

宏观

证券研究报告
2024年04月01日

3月PMI数据缘何超预期

3月PMI表明当前经济正在出口和制造业的拉动下稳步修复，根据1-2月统计局数据计算的1季度GDP同比增速有望实现5%左右的增长。一季度经济顺利实现开门红，也意味着当前政策重心或依然是存量政策落地（如大规模设备更新），而不是继续推出更多的增量政策。

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

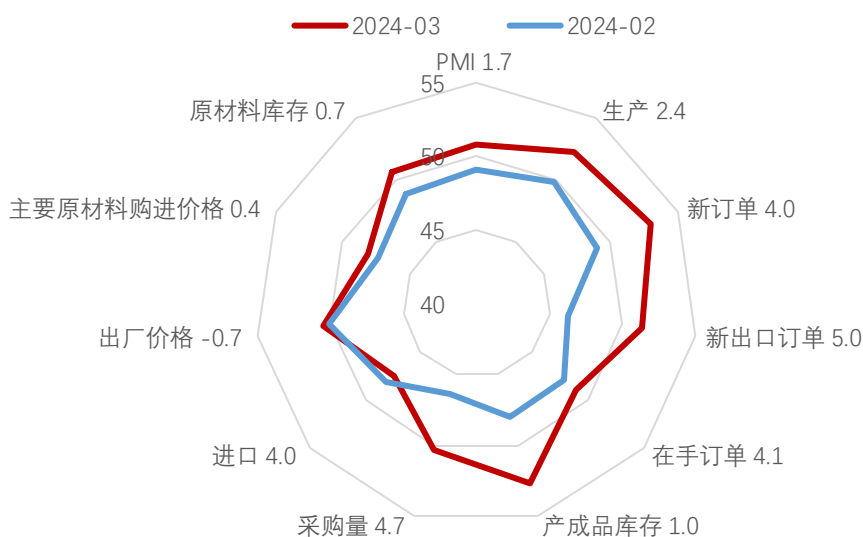
相关报告

- 《宏观报告：宏观报告-日股，进退？》
2024-03-31
- 《宏观报告：宏观-用电量增速为何持续高于工业生产？》
2024-03-30
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年3月第4周》
2024-03-26

风险提示：经济表现超预期，出口低于预期，全球经济不及预期

3月制造业 PMI 环比上升 1.7 个百分点至 50.8%，创下过去 11 个月以来新高。其中，新订单指数和生产指数分别上行 4 个、2.4 个百分点，拉动 PMI 上行 1.2 个、0.6 个百分点，是制造业 PMI 超预期的主要原因。

图 1：3 月 PMI 分项的波动（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

季节性因素只能解释一部分反弹。参考此前春节在 2 月的 5 个年份¹，3 月 PMI 新订单指数平均环比上行 1.6 个百分点，最高上行 2.8 个百分点，但低于今年 4 个百分点的上行幅度。

超季节性因素的核心在需求。3 月制造业新订单、出口新订单、在手订单指数分别上行 4 个、5 个、4.1 个百分点至 53%、51.3%、47.6%。

一、最确定的需求还是美国补库存拉动中国出口

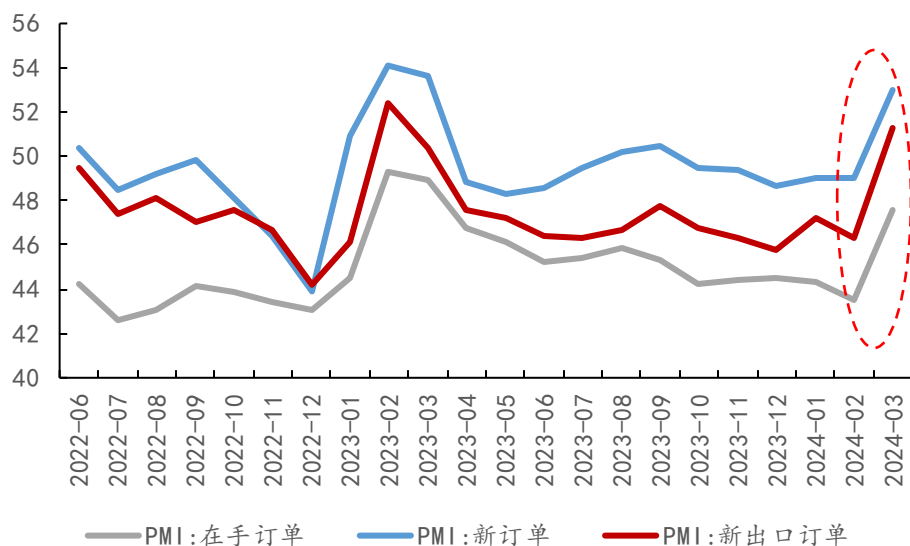
我们认为目前需求最确定的方向依然是外需，这也是去年以来的经济规律（详见《制造业新周期可能已经启动—美国经济是否已经开始复苏？》，2023.9.07）。当前，美国各口径下薪资增速难以实质性跌破 4%（详见《美国核心通胀反弹的两条线索》，2024.3.12），居民消费增速和 GDP 增速有望维持韧性，美联储也将今年 GDP 增速预测值从 1.4% 上调至 2.1%（详见《“平衡”的联储，“矛盾”的尺度》，2024.3.21）。

美国逐渐进入补库存周期带动了越南、韩国等生产型国家出口的好转。如越南 1-3 月出口累计同比增长 17%，两年复合增速 3.6%，韩国 1-2 月出口同比增长 11.2%，中国 1-2 月出口同比增长 7.1%。但需要注意的是，2023 年 3 月是中国出口的高点，今年 3 月出口同比读数或明显回落，但可以期待环比表现。

同时，3 月小型企业新出口订单环比上行 11.9 个百分点，高于大型企业和中型企业的 2.7 个和 6.9 个百分点。**小型企业更受益于出口高景气**，带动 3 月小型企业新订单指数上行 8.1 个百分点。

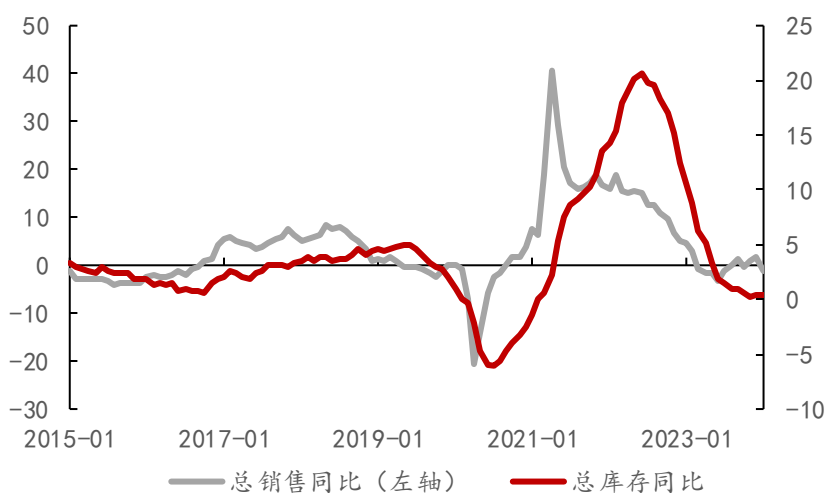
图 2：需求端指数明显好转（单位：%）

¹ 注：2022 年春季在 2 月 1 日，因此跳过 2021 年，仅比较 2 月则是因为工业生产本身也有淡旺季，选定 2 月能够减少误差



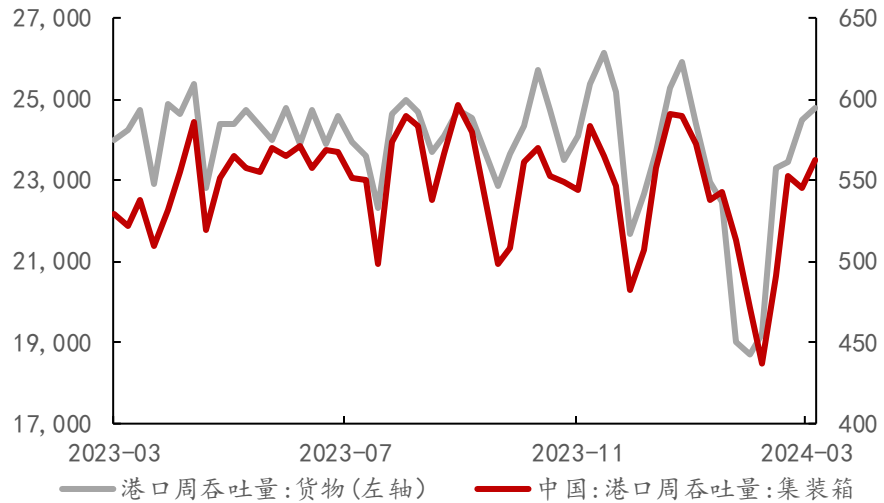
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 美国已经开启补库存周期 (单位: %)



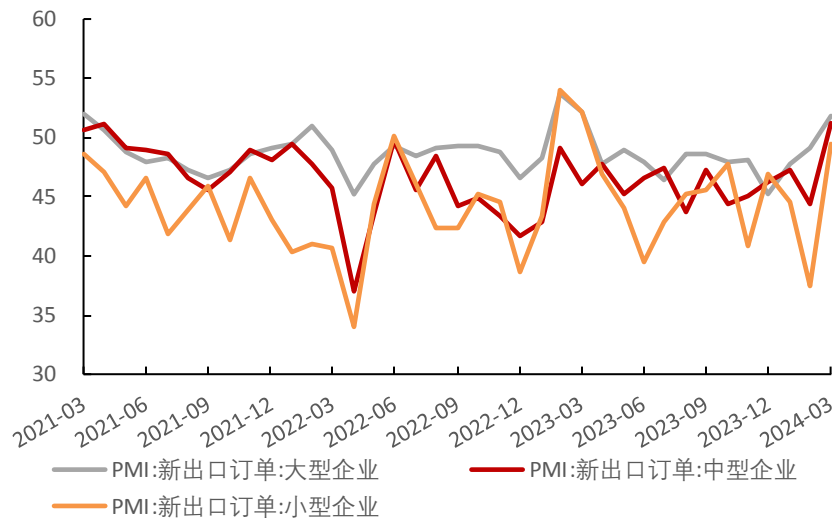
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 中国出口有望环比回升 (左轴单位: 万吨; 右轴单位: 万标准箱)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 小型企业出口指数明显回暖 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

二、内需的增量主要靠高技术制造和设备更新投资

我们认为内需的确定性可能在于制造业转型升级拉动的制造业投资需求。3月装备制造业和高技术制造业PMI分别提高2.1个和3.1个百分点至51.6%和53.9%²。

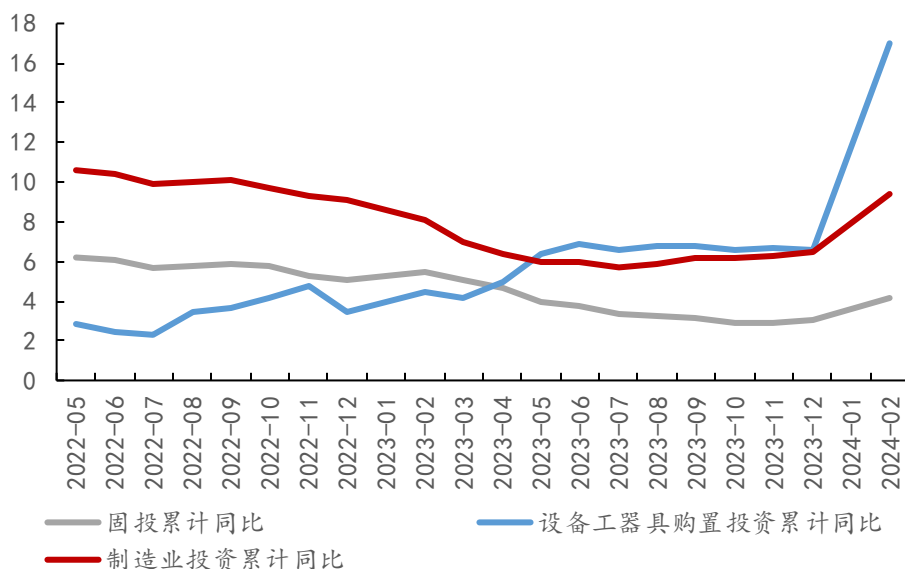
装备制造业的需求来自设备投资。1-2月固定资产投资中设备工器具购置累计同比增长17%，大幅高于4.2%的固定资产投资³，带动1-2月规模以上装备制造业增加值同比增长8.6%，高于工增同比1.6个百分点⁴。

图 6: 制造业固定资产投资高增 (单位: %)

² <http://www.chinawuliu.com.cn/lhzhq/202403/31/628869.shtml>

³ https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202403/t20240318_1948496.html

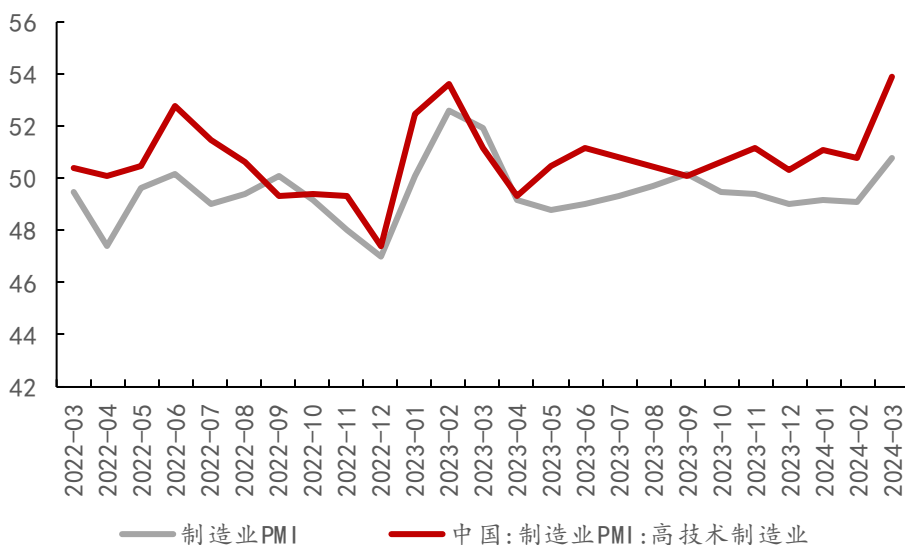
⁴ https://www.stats.gov.cn/sj/sjgd/202403/t20240318_1948522.html



资料来源: wind, 天风证券研究所

高技术制造业依然维持高景气。一方面与出口相关 2023 年中国航天航空器 (HS88)、计算机集成制造技术出口同比增长 46.2%和 13.8%，2024 年 1-2 月增长 14.1%和 23.7%。另一方面，以智能化升级、数字化转型为主要方向的设备更新也和 6 大高技术制造业 (医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造)⁵相对应。

图 7: 高技术制造业生产 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

三、经济冷热不均的结构性特征依然显著

尽管 3 月 PMI 超季节性反弹，经济的结构性特征依然明显。制造业的产需情况明显强于和基建地产相关的建筑业；高技术制造业和装备制造业的景气度明显高于消费品制造业和基础原材料制造业。高频数据对高技术制造业的跟踪不足，可能会造成高频数据与统计局数据的偏离。

3 月建筑业 PMI 季节性回升 2.7 个百分点至 56.2%，建筑业新订单指数仅回升 0.9 个百分点至 48.2%，整体弱于季节性。过去 5 年间（春节在 2 月），节后建筑业新订单指数平均回升

⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/pDxu2xHYb8F_QGbKwegyHA

3.8 个百分点。和**建筑业表现有关**的基础原材料制造业 PMI 仅回升了 1.2 个百分点至 49.1%⁶。节后建筑业复产复工速度偏弱，到 3 月 12 日，工地开复工率仅有 75.4%，同比农历减少 10.7 个百分点；劳务上工率 72.4%，同比农历减少 11.5 个百分点；资金到位率仅 47.7%⁷。

图 8：建筑业复产复工速度偏慢（单位：%）

全国工地开复工率	2021年	2022年	2023年	2024年	同比
第1期（正月初十）	17.5%	27.3%	10.5%	13.0%	2.5%
第2期（正月十七）	48.6%	51.0%	38.4%	39.9%	1.5%
第3期（正月二十四）	86.9%	69.6%	76.5%	62.9%	-13.6%
第4期（二月初二）	93.8%	80.4%	86.1%	75.4%	-10.7%
全国工地劳务上工率	2021年	2022年	2023年	2024年	同比
第1期（正月初十）	23.5%	25.7%	14.7%	15.5%	0.8%
第2期（正月十七）	48.7%	60.2%	43.3%	38.1%	-5.2%
第3期（正月二十四）	83.6%	70.8%	68.2%	57.5%	-10.7%
第4期（二月初二）	96.9%	81.2%	83.9%	72.4%	-11.5%

注1：受节假日影响，24年调研日农历顺延一天
注2：样本说明：调研样本覆盖187家建筑施工企业，共10094个工地，工地总数同比下降17%。其中，房地产类项目占比27%，非房地产类项目占比73%。分区域看，华东占比50%；华南占比18%；西北11%；华北占比10%；华中占比7%；西南占比3%；东北占比1%。

资料来源：百年建筑网公众号，天风证券研究所

总的来看，3 月 PMI 表明当前经济正在出口和制造业的拉动下稳步修复，根据 1-2 月统计局数据计算的 1 季度 GDP 同比增速有望实现 5% 左右的增长（详见《开门红，完成 5% 还需要多少？》，2024.3.19）。一季度经济顺利实现开门红，也意味着当前政策重心或依然是存量政策落地（如大规模设备更新），而不是继续推出更多的增量政策。

⁶ <http://www.chinawuliu.com.cn/lhzhq/202403/31/628869.shtml>

⁷ <https://mp.weixin.qq.com/s/iAGA-w0UhCUax1PibMRSa>

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com