



2024年3月PMI点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
zhangyunjie@gjzq.com.cn

春节效应褪去，PMI 明显改善

事件：

3月31日，国家统计局公布3月PMI指数，制造业PMI为50.8%、前值49.1%；非制造业PMI为53%、前值51.4%。

春节效应褪去，制造业PMI明显改善

春节效应褪去，制造业PMI明显改善。3月，制造业PMI 50.8%、较上月大幅回升1.7个百分点。主要分项中，新订单指数重回扩张区间、边际上行4个百分点至53%；需求带动下，生产、原材料库存、从业人员指数分别回升2.4、0.7、0.6个百分点至52.2%、48.1%、48.1%，供货商配送时间也有增加、较上月反弹1.8个百分点至50.6%。

外需带动下，制造业采购量指数大幅回升、库存小幅回补。3月，内、外需改善较多，新出口、进口订单指数分别上涨5、4个百分点至51.3%、50.4%，带动采购量指数回升4.7个百分点至52.7%；制造业库存边际回补，产成品库存指数回升1个百分点至48.9%。生产经营活动预期继续向好，较上月提升1.4个百分点至55.6%。

建筑业乐观预期强化，生产性服务业景气较高

建筑业乐观预期强化，带动非制造业PMI整体上行。3月，建筑业PMI 边际上升2.7个百分点至56.2%，带动非制造业PMI整体回升1.6个百分点至53%。建筑业PMI中，主要是业务活动预期指数上涨3.5个百分点至59.2%、新订单指数上行0.9个百分点至48.2%，但从业人员指数降幅较大、较上月回落1.9个百分点至45.7%。

服务业价格、成本均有改善，PMI指数持续回升。3月，服务业PMI回升1.4个百分点至53.4%。其中，投入品价格下降0.7个百分点至49.7%的同时，销售价格上涨0.3个百分点至48.7%，服务业价格、成本均有改善。服务业新订单指数也有回暖，较上月回升0.5个百分点至47.2%。细分行业中，与企业生产相关的货运、邮政等产需释放较快。

出口形势改善背景下，国内“稳增长”也在加快推进

出口形势改善背景下，国内“稳增长”也在加快推进。高频数据显示，3月CCFI指数走势强于季节性、美西和欧洲航线指数持续高于去年同期，外需形势好于预期。“稳增长”带动下，国内以粉磨、沥青开工率为代表的建筑业生产指标有序回升，对应实物工作量正在持续落地；二季度将迎施工旺季，政策效果有望迎来集中体现。

重申观点：“周期”力量结合财政“发力”，均有利于2024年经济表现。国内库存处于历史低位、下探空间相对有限，加之政策支持，后续经济表现大概率较2023年会有所改善。年初一般财政支出已前置发力、支出进度创近十年新高；往后看，财政“余粮”明显增长、配合PSL等“准财政”工具，2024年财政支出力度不必悲观。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 1、春节效应褪去，制造业 PMI 明显改善..... | 3 |
| 2、建筑业乐观预期强化，生产性服务业景气较高..... | 4 |
| 3、出口形势改善背景下，国内“稳增长”也在加快推进..... | 6 |
| 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 图表 1： 3 月，制造业 PMI 大幅回升..... | 3 |
| 图表 2： 3 月，PMI 主要分项景气度均有改善..... | 3 |
| 图表 3： 3 月，外需带动新订单指数走强..... | 3 |
| 图表 4： 3 月，采购量指数明显回升..... | 3 |
| 图表 5： 3 月，制造业库存小幅回补..... | 4 |
| 图表 6： 3 月，原材料库存有所回弹..... | 4 |
| 图表 7： 3 月，小型企业 PMI 回升幅度较大..... | 4 |
| 图表 8： 3 月，中、小型企业 PMI 受外需提振较大..... | 4 |
| 图表 9： 3 月，非制造业 PMI 持续上升..... | 5 |
| 图表 10： 3 月，建筑业、服务业 PMI 双双回升..... | 5 |
| 图表 11： 3 月，建筑业新订单改善、从业人员指数回落..... | 5 |
| 图表 12： 3 月，建筑业投入品价格下降较多..... | 5 |
| 图表 13： 3 月，水泥价格低位运行..... | 5 |
| 图表 14： 3 月，玻璃价格边际回落较多..... | 5 |
| 图表 15： 3 月，服务业新订单回落、从业人员指数回升..... | 6 |
| 图表 16： 3 月，服务业投入品价格增加、销售价格回落..... | 6 |
| 图表 17： 节后整车货运流量指数平稳回升..... | 6 |
| 图表 18： 邮政快递投递量保持较快增长..... | 6 |
| 图表 19： 3 月，CCFI 美西指数明显高于去年..... | 7 |
| 图表 20： 3 月，CCFI 综合指数走势好于季节性..... | 7 |
| 图表 21： 3 月，全国粉磨开工率季节性回升..... | 7 |
| 图表 22： 3 月中下旬，沥青开工率加快回升..... | 7 |
| 图表 23： 1-2 月一般财政支出预算完成进度较快..... | 7 |
| 图表 24： 2 月国内库存“筑底”特征愈发明显..... | 7 |

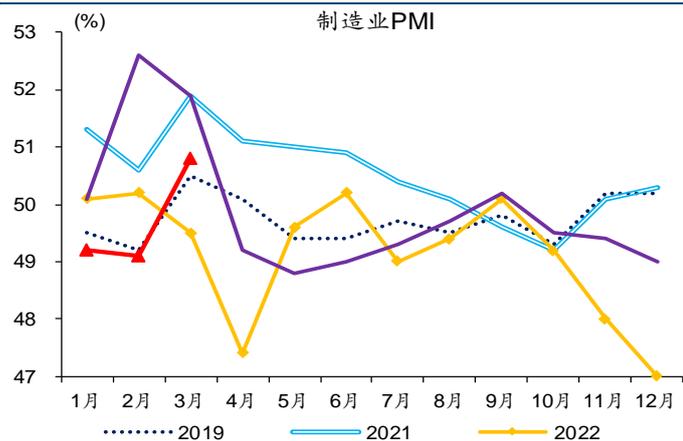


3月31日，国家统计局公布3月PMI指数，制造业PMI为50.8%、前值49.1%、预期49.9%；非制造业PMI为53%、前值51.4%。

1、春节效应褪去，制造业PMI明显改善

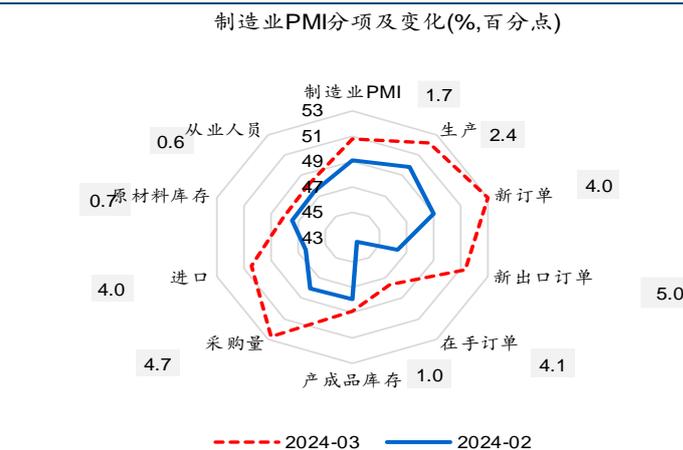
春节效应褪去，制造业PMI明显改善。3月，复工复产加快推进，制造业PMI较上月大幅回升1.7个百分点至50.8%。主要分项中，新订单指数重回扩张区间、边际上行4个百分点至53%；需求带动下，生产、原材料库存、从业人员指数均有改善，分别回升2.4、0.7、0.6个百分点至52.2%、48.1%、48.1%；供货商配送时间也有增加、较上月反弹1.8个百分点至50.6%。

图表1：3月，制造业PMI大幅回升



来源：Wind、国金证券研究所

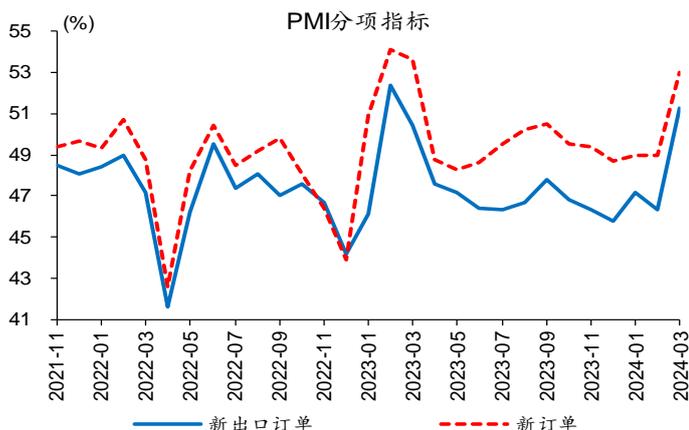
图表2：3月，PMI主要分项景气度均有改善



来源：Wind、国金证券研究所

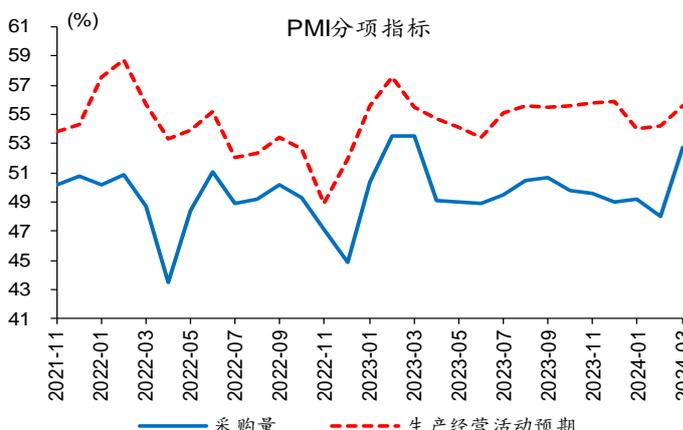
外需带动下，制造业采购量指数大幅回升、库存小幅回补。3月，内、外需边际大幅回升，新出口、进口订单指数分别上涨5、4个百分点至51.3%、50.4%。外需回暖力度较大，刺激企业采购意愿明显增强，采购量指数回升4.7个百分点至52.7%、重新进入扩张区间；制造业库存边际回补，产成品库存指数回升1个百分点至48.9%。此外，生产经营活动预期继续向好，较上月提升1.4个百分点至55.6%。

图表3：3月，外需带动新订单指数走强



来源：Wind、国金证券研究所

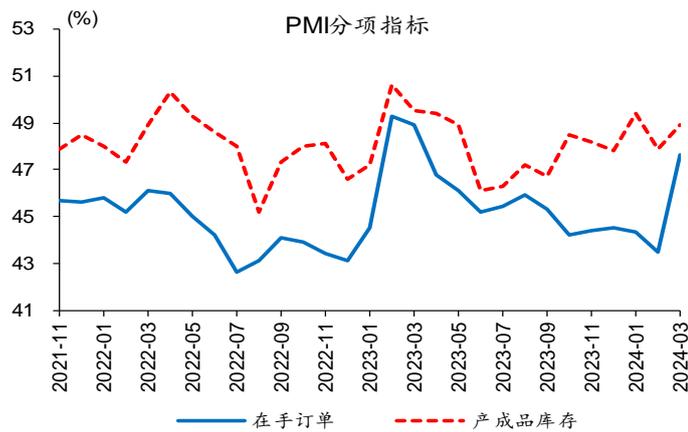
图表4：3月，采购量指数明显回升



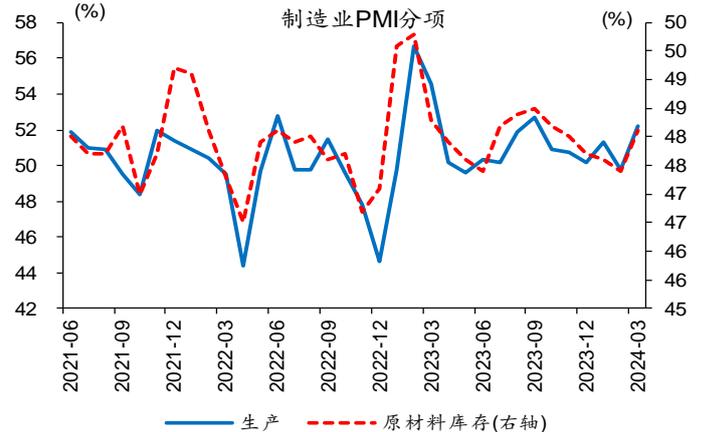
来源：Wind、国金证券研究所



图表5: 3月, 制造业库存小幅回补



图表6: 3月, 原材料库存有所回弹

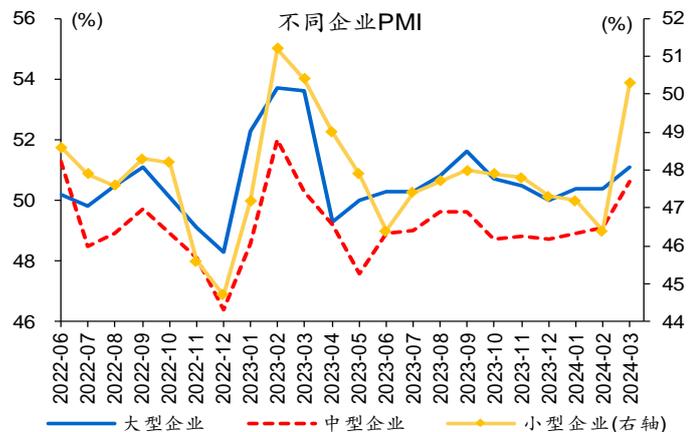


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

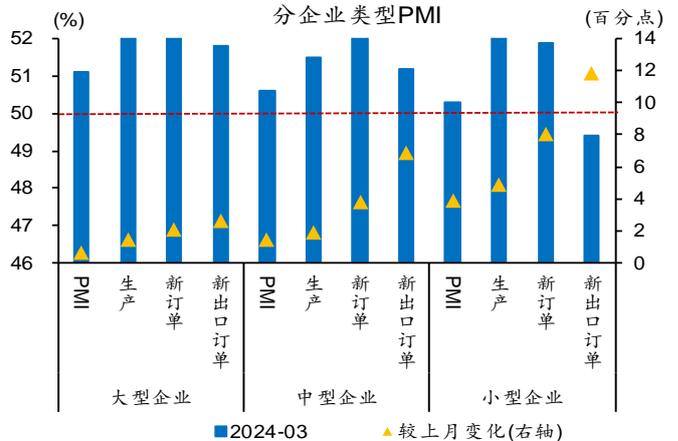
大型企业景气度高位扩张, 中、小型企业 PMI 主要受益于外需提振。3月, 大、中小型企业 PMI 均处在扩张区间, 分别回升 0.7、1.5 和 3.9 个百分点至 51.1%、50.6%和 50.3%。大型企业产需指数高位扩张, 新订单、生产指数分别较上月回升 2.1、1.5 个百分点至 53.4%、52.7%。相比之下, 中、小型企业更多地受益于外需提振, 新出口订单指数分别较上月大幅上涨 6.9、11.6 个百分点至 51.2%、49.4%, 带动新订单指数分别上涨 3.8、8.1 个百分点至 53.2%、51.9%。

图表7: 3月, 小型企业 PMI 回升幅度较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 3月, 中、小型企业 PMI 受外需提振较大



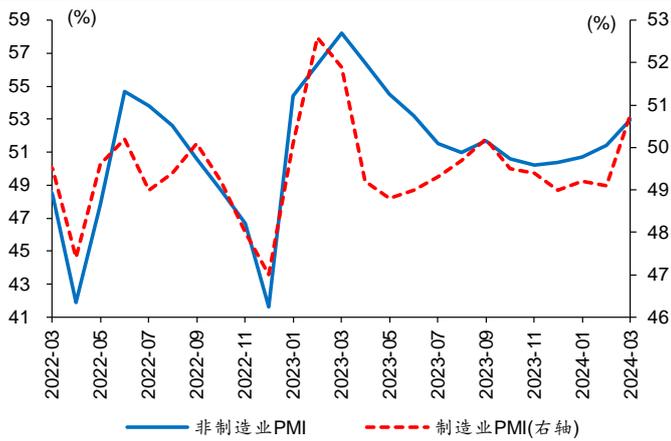
来源: Wind、国金证券研究所

2、建筑业乐观预期强化, 生产性服务业景气较高

节后企业加快复工、需求形势有所改善, 非制造业景气扩张。3月, 建筑业、服务业 PMI 分别上升 2.7、1.4 个百分点至 56.2%、53.4%, 带动非制造业 PMI 整体回升 1.6 个百分点至 53%。服务业细分行业中, 与企业生产密切相关行业的生产经营较为活跃, 邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务 PMI 均位于 60.0%以上高位景气区间, 批发、铁路运输、租赁及商务服务等行业 PMI 也位于 53.0%及以上。

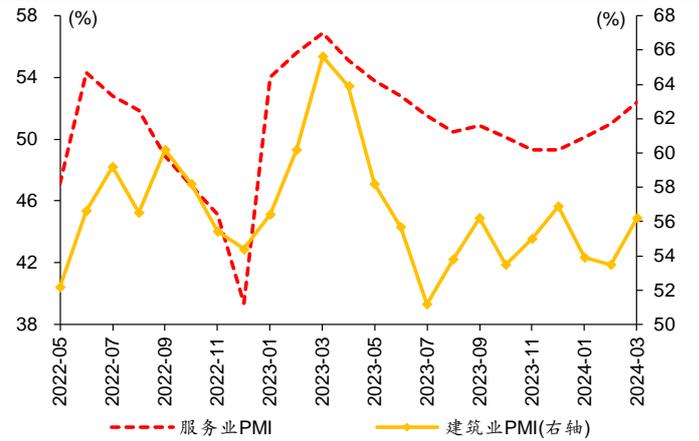


图表9: 3月, 非制造业PMI持续上升



来源: Wind、国金证券研究所

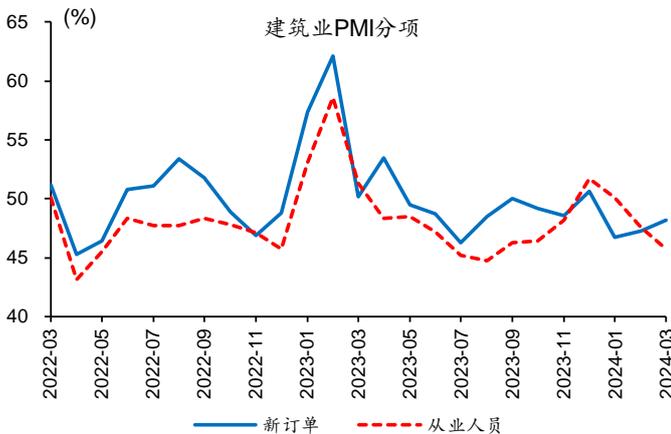
图表10: 3月, 建筑业、服务业PMI双双回升



来源: Wind、国金证券研究所

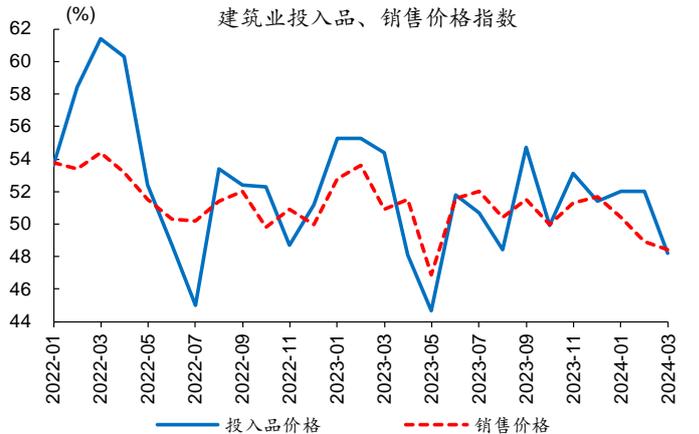
建筑业乐观预期强化, PMI。分项上看, 主要是业务活动预期指数涨幅较大、边际上升3.5个百分点至59.2%。伴随“稳增长”政策加快落地, 建筑业新订单指数呈现改善、较上月提升0.9个百分点至48.2%。建筑业投入品价格较销售价格回落更多, 两项指数分别较上月下降3.8、0.5个百分点至48.2%、48.4%; 高频指标上看, 3月以来水泥价格低位运行、玻璃价格出现较明显回落。此外, 从业人员指数较上月回落1.9个百分点至45.7%。

图表11: 3月, 建筑业新订单改善、从业人员指数回落



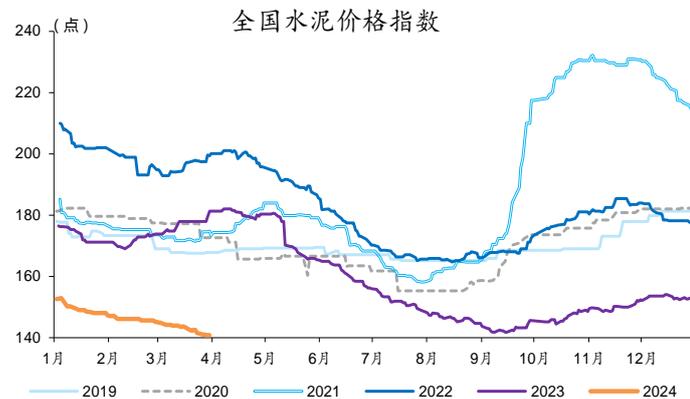
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 3月, 建筑业投入品价格下降较多



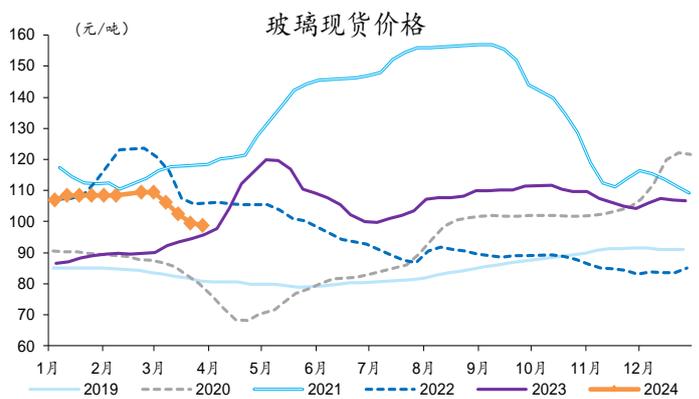
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 3月, 水泥价格低位运行



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 3月, 玻璃价格边际回落较多



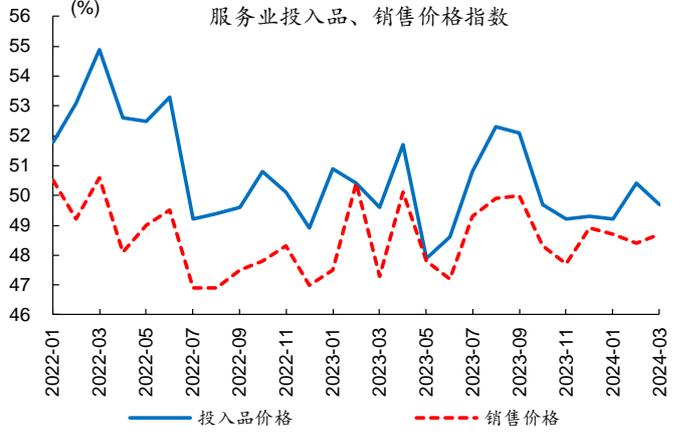
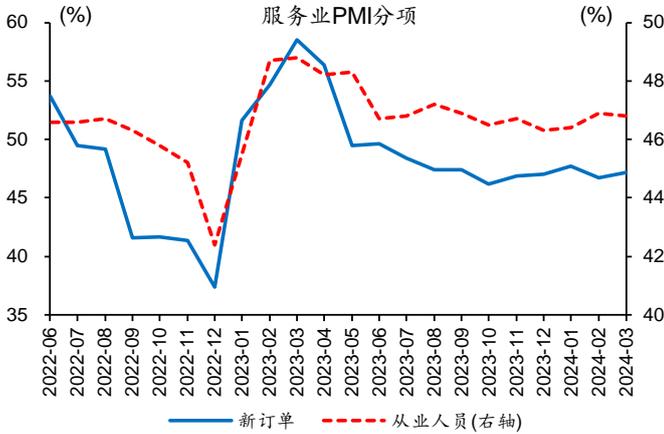
来源: Wind、国金证券研究所



服务业价格、成本均有改善，PMI 指数持续回升。3 月，服务业 PMI 回升 1.4 个百分点至 53.4%。其中，投入品价格下降 0.7 个百分点至 49.7%的同时，销售价格上涨 0.3 个百分点至 48.7%，服务业价格、成本均有改善。服务业新订单指数也有改善，较上月回升 0.5 个百分点至 47.2%。高频指标上看，节后整车货运流量指数平稳回升、同比表现较为平淡；邮政快递量保持较快增长，与企业生产相关行业业务量较快增长。

图表15: 3月, 服务业新订单回落、从业人员指数回升

图表16: 3月, 服务业投入品价格增加、销售价格回落

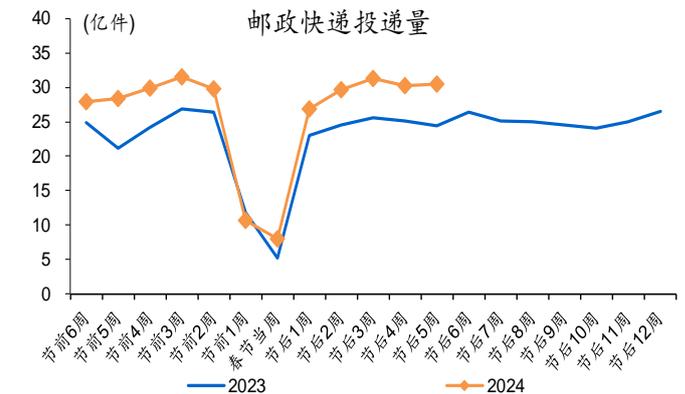
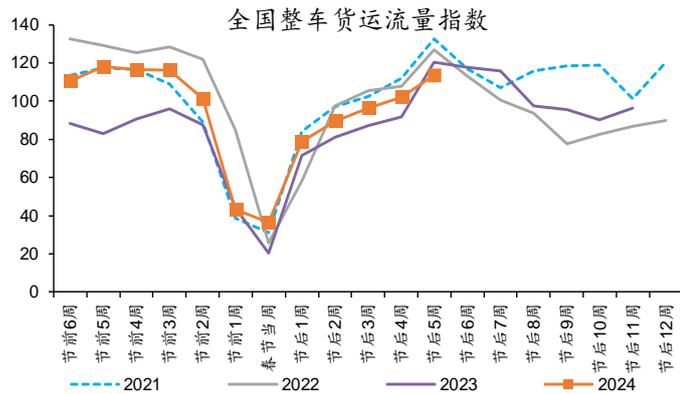


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 节后整车货运流量指数平稳回升

图表18: 邮政快递投递量保持较快增长



来源: Wind、国金证券研究所

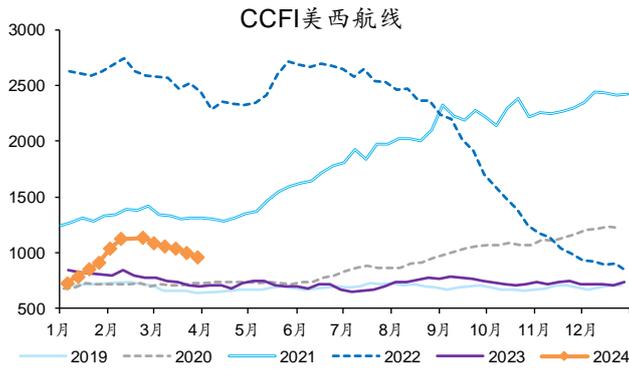
来源: Wind、国金证券研究所

3、出口形势改善背景下，国内“稳增长”也在加快推进

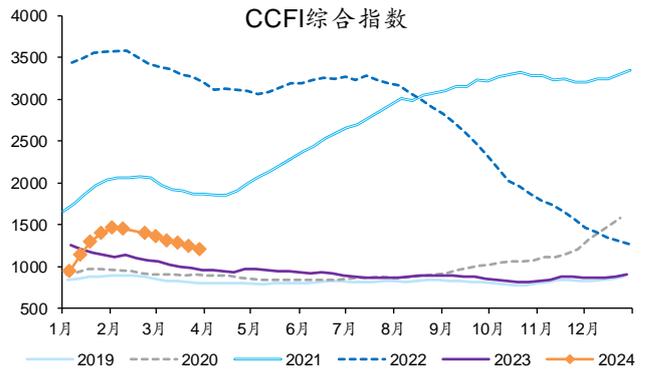
出口形势改善背景下，国内“稳增长”也在加快推进。高频数据显示，3 月 CCFI 指数走势强于季节性、美西和欧洲航线指数持续高于去年同期，外需形势好于预期。“稳增长”带动下，国内以粉磨、沥青开工率为代表的建筑业生产指标有序回升，对应实物工作量正在持续落地；二季度将迎施工旺季，政策效果有望迎来集中体现。



图表19: 3月, CCFI美西指数明显高于去年



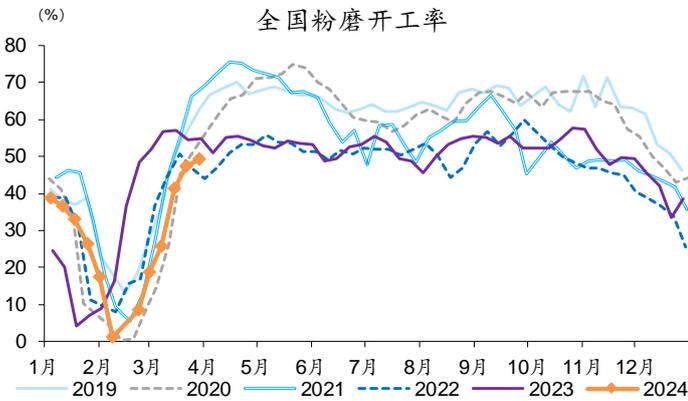
图表20: 3月, CCFI综合指数走势好于季节性



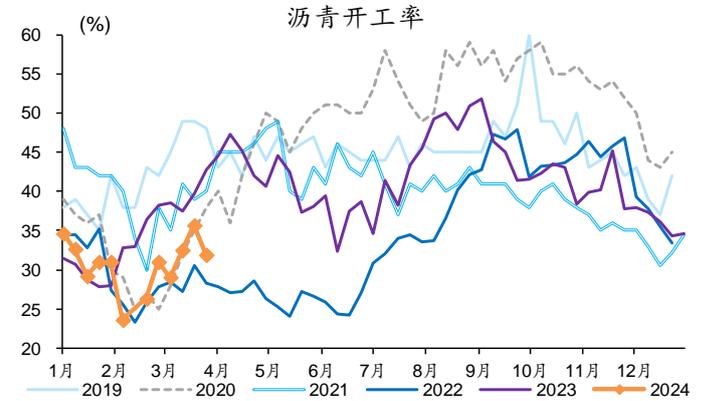
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 3月, 全国粉磨开工率季节性回升



图表22: 3月中下旬, 沥青开工率加快回升

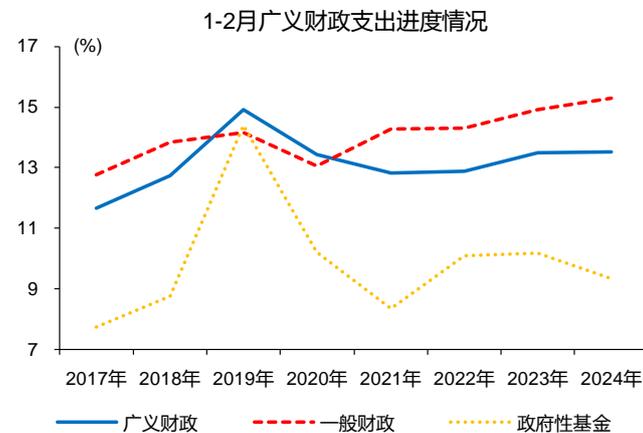


来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

重申观点:“周期”力量结合财政“发力”,均有利于2024年经济表现。2月,国内工业企业产成品存货增速2.4%、处于14.1%左右的历史较低分位,进一步下探空间相对有限;加之政策支持,2024年经济表现大概率较2023年会有所改善。年初一般财政支出已前置发力、支出进度15.3%,支出进度创近十年新高;往后看,财政“余粮”明显增长、配合PSL等“准财政”工具,2024年财政支出力度不必悲观。

图表23: 1-2月一般财政支出预算完成进度较快



图表24: 2月国内库存“筑底”特征愈发明显



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究