 工业增加值环比	14
图表 27:	PMI 与荣枯线距离 vs 工业增加值环比	14

图表1：实体经济重要指标（基准预测）

指标 (%)	3月	4月	5月	6月	7月	8月
GDP	4.5	/	/	5.4	/	/
固定资产投资	2.4	5.3	5.0	0.3	6.2	5.7
地产投资	-17.8	-9.7	-7.7	-6.6	-3.4	-2.3
制造业投资	9.4	9.9	8.4	0.9	7.9	6.7
基建投资	7.3	9.0	8.1	3.1	9.3	8.7
社零	9.6	8.5	8.8	7.5	7.1	5.5
出口	-3.3	-0.9	7.4	7.2	8.7	8.0

资料来源：Wind，国联证券研究所

1. 3月PMI进一步回升

3月PMI指数为50.8%（前值49.1%），好于市场一致预期。尽管季节性因素的提振是PMI指数的环比大幅回升的部分原因，但季节性调整后的数据也显示3月PMI仍在加速回升。

从结构上来看，需求相关的分项指数表现突出。从主要分项指数来看，在季节性调整后，需求相关的分项指数普遍出现回升，其中内外需都出现明显的改善，供给相关的分项指数总体保持平稳，企业出现了一些原材料补库的迹象，但价格指数或仍承压。

1.1 3月PMI超预期上行

3月PMI综合指数为50.8%，较上月（49.1%）大幅回升1.7个百分点，好于Wind一致预期（49.9%）。

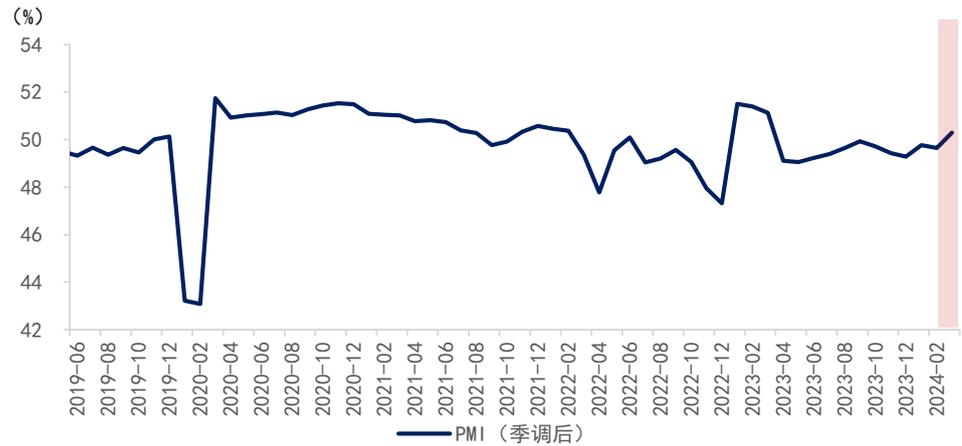
图表2：中国PMI综合指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

尽管季节性因素的提振是 PMI 指数环比回升的部分原因，但季节性调整后的数据也显示 3 月 PMI 仍在加速回升。季节性调整后，3 月 PMI 指数为 50.3%（1-2 月平均：49.7%），环比回升 0.6 个百分点，回升幅度对比 1-2 月（较 12 月环比回升 0.4 个百分点）有所扩大。

图表3：中国 PMI 综合指数（季调）



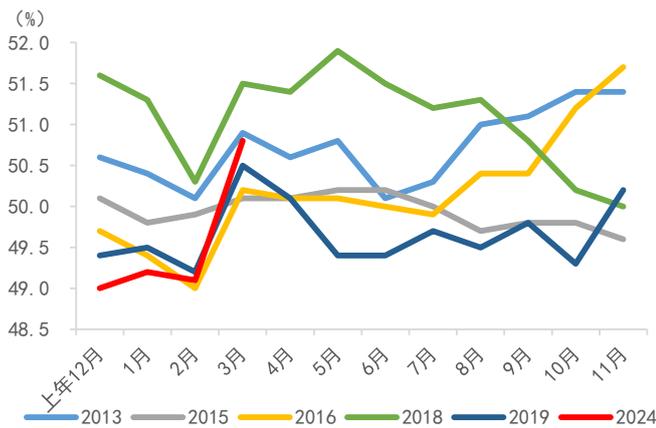
资料来源：Wind，国联证券研究所

与历史可比年份¹的比较也表明，3 月 PMI 指数的回升明显好于季节性。在历史可比年份，3 月 PMI 指数平均较 2 月上升 0.9 个百分点，而今年 3 月 PMI 环比回升 1.7 个百分点，回升幅度明显好于季节规律。

去年四季度以来，PMI 较上月的变动一直弱于季节性的情况（图表 5），直至今年 1 月份 PMI 指数超季节性反弹（好于季节规律 0.4 个百分点），我们提示，需密切关注经济的二次探底是否已经结束。2、3 月 PMI 指数持续好于季节性，我们认为，这可能进一步显示，经济或正重新走向复苏。

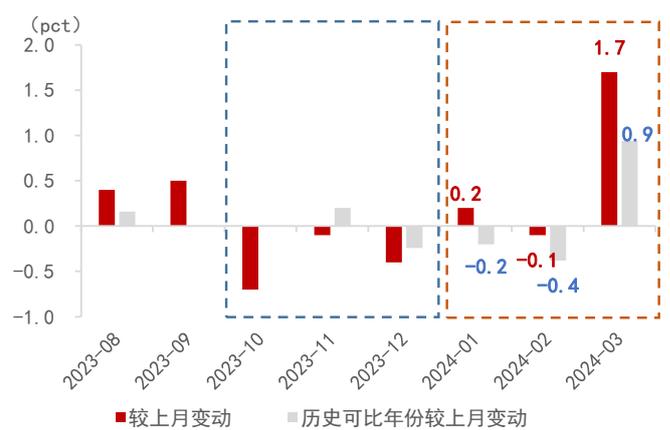
¹ 2013-2019 年间春节和今年一样在 2 月的年份：2013、2015、2016、2018、2019

图表4：可比年份各月 PMI 指数



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：历史可比年份指 2013-2019 年间春节和今年一样在 2 月的年份，即 2013、2015、2016、2018、2019

图表5：PMI 综合指数变动



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：历史可比年份指 2013-2019 年间春节和今年一样在 2 月的年份，即 2013、2015、2016、2018、2019

1.2 需求相关的分项指数表现突出

从主要分项指数来看，在季节性调整后，需求相关的分项指数普遍出现回升，其中内外需都出现明显的改善，供给相关的分项指数总体保持平稳，存货情况有一定的改善，但价格指数或仍承压。

图表6：近半数分项指数有超季节性表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2.1 需求大幅回升，供给保持平稳

需求指数表现较强。季节性调整后，3月新订单子指数为 51.9%，较上月（49.8%）大幅回升。其中，内外需都出现明显的改善，新出口订单指数为 50.3%，较上月上升 2.6 个百分点；而与内需更相关的进口子指数为 49.0%，较上月增长 1.5 个百分点。

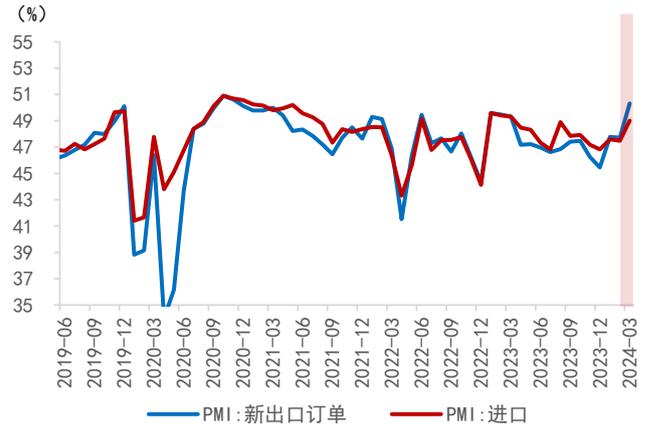
供给指数保持平稳。季节性调整后，3月生产子指数为51.9%，与上月（51.9%）持平，也罕见地与新订单子指数持平（51.9%）。从历史情况上看，可能由于一些统计方面的因素，PMI生产指数在过去很多年一直高于订单指数，两者在3月持平可能说明需求的确表现较为强劲。

图表7：PMI新订单和生产子指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

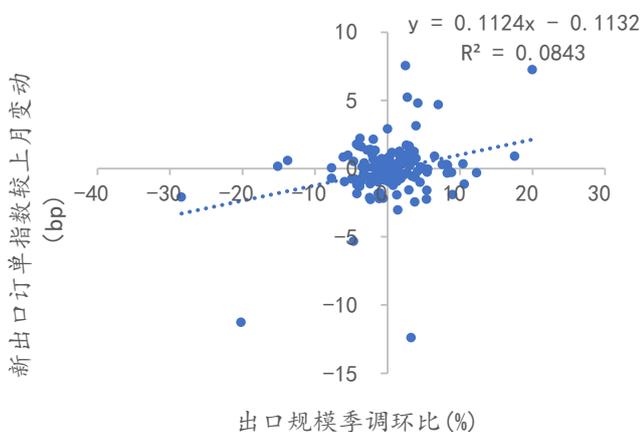
图表8：PMI新出口订单和进口子指数（季调）



资料来源：Wind，国联证券研究所

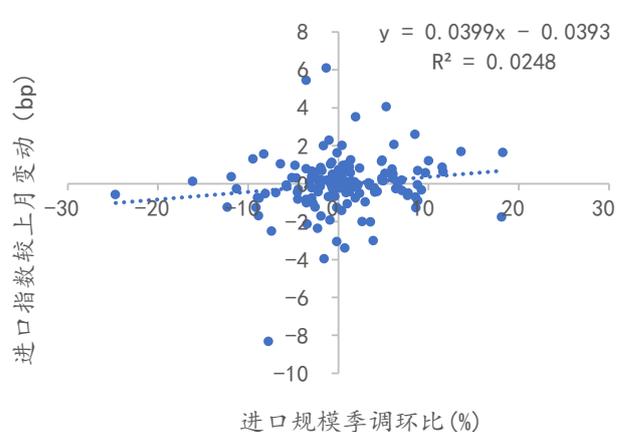
当然，需要注意的是，出口规模与出口子指数、进口规模与进口子指数在历史上相关性有限，需谨慎参考。其中的一个原因是，PMI指数给予大小企业的权重相同，但是大小企业的外贸情况可能存在分化，这就导致进出口规模的变化与PMI指数的变动时常并不一致。

图表9：新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为2011.1-2023.12

图表10：进口指数较上月变动 vs 进口环比



资料来源：Wind，国联证券研究所；注：时间范围为2011.1-2023.12

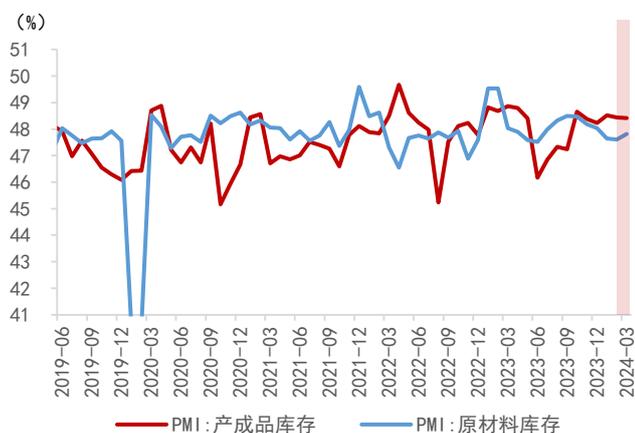
1.2.2 存货情况有所改善

从库存相关的指标来看，制造业企业出现一些被动去库存的迹象，可能与需求改善、国际大宗原材料价格回暖等因素有关。

从季节性调整后的数据来看，3月原材料库存子指数为47.8%，较上月回升0.2个百分点，说明厂商可能加快了原材料补库存速度。这可能与近期订单情况大幅改善、国际大宗原材料价格进一步回暖，提升了厂商购入原材料的积极性有关。

季节性调整后，3月产成品库存子指数为48.4%，与上月基本相当。这也与3月需求较强，生产平稳的情况相一致。

图表11: PMI 产成品和原材料库存 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 国际大宗原材料价格指数

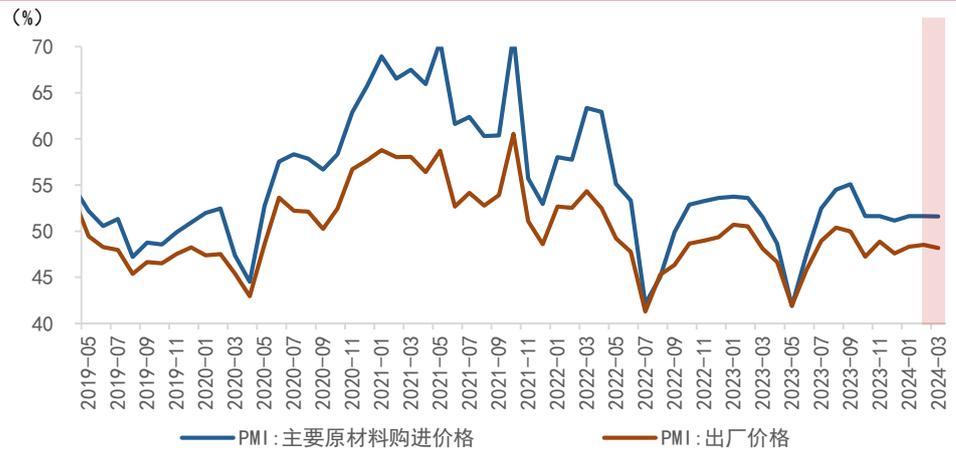


资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.2.3 价格指数或仍承压

剔除季节性因素之后，3月原材料购进价格子指数为51.6%，与上月基本持平，可能受到国际原材料价格进一步企稳回升的支撑；3月产成品价格子指数为48.2%（前值48.5%），环比回落0.3个百分点。总体来看，我们认为，3月工业品价格可能仍有一定压力。

图表13: PMI 产成品和原材料价格子指数 (季调)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 实体相关高频指标有所分化

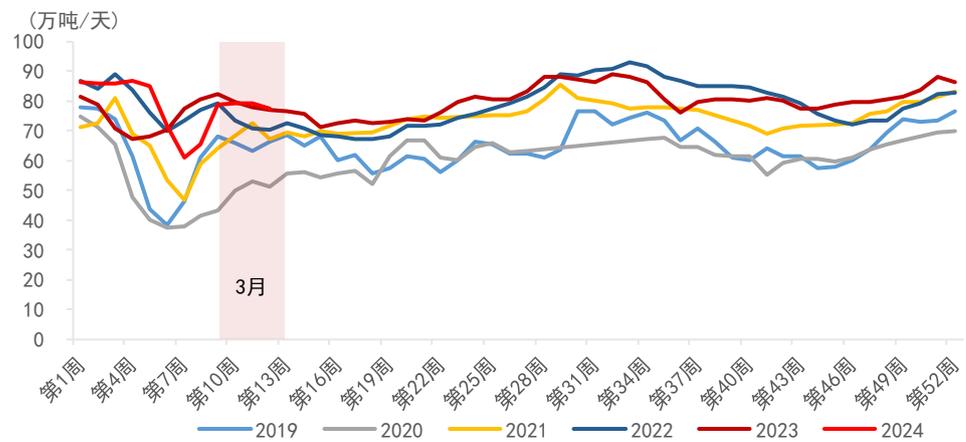
3月实体相关高频指标有所分化：上游工业行业景气度边际回落，发电耗煤水平稍有下滑，钢铁生产也略有放缓；中游工业行业分化明显，其中轮胎生产明显回升，纺织、PTA生产则有所回落；基建相关高频指标稍有回升，可能与复工逐步推进有关；市内人口流动保持活跃。此外，受益于红海危机影响减弱，航运价格有所回落。

2.1 上游发电与钢铁生产略有放缓

上游工业行业整体边际回落。从日耗煤的情况看，3月发电量稍有下滑；钢铁生产也略有放缓。

发电耗煤水平稍有回落。3月主要发电企业日耗煤量较2019年同期复合平均增长3.6%，对比1-2月较2019年同期复合平均增速（5.5%），发电耗煤水平稍有下滑，工业用电或有所放缓。

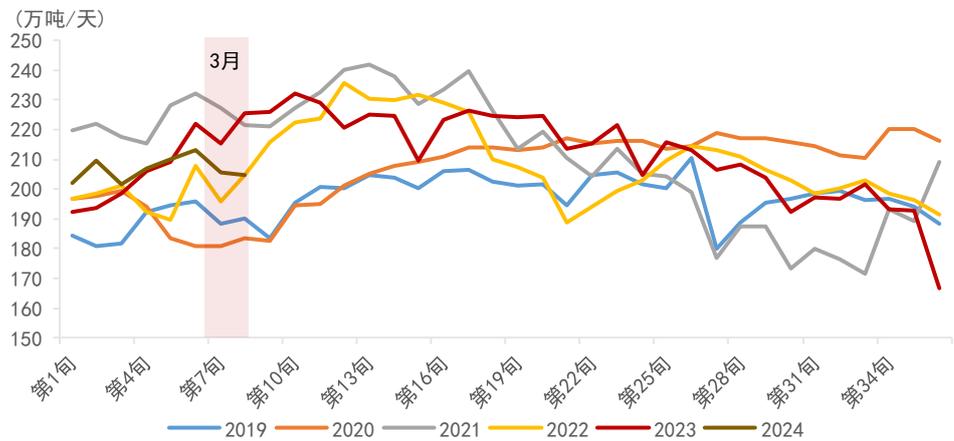
图表14：重点发电集团日耗煤（周平均）



资料来源：Wind，国联证券研究所

钢铁生产略有放缓。相较2019年同期水平，3月中上旬粗钢产量的复合平均增速为1.6%，较1-2月的复合平均增速（1.9%）边际下降。

图表15: 重点企业粗钢日均产量

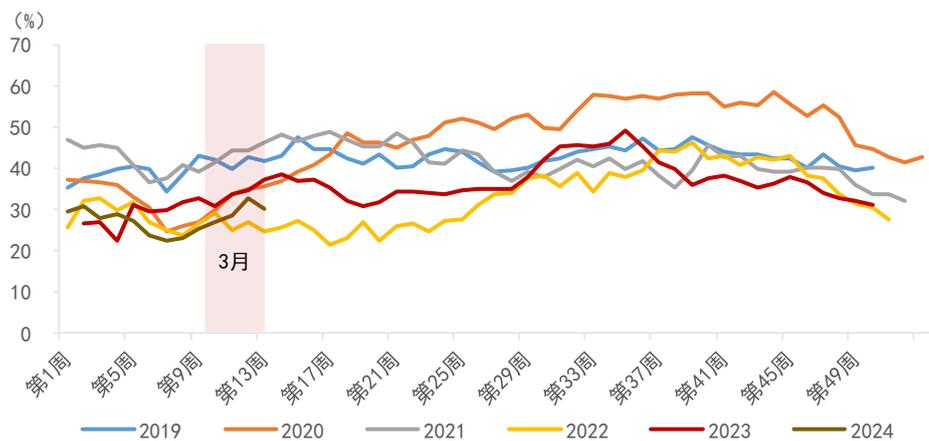


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 基建相关指标有所回升

基建相关高频指标稍有反弹。相较 2019 年同期, 3 月石油沥青装置开工率的复合平均增速为-6.6%, 较 1-2 月(-7.2%) 降幅收窄 0.6 个百分点。我们认为这一变化与此前低温雨雪天气对施工的扰动结束、节后基建项目复工有所推进有关。

图表16: 石油沥青装置开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

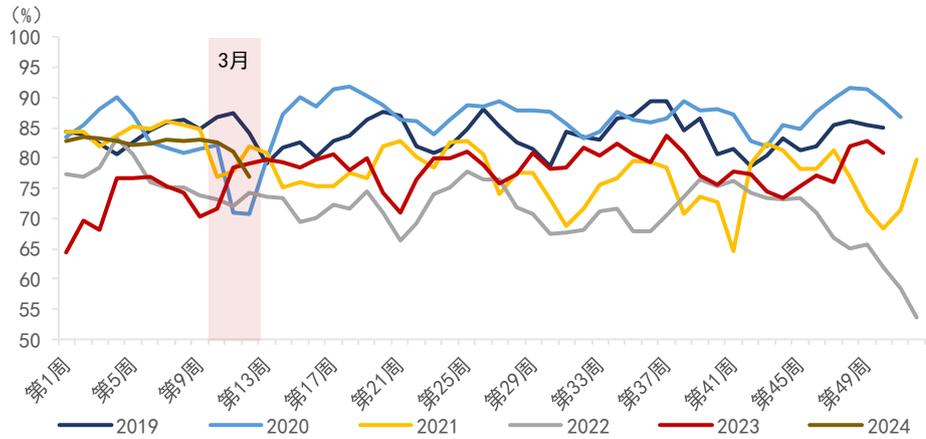
2.3 中下游行业分化明显

中下游工业行业的生产有所分化。其中, 轮胎生产明显改善, 但 PTA 与涤纶长丝生产有所下行。

PTA 生产有所走弱。相较 2019 年同期, 3 月 PTA 开工率的复合同比增速为-1.2%,

与1-2月相比（前值-0.2%）略有下降。

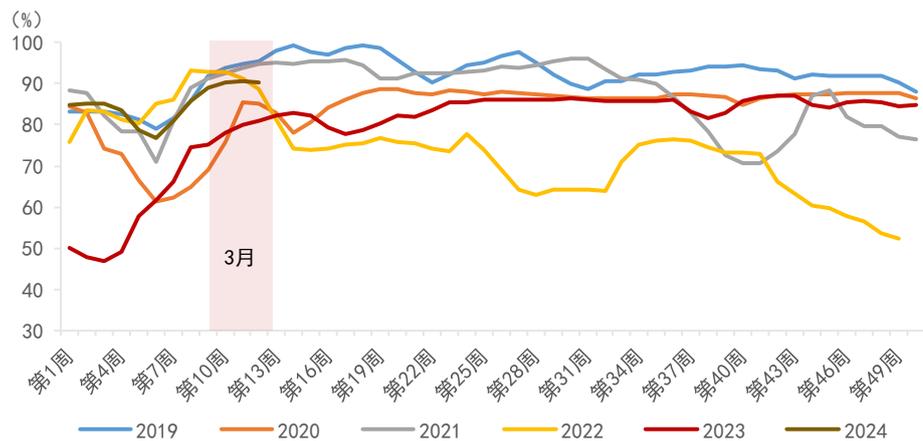
图表17: PTA 开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

纺织行业生产有所下行。3月江浙涤纶长丝开工率较2019年同期的复合平均增速为-0.9%，较1-2月（0.0%）有所回落。

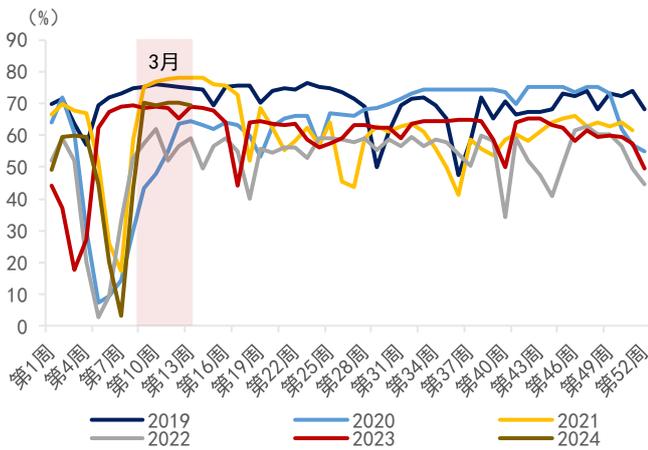
图表18: 江浙地区涤纶长丝开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

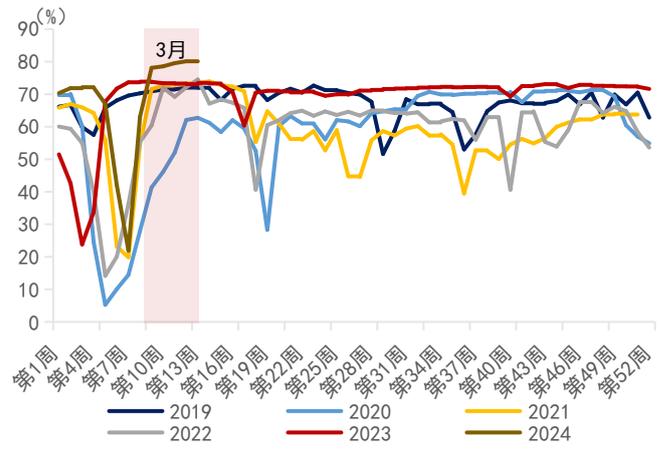
轮胎生产明显好转。相较2019年同期，主要应用于轿车的半钢胎开工率继1-2月的回落后，3月复合平均增速回升至2.1%（前值-1.3%）；而主要应用于货车以及大型客车的全钢胎生产也大幅回升，较2019年同期的复合平均增速为-1.5%，降幅相较1-2月（-8.1%）明显收窄。

图表19: 汽车轮胎开工率(全钢胎)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表20: 汽车轮胎开工率(半钢胎)

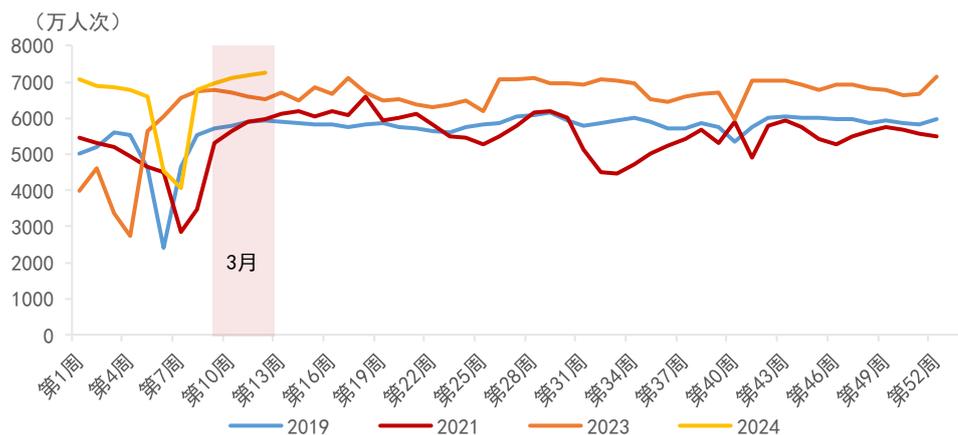


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.4 人口流动保持活跃

3月市内人口流动略有回落,但仍处于历史高位。从19大中城市的地铁客运量来看,3月地铁客流与2019年同期水平相比复合平均增长4.1%,较1-2月与2019年同期水平相比的复合平均增速(5.2%)稍显回落,但从绝对水平上来看,仍处于历史高位。

图表21: 19城地铁客运量



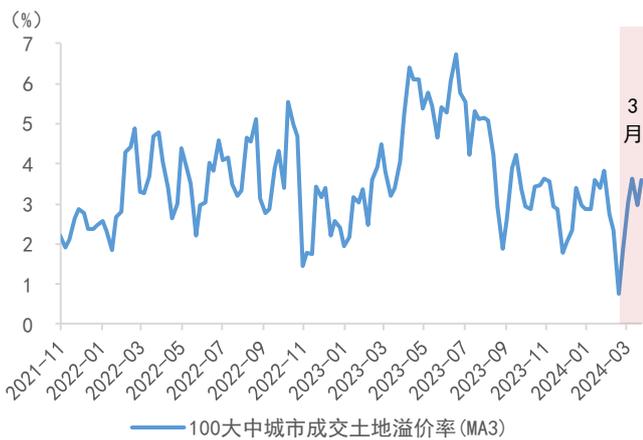
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.5 地产市场仍待提振

土地市场方面,100大中城市成交土地溢价率平均为3.9%(前值1.6%),较上月有所回升。

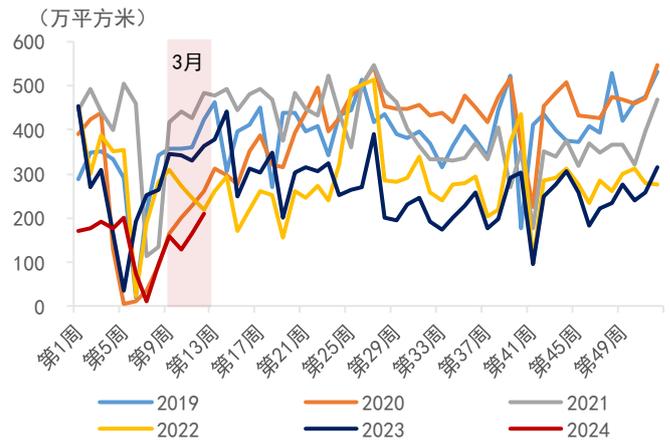
新房销售仍处历史低位。相较 2019 年同期水平，3 月 30 大中城市新房销售面积的复合平均增速为-13.4%(前值-15.1%)，降幅较上月有所收窄。但从绝对水平来看，地产销售整体仍处于历史偏低水平，仍有待政策进一步提振。

图表22: 100 大中城市成交土地溢价率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表23: 30 大中城市商品房成交面积 (当周值)



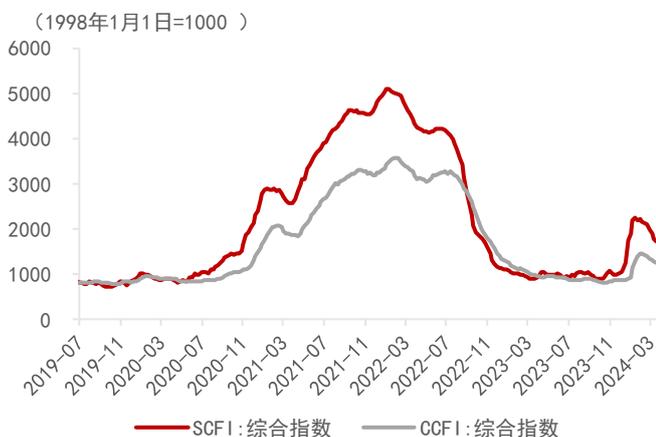
资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.6 航运价格有所回落

3 月集装箱运价与国际干散货运价指数都有所回落，可能主要受益于红海危机影响减弱。

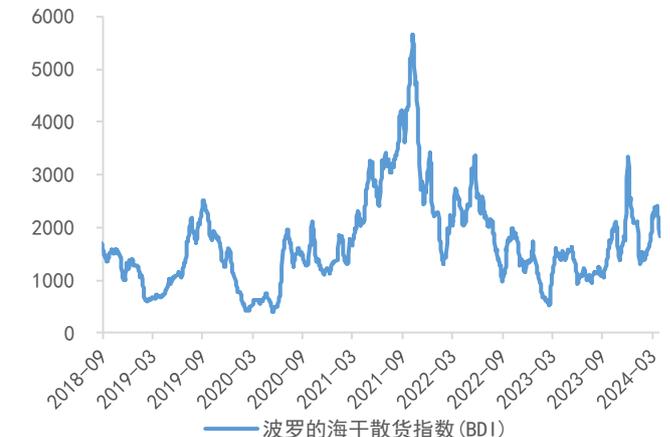
航运价格下降可能主要得益于船公司已针对红海危机完成调整。红海危机发生以来，多家船公司已调整航线策略，集装箱船、干散货船先后完成了航线变更与船期调整，主要航线受红海危机的影响逐步消退。

图表24: 中国出口集装箱运价指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25: 国际干散货运价指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

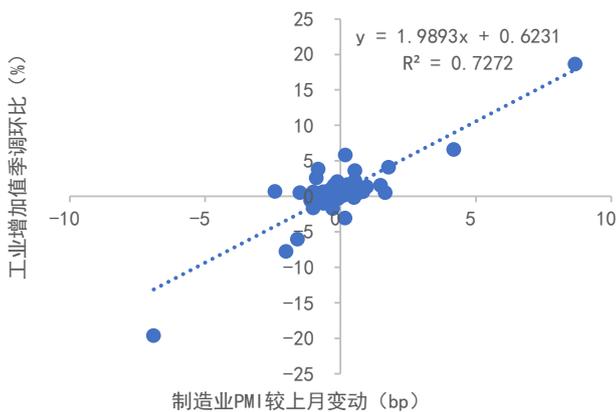
3. 未来经济展望

在地产高频数据仍然偏弱的情况下，3月PMI指数的进一步回升，这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期。展望未来，我们维持2024年1季度GDP环比增速将重新回到1.1%-1.2%上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏的预测。

3.1 3月经济修复的两条主线

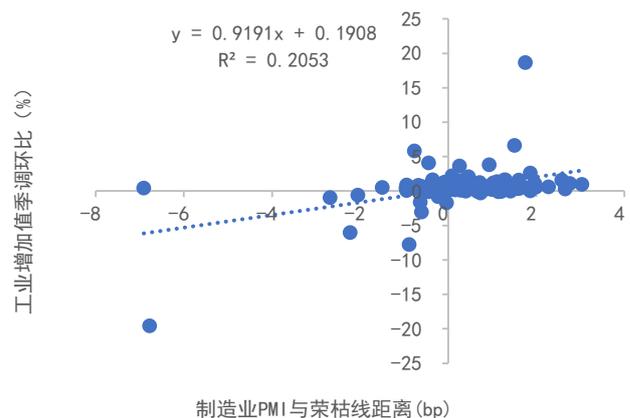
尽管季节性因素的提振是PMI指数的环比大幅回升的部分原因，但季节性调整后的数据也显示3月PMI仍在加速回升。历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度0.73）。这意味着3月工业生产乃至总体经济大概率也有望迎来回升。

图表26: PMI较上月变动 vs 工业增加值环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表27: PMI与荣枯线距离 vs 工业增加值环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从结构上来看，需求相关的分项指数表现突出，其中内外需都出现明显的改善，供给相关的分项指数总体保持平稳，企业出现了一些原材料补库的迹象，但价格指数或仍承压。

结合高频数据来看，3月经济修复或将延续1-2月的主线：第一，市内人口流动保持历史高位，表明消费或有望持续修复；第二，订单子指数大幅回升，叠加一些中下游工业行业与基建相关的高频指标改善，可能意味着，尽管地产对总需求仍有拖累，但是制造业投资和基建投资仍支撑了总需求，并使得总体工业生产有较强的韧性。

3.2 经济新周期的正循环可能正在启动

展望未来，我们维持 2024 年 1 季度 GDP 环比增速将重新回到 1.1%-1.2% 上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏的预测。

一方面，我们认为宏观经济新周期的正循环可能正在启动，中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑。在地产高频数据仍偏弱的情况下，近期多数经济指标都出现了明显的改善，包括 1-2 月的社零、工业增加值、出口交货值等在季调后分别较 12 月环比增长 1.1%、1.1%、2.4%，这也与一季度 PMI 表现持续强于季节性，1-2 月 CPI 涨幅好于历史同期的情况相一致。我们认为，这可能验证了我们的看法，中国经济正在逐步摆脱对地产的依赖，并步入以资本开支为核心的新周期（《中国经济的新周期和新特征——2024 年宏观展望——中国经济如何走向复苏（四）》）。

另一方面，近期稳增长政策持续推出，为经济企稳保驾护航。货币财政政策方面，今年 1 万亿特别国债的推出有望与 2023 年年底中央政府增发的 1 万亿国债一起，支持基建投资稳增长。3 月 21 日央行副行长在国务院新闻发布会上也表示，法定存款准备金率仍有下降的空间，下一阶段，将继续“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”²，货币政策有望继续支持稳增长。地产方面，一些高能级城市的限购政策进一步放松，或有望改善地产销售。比如，3 月 14 日，杭州宣布取消全市范围内二手房的限购条件³；3 月 27 日，北京限购政策也有进一步优化⁴。

4. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

² <https://wap.peopleapp.com/article/7374775/7207995>

³ <https://www.ceweekly.cn/finance/macro/2024/0315/438793.html>

⁴

https://www.beijing.gov.cn/zhengce/zhengcefagui/202108/t20210805_2457601.html?eqid=fe528ecc00167bec0000000364263f58

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼