

3月PMI数据解读

节后经济开局良好

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师: 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码: S0980513100001
联系人: 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项:

3月31日, 3月中国采购经理人指数 (PMI) 公布, 其中制造业 PMI 为 50.8 (环比+1.7pct); 非制造业为 53 (环比+1.6pct)。

评论:

图1: 中国 PMI 主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2024-03	50.80	51.10	50.60	50.30	52.20	53.00	51.30	48.10	48.90	50.50	47.40	50.60	48.10	55.60
	2024-02	49.10	50.40	49.10	46.40	49.80	49.00	46.30	47.40	47.90	50.10	48.10	48.80	47.50	54.20
	2024-01	49.20	50.40	48.90	47.20	51.30	49.00	47.20	47.60	49.40	50.40	47.00	50.80	47.60	54.00
	2023-12	49.00	50.00	48.70	47.30	50.20	48.70	45.80	47.70	47.80	51.50	47.70	50.30	47.90	55.90
	2023-11	49.40	50.50	48.80	47.80	50.70	49.40	46.30	48.00	48.20	50.70	48.20	50.30	48.10	55.80
	2023-10	49.50	50.70	48.70	47.90	50.90	49.50	46.80	48.20	48.50	52.60	47.70	50.20	48.00	55.60
	较上月	1.70	0.70	1.50	3.90	2.40	4.00	5.00	0.70	1.00	0.40	-0.70	1.80	0.60	1.40
非制造	2024-03	53.00	55.60	50.00	54.40	-	47.40	47.30	-	46.20	49.50	48.60	51.10	46.60	58.40
	2024-02	51.40	47.00	50.50	59.90	-	46.80	47.30	-	46.40	50.60	48.50	50.30	47.00	57.70
	2024-01	50.70	52.90	48.30	52.40	-	47.60	45.20	-	47.20	49.60	48.90	52.00	47.00	59.70
	2023-12	50.40	51.20	46.80	55.90	-	47.50	50.90	-	46.00	49.60	49.30	51.00	47.10	60.30
	2023-11	50.20	53.50	46.50	50.60	-	47.20	46.80	-	46.70	49.80	48.30	51.80	46.90	59.80
	2023-10	50.60	50.30	51.20	51.30	-	46.70	49.10	-	46.20	49.70	48.60	52.00	46.50	58.10
	较上月	1.60	8.60	-0.50	-5.50	-	0.60	0.00	-	-0.20	-1.10	0.10	0.80	-0.40	0.70

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

结论: 总体而言, 3月PMI数据表现亮眼。除企业复工, 人员返城等季节性因素外, 春节后经济开局良好是重要原因。制造业景气度不仅回升至扩张区间, 此前供需失衡的担忧也得到一定缓解。分贡献因素看, 主要拉动来自新订单 (贡献 1.2pct) 和生产 (贡献 0.6pct), 配送构成小幅拖累 (-0.27pct)。非制造业景气度同样显著上升, 连续 4 个月持续回暖, 服务业与建筑业同步改善。

具体来看, 3月PMI有以下几点特征:

一是制造业供需缺口显著改善。从相对变化看, 本月需求恢复快于供给, “供需差”在连续 13 个月的正缺口后首度转负, 指向供需失衡有所缓解: 一方面随春节开工, 生产季节性回升 (+2.4pct); 另一方面新订单大幅增加 (+4pct), “供需差”收窄 1.6pct 至 -0.8pct。

二是库存/价格与节后复产特征吻合, 但出厂价格依然疲弱。库存方面, 产成品与原材料双双回升。一方面, 随着生产恢复, 产成品库存有所增加, 上升 1pct 至 48.9; 另一方面, 企业复工后开始备货, 原材料库存回升 0.7pct 至 48.1。与此同时, 价格指标出现背离。原材料受复产备货提振, 投入品价格回升 0.4pct 至 50.5; 而出厂价格在春节后有所回落 (-0.7pct 至 47.4), 表明前述“供需差”收敛的托举有限。两者

合并来看，企业“投入-产出成本差”出现恶化，即投入品价格增加而产成品价格萎缩，可能压制企业未来扩产意愿。

三是非制造业持续回暖，动能由消费转向生产。从结构上看，服务业与建筑业同步改善，均对非制造业 PMI 形成正向拉动。服务业方面，春节过后，生产性服务业取代消费性服务业成为主要拉动。制造业方面，在天气回暖，农民工返城等因素推动下，建筑业 PMI 环比进一步上升 2.7pct 至 56.2，但仍低于过去 3 年同期平均水平（62）。生产性服务业与房屋建筑业主导下，大型企业景气度明显改善，而小型企业回落。当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别+8.6pct、-0.5pct 和-5.5pct。

◆ 制造业

3 月制造业 PMI 显著回升，除季节性因素外，也显示春节后基本面良好。PMI 环比上升 1.7pct 至 50.8，是去年 10 月以来首次进入扩张区间。从季节性角度观察，在今年 1-2 月并未大幅回落的基础上，3 月制造业景气回升幅度好于 2019 和 2021 年等可比年份（均回升 1.3pct）。这一方面可能由于前期基数已处于“底部”，另一方面也指向今年初以来“稳增长”、“提信心”政策起效。**分贡献因素看，主要拉动来自新订单（贡献 1.2pct）和生产（贡献 0.6pct），配送构成小幅拖累（-0.27pct）。**

本月主要的亮点之一是产需缺口显著改善。从相对变化看，需求恢复快于供给，“产需差”在连续 13 个月的正缺口后首度转负，指向产需失衡有所缓解：一方面随春节开工，生产季节性回升（+2.4pct），另一方面新订单大幅增加（+4pct），“产需差”收窄 1.6pct 至-0.8pct。从绝对水平看，生产回升至扩张区间（52.2）；新订单（53）和新出口订单（+5pct 至 51.3）也重回扩张区间，但在手订单（+4.1pct 至 47.6）依然处于低位。

库存/价格与节后复产特征吻合，但出厂价格依然疲弱。库存方面，产成品与原材料双双回升。一方面，随着生产恢复，产成品库存增加，上升 1pct 至 48.9；另一方面，企业复工后开始备货，原材料库存回升 0.7pct 至 48.1。与此同时，价格指标出现背离。原材料受复产备货提振，投入品价格回升 0.4pct 至 50.5；而出厂价格在春节后有所回落（-0.7pct 至 47.4），表明前述“供需差”收敛的托举有限。两者合并来看，企业“投入-产出成本差”出现恶化，即投入品价格增加而产成品价格萎缩，可能压制企业未来扩产意愿。供应链方面，节后配送时效显著改善（+1.8pct 至 50.6），反向对 PMI 形成拖累。

综合上述因素的影响，制造业预期有所企稳。预期方面，产需缺口改善（特别是新订单回暖），制造业预期连续三个月修复（+1.4pct 至 55.6），但可持续性仍待观察。就业方面，生产需求同时改善的情况下，从业人员指数上升 0.6pct 至 48.1。分规模看，不同规模企业 PMI 均有所好转，规模越小幅度越大。“大小企业差”收窄 3.2pct 至 0.8pct，小型企业新订单大幅改善（+8.1pct 至 51.9）或是重要原因。

◆ 非制造业

3 月非制造业 PMI 显著改善，已连续 4 个月回暖，动能由消费转向生产。景气度环比上升 1.6pct 至 53，改善幅度好于近三年同期水平（平均+1.2pct），创下自去年 7 月以来新高。从结构上看，服务业与建筑业同步改善，均对非制造业 PMI 形成正向拉动。

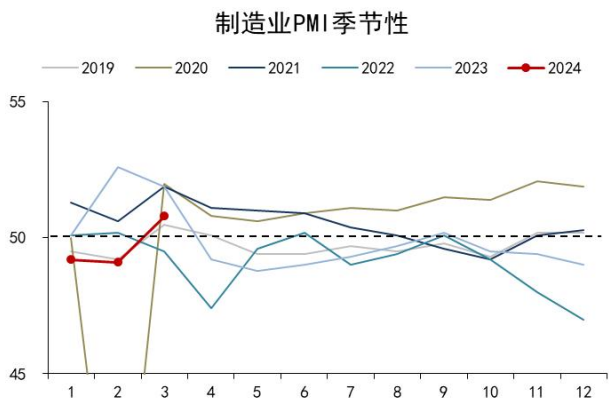
服务业 PMI 动能切换，在扩张区间进一步巩固（+1.4pct 至 52.4）。春节过后，服务业动能切换：随着制造业企业复产，生产性服务业景气度大幅改善（+12.6pct 至 60.4），但节日出行及消费高峰结束，消费性服务业大幅回落（本月-9.7pct 至 48.4），结束了连续三个月的回暖。

建筑业 PMI 出现季节性回升。在天气回暖，农民工返城等因素推动下，建筑业 PMI 环比进一步上升 2.7pct 至 56.2，但仍低于过去 3 年同期平均水平（62）。具体来看，建筑业的支撑主要来自房屋建筑业，环比回升 6.1pct 至 54.5；拖累主要来自建筑安装装饰及其它建筑业（-0.6pct 至 53.2）以及土木工程建筑业（-0.6pct 至 59.8）。需要指出土木工程建筑业尽管热度边际下降，但景气度依然可观。

从分项指标看，有三方面值得关注：**一是生产性服务业与房屋建筑业主导下，大型企业景气度明显改善，而小型企业回落。**当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别+8.6pct、-0.5pct 和-5.5pct。**二是企业利润有所改善，景气度修复并非“以价换量”。**当月投入品价格指标下降（-1.1pct）而收费价格企稳

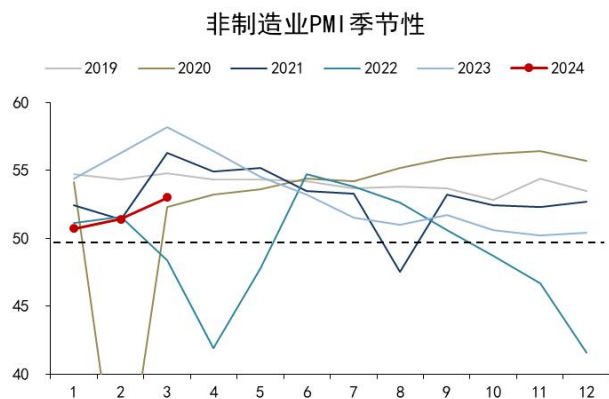
(+0.1pct)，企业利润率改善(+1.7pct)。三是**就业边际走弱**。非制造业就业在节后出现反季节性走弱，就业市场吸纳能力不强。分板块看，主要由建筑业拖累(-1.9pct至45.7)，一方面指向农民工返城进度可能弱于往年，另一方面指向部分人员可能流向制造业；服务业就业相对稳定(-0.1pct至46.8)。

图2: 制造业 PMI 的季节性



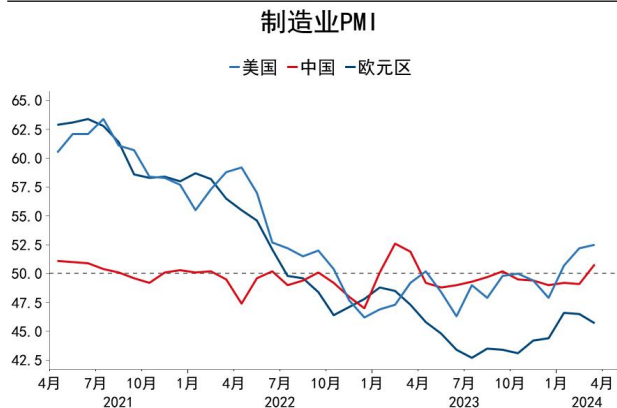
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



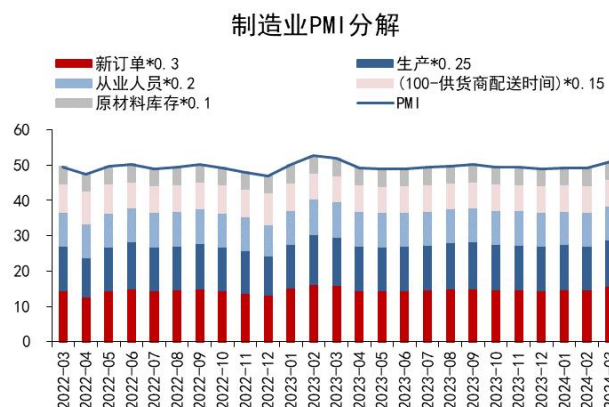
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 美欧制造业 PMI 企稳



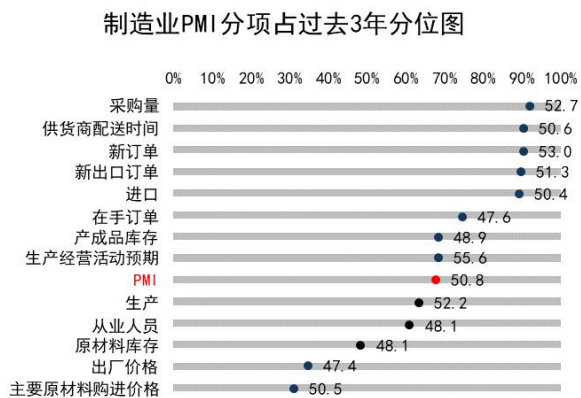
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



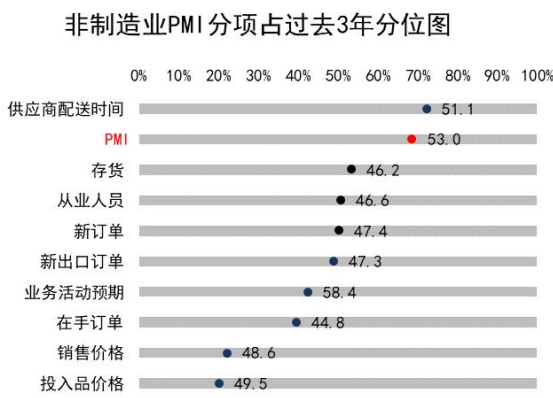
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



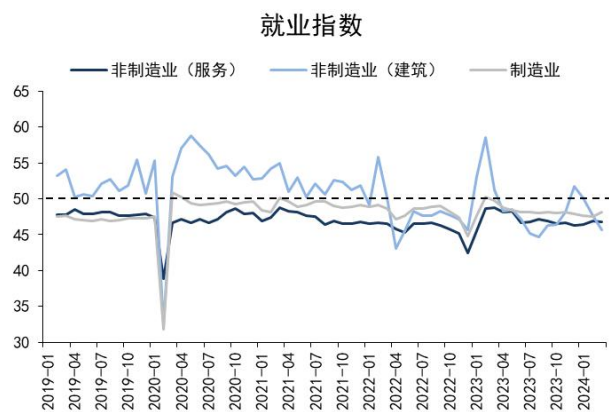
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



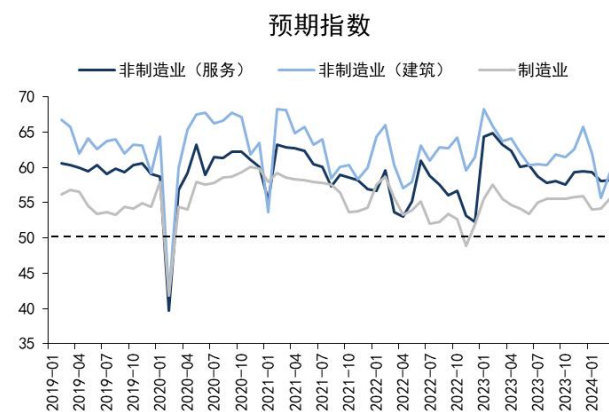
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 服务业成为就业稳定器



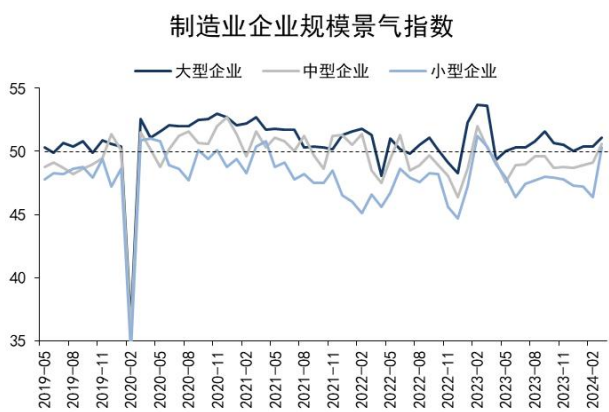
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 各板块预期总体企稳



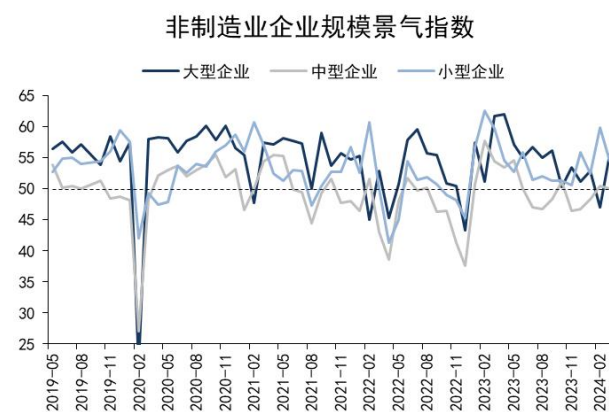
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 各规模制造业企业景气度企稳, 小企业更为突出



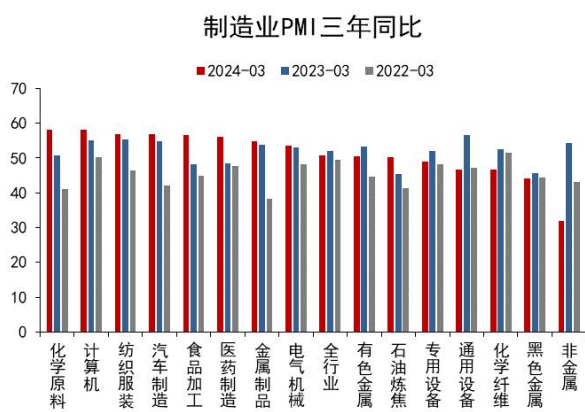
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 大型非制造业企业景气度显著改善



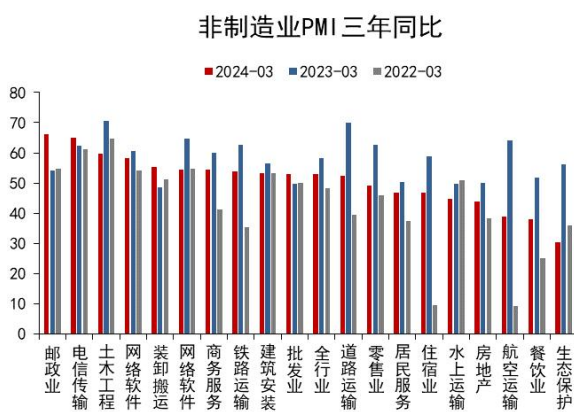
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《美国 3 月 FOMC 会议点评-失业率上升或为降息重要“信号”》——2024-03-22

《2024 年 1-2 月财政数据快评-收入偏弱，支出发力》——2024-03-22

《日本央行货币政策点评-退出负利率政策》——2024-03-21

《宏观经济数据前瞻-2024 年 1-2 月宏观经济指标预期一览》——2024-03-05

《全国两会政府工作报告解读-稳中求进实施经济政策》——2024-03-05

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032