

2024年3月PMI数据解读

外需回暖意

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

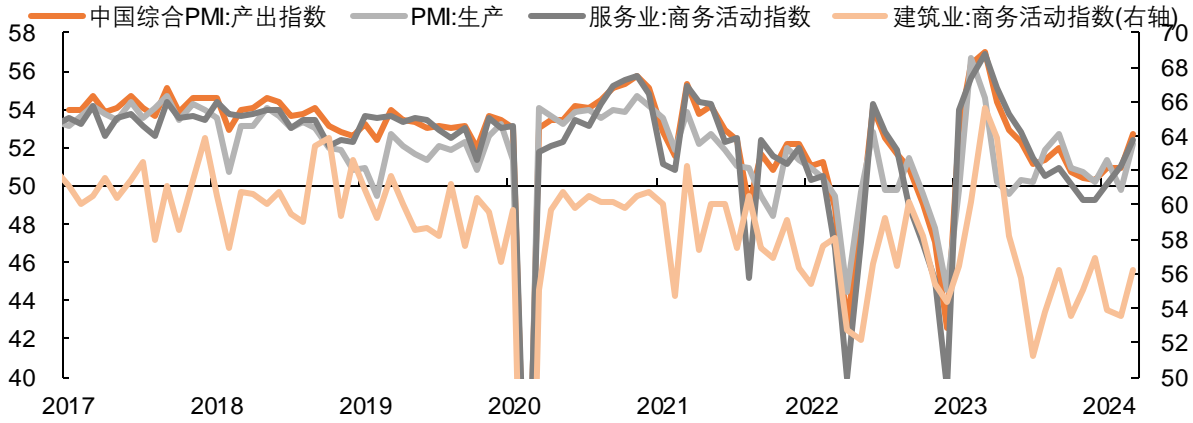


平安观点：

- 2024年3月制造业PMI指数较上月提升1.7个点至50.8，连续5个月运行在50以下后重返景气区间；非制造业商务活动指数较上月继续扩大至1.6个点至53，创去年7月以来新高。从2013年以来的情况来看，制造业和建筑业PMI在春节前后存在较明显的季节性特征。3月制造业生产指数表现强于季节性，而建筑业商务活动指数基本符合季节性的平均水平。
- 第一，外需带动制造业景气扩张。制造业新出口订单指数为2021年5月以来第二次回到景气扩张区间（第一次是去年2、3月出口订单集中释放），是环比回升幅度最大的分项，显示出口需求对制造业的带动最为显著。
- 第二，制造业去库存仍在进行时。3月制造业生产指数回升幅度相对较小，且指数处于2012年以来42%分位水平，与新订单的86%分位、新出口订单的93%分位形成反差，表明制造业景气扩张主要受需求侧带动。3月产成品库存指数升至2012年以来的88%分位，反映库存水平仍然较高。原材料购进价格指数仅小幅回升、出厂价格指数则下降0.7（是所有分项中唯一下降的），价格水平低迷意味着企业缺乏补库存动力。从原材料购进价格指数与PPI环比之间的相关性来看，预计3月PPI环比仍在-0.2%附近，对应PPI同比再度回落至-2.9%，低物价状态仍在延续。
- 第三，大规模设备更新和消费品以旧换新的政策效应显现。分行业来看，3月高技术制造业PMI创2022年以来新高，反映大规模设备更新政策对相关行业需求预期有所拉动。消费品制造业较上月上升1.8个百分点，其出口依赖度相对较高、从而在外需复苏中更加受益，且市场预期可能也受到消费品以旧换新政策的带动。而原材料制造业PMI仍处收缩区间且回升幅度较小，显示房地产市场调整仍使部分上游行业承压。
- 第四，建筑业景气度季节性回升。3月建筑业进入传统施工旺季，建筑业商务活动指数显著回升，但其与建筑业新订单指数、业务活动预期指数均仍处于2012年以来的低分位水平，反映房地产市场调整对建筑业景气的压制仍然明显，基建项目开工尚未对此形成充分对冲。从非制造业在手订单指数显著回升2.1个点（达到71.5%历史分位水平）来看，3月建筑业PMI回升主要反映季节性复工因素。
- 第五，服务业主要受生产性服务业带动。3月服务业商务活动指数显著抬升，但服务业新订单指数和销售价格指数仍处于收缩区间，显示服务业需求侧回升力度有待加强。从中采发布分析来看，服务业复苏主要集中在三类行业：一是制造业采购量回升，带动流通环节（批发业）、运输环节和邮政业增长显著加快；二是信息服务业增长进一步提速；三是金融支持实体经济，金融业增长进一步加快。而春节过后，零售、住宿餐饮以及旅游相关行业需求出现了淡季回调。
- 风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，地缘政治冲突升级，海外经济衰退程度超预期等。

2024年3月中国综合PMI产出指数较上月上升1.8个点至52.7，其中制造业生产指数重返景气区间，服务业商务活动指数加快增长，建筑业商务活动指数向上波动。

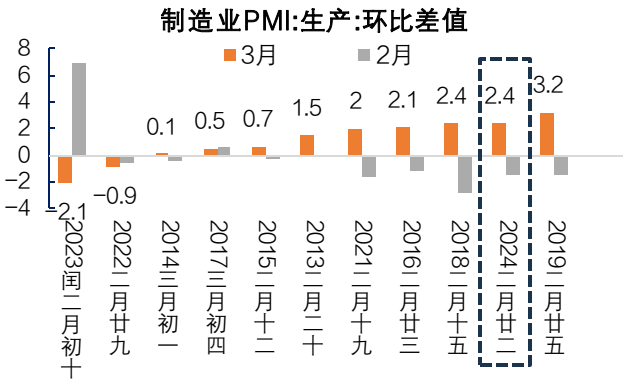
图表1 2024年3月中国综合PMI产出指数提升



资料来源: wind, 平安证券研究所

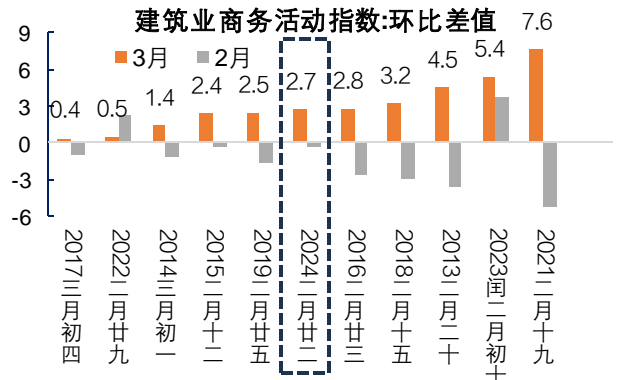
制造业和建筑业PMI在春节前后存在较明显的季节性特征。从2013年以来的情况来看，3月制造业生产指数表现强于季节性，而建筑业商务活动指数基本符合季节性的平均水平。

图表2 2024年3月制造业PMI生产指数明显回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表3 2024年3月服务业商务活动指数小幅回升



资料来源: wind, 平安证券研究所

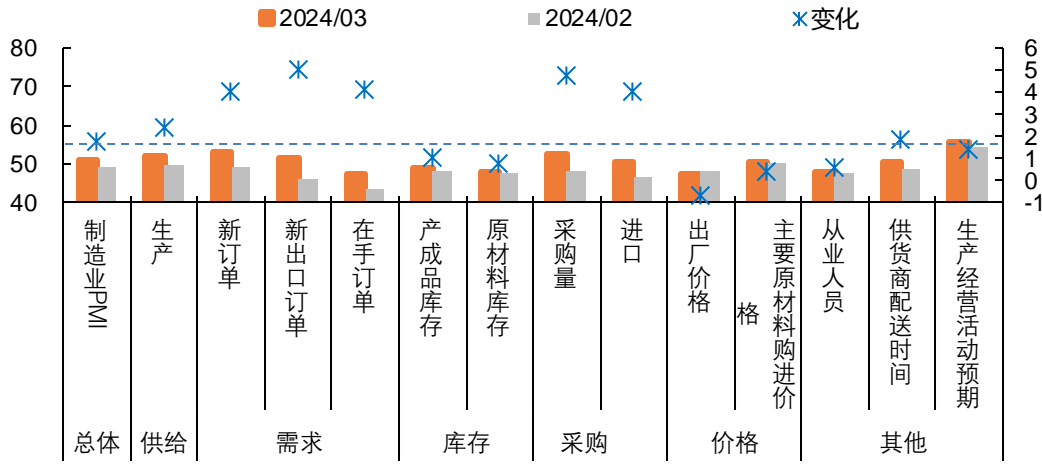
一、制造业受需求扩张带动

2024年3月制造业PMI指数较上月提升1.7个点至50.8，连续5个月运行在50以下后重返景气区间。结构上呈现以下特征：

第一，需求，特别是外需，带动制造业景气扩张。从各分项指数环比变化幅度来看，新出口订单指数为2021年5月以来第二次回到景气扩张区间（第一次是去年2、3月出口订单集中释放），是环比回升幅度最大的分项，显示出口需求对制造业的带动最为显著。其次是采购量指数、进口指数、在手订单指数和新订单指数，环比回升幅度也明显大于总指数，显示春节后制造业总需求恢复，进而带动采购量扩张。3月越南出口同比增长15%，3月前20日韩国出口同比增长11.2%，反映

与中国出口结构相似国家出口表现较好；截至 3 月 24 日，近 4 周交通运输部监测的港口累计完成集装箱吞吐量、货物吞吐量分别较去年同期增 3.7%、0.5%，也印证外需整体向好。

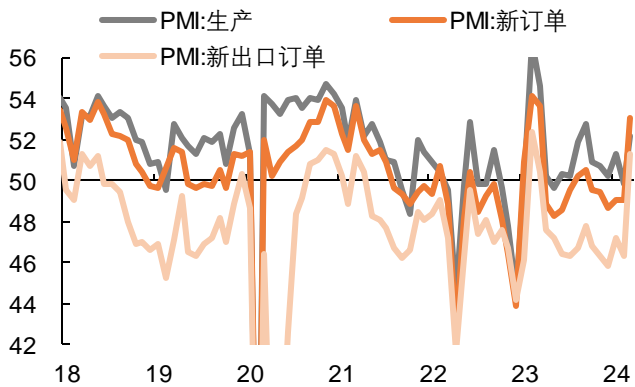
图表4 2024年3月制造业需求相关指数回升幅度更大



资料来源: wind, 平安证券研究所

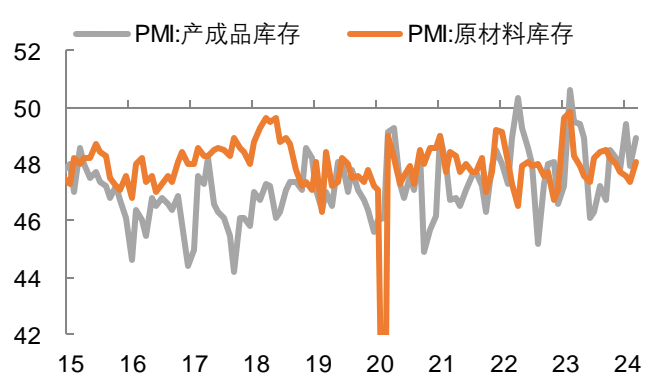
第二，制造业生产扩张相对温和，去库存仍在进行时。3 月制造业生产指数回升幅度相对较小，且指数处于 2012 年以来 42%分位水平，与新订单的 86%分位、新出口订单的 93%分位形成反差，表明制造业景气扩张主要受需求端带动。3 月产成品库存指数升至 2012 年以来的 88%分位，反映库存水平仍然较高。原材料购进价格指数仅小幅回升 0.4、出厂价格指数则下降 0.7（是所有分项中唯一环比下降的），价格水平低迷意味着企业缺乏补库存动力。从原材料购进价格指数与 PPI 环比之间的相关性来看，预计 3 月 PPI 环比仍在-0.2%附近，对应 PPI 同比再度回落至-2.9%，低物价状态仍在延续。在此背景下，3 月制造业生产经营预期指数和从业人员指数回升幅度较为温和，企业信心和吸纳就业的意愿受到需求恢复的积极影响，但与去年下半年相差不大，尚未形成趋势性改善。

图表5 2024年3月制造业新出口订单指数重返扩张



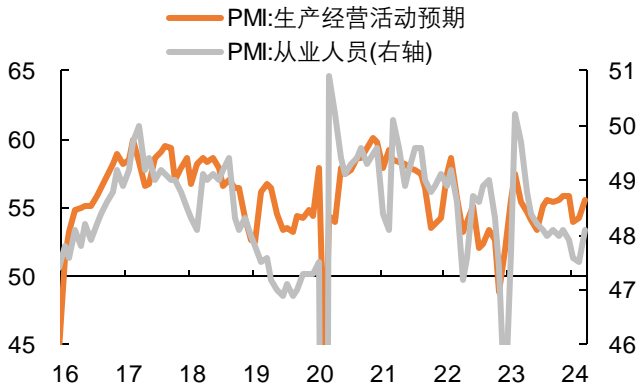
资料来源: Wind, 国家统计局, 平安证券研究所; 注: 部分月份未公布

图表6 2024年3月制造业产成品库存指数处于较高区间



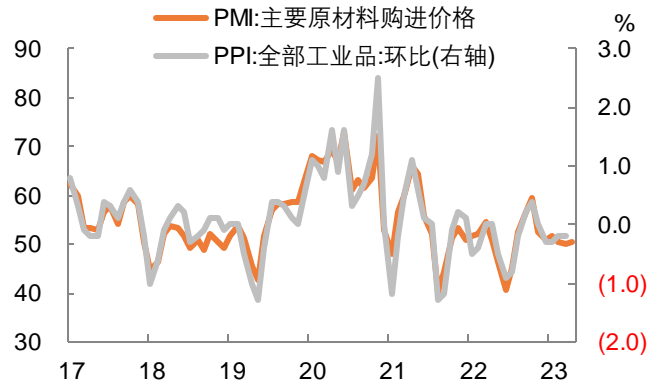
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 3月制造业预期和就业指数与去年下半年水平相近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

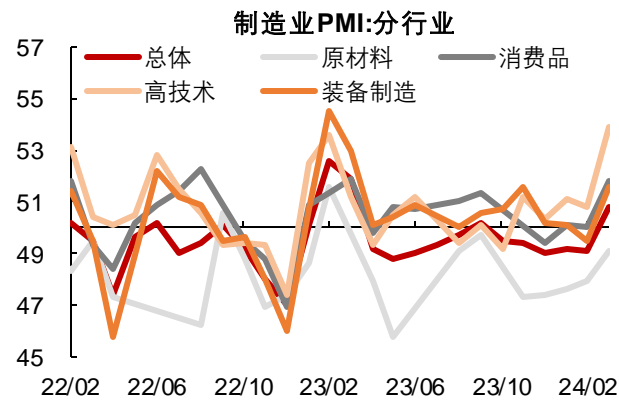
图表8 预计2024年3月PPI环比增速为-0.2%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

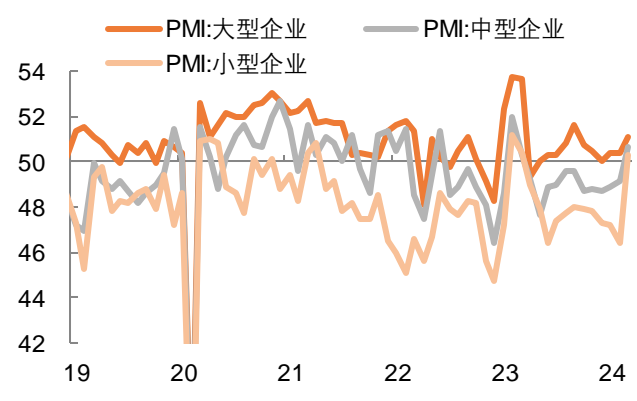
第三，大规模设备更新和消费品以旧换新的政策效应显现。分行业来看，3月高技术制造业PMI较上月上升3.1个百分点，创2022年以来新高，装备制造业PMI较上月上升2.1个百分点，反映大规模设备更新政策对相关行业需求预期有所拉动。消费品制造业较上月上升1.8个百分点，其出口依赖度相对较高、从而在外需复苏中更加受益，且市场预期可能也受到消费品以旧换新政策的带动。而原材料制造业PMI仍处收缩区间且回升幅度较小，显示房地产市场调整仍使部分上游行业承压。分企业规模来看，3月小型企业PMI反弹幅度显著高于中型和大型企业，可能也侧面反映了出口复苏对劳动密集型行业的更强拉动。

图表9 3月高技术制造业和消费品制造业景气抬升显著



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 3月制造业小型企业PMI反弹幅度最大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、生产性服务业增长加快

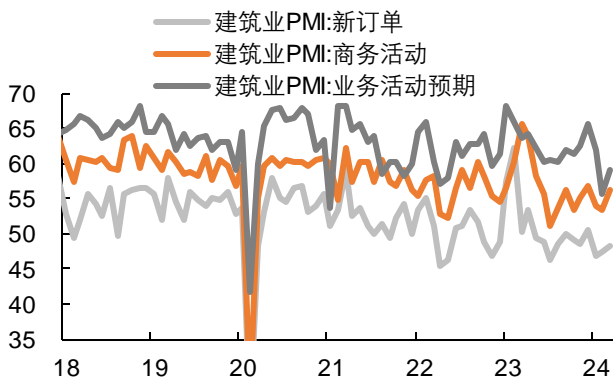
2024年3月非制造业商务活动指数为53，连续4个月上升，且升幅较上月继续扩大至1.6个点，创去年7月以来新高。具体看：

建筑业景气度季节性回升。3月随着天气转暖，建筑业进入传统施工旺季，建筑业商务活动指数为56.2%，较上月上升2.7个百分点，但仍处2012年以来12.4%的较低分位水平。同时，建筑业新订单指数、业务活动预期指数也处于2012年以来的个位数分位水平，尤其新订单指数已连续三月处于收缩区间，反映房地产市场调整对建筑业景气的压制仍然明显，基建项目开工尚未对此形成充分对冲。从非制造业在手订单指数显著回升2.1个点（达到71.5%历史分位水平）来看，3月建筑

业 PMI 回升主要反映季节性复工因素。此外，建筑业投入品价格和销售价格指数收缩幅度进一步扩大，再次印证工业品领域物价低位运行。

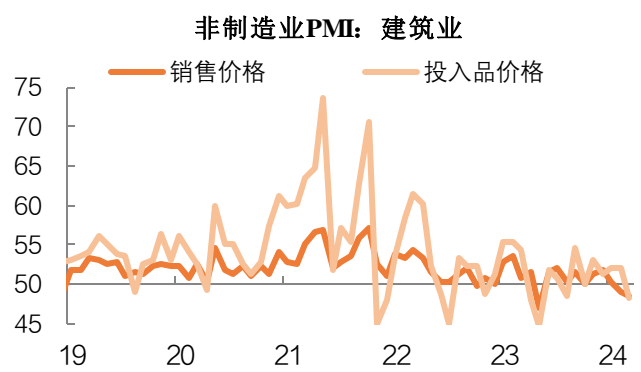
服务业主要受到生产性服务业带动，而制造业复苏在其中发挥了重要作用。3 月服务业商务活动指数抬升 1.4 个百分点至 52.4，但服务业新订单指数和业务活动预期指数均回升相对温和，且服务业新订单指数和销售价格指数仍处于收缩区间，显示服务业需求侧回升力度仍有待加强。从中采发布分析来看，服务业复苏主要集中在三类行业：一是制造业采购量回升，带动流通环节（批发业）、运输环节（运输搬运仓储业）和邮政业增长显著加快；二是信息服务业增长进一步提速；三是金融支持实体经济，金融业增长进一步加快。而春节过后，零售、住宿餐饮以及旅游相关行业需求出现了淡季回调。

图表 11 2024 年 3 月建筑业需求和预期指数仍处低位区间



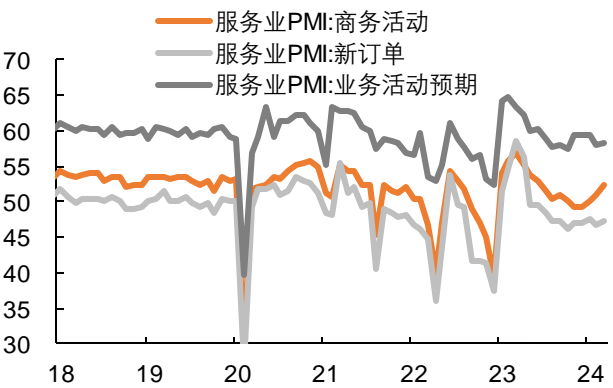
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 12 3 月建筑业投入品和销售价格指数收缩幅度扩大



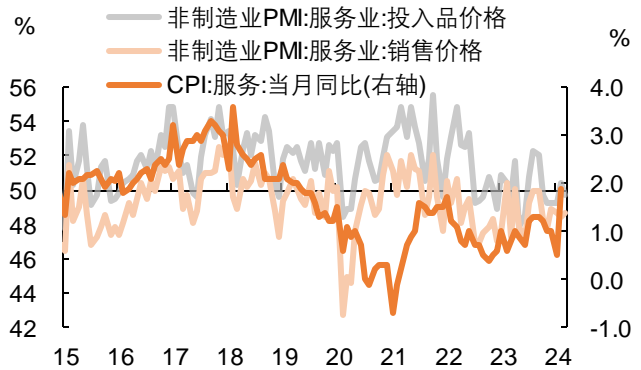
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 13 2024 年 3 月服务业订单和预期指数表现平稳



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 14 2024 年 3 月服务业销售价格指数仍处收缩区间



资料来源: wind, 平安证券研究所

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，地缘政治冲突升级，海外经济衰退程度超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层