

2024年04月01日

亮点在于外需回暖、供需结构改善

宏观研究团队

——兼评3月PMI数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

事件：2024年3月官方制造业PMI 50.8%，预期50.1%，前值49.1%；官方非制造业PMI 53.0%，预期51.5%，前值51.4%。

● 制造业：供需结构改善，出口链定价权上升

1、3月制造业PMI环比超季节性改善，供需均回暖且供需结构延续改善。PMI作为环比扩散指数，“3月改善较快”容易归因至2月低基数，从历史数据来看，春节当月PMI与春节次月的改善幅度并非负相关，或指向经济确然边际向好。

2、最大亮点在于供需结构改善。近年来生产强于需求是常态，3月PMI订单好于PMI生产，自2021年10月以来首次（不考虑1月、2月），供需结构改善与2月工业企业库销比斜率放缓相吻合。

3、出口链的定价权在上升，汽车景气度居历史高位。内需相关的高炉、焦煤等开工率偏弱，出口链相关开工率表现较好（汽车、PX、涤纶长丝等）。结合制造业PMI新订单>PMI进口，1-2月工业企业数据中出口链利润改善较快，出口链可能是经济向好的重要贡献。

4、产成品延续以价换量，预计PPI同比仍负但降幅收窄。3月PMI原材料库存、产成品库存分别为48.1%、48.9%，较前值变动了+0.7、+1.0个百分点，结合订单来看可能是进入补库阶段的前奏。根据高频数据，预计3月PPI环比可能在0.1%左右，同比为-2.6%左右。

● 非制造业：基建好于房建，服务业平稳回升

1、建筑业：气候转暖叠加节后集中开工，3月建筑业PMI小幅回升，结构上基建好于房建。截至3月31日专项债发行进度16.3%，显著低于往年平均水平；实物工作量方面，3月石油沥青、水泥开工率低位运行，挖掘机国内销量和开工小时数预计同比转正。考虑到固投基数调整，3月基建增速大概率仍较高。

2、服务业：PMI平稳回升，新订单处于荣枯线下。分行业来看，权益市场反弹提振货币金融服务景气度，新房销售弱、二手房以价换量，房地产商务活动指数低于临界点。

● 对年初定价的再修正：也论2024与2023的异与同

2024年和2023年的共性在于经济修复斜率不高、地产承压、价格水平偏弱、权益市场持续修正年初“错误定价”等，但是传导路径截然不同：前者年初过于乐观，在预期落空的过程中权益市场逐渐失去信心，对利空敏感、对利好钝感；后者则年初过于悲观，在情绪集中释放后对利好敏感、对利空钝感，对年初错误定价的修正形成了向上螺旋。因此，尽管经济实质性改善仍需更多数据来验证，但中长期来看积极因素正在积聚。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《挖机销量与开工时间亮眼表现的背后——宏观周报》-2024.3.31

《库销比指向供需再平衡时点临近——2月企业利润点评》-2024.3.27

《存款准备金率仍有下降空间——宏观周报》-2024.3.24

目 录

1、 制造业：供需结构改善，出口链定价权上升.....	3
2、 非制造业：基建好于房建，服务业平稳回升.....	5
3、 对年初定价的再修正：也论 2024 与 2023 的异与同.....	7
4、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 3 月制造业多个分项改善.....	3
图 2： 3 月 PMI 改善，并非完全由于春节低基数.....	3
图 3： 供需结构改善与工业企业库销比斜率放缓相吻合.....	3
图 4： 3 月高炉开工率低于 2023 年同期.....	4
图 5： 3 月汽车半钢胎开工率处于历史高位.....	4
图 6： 3 月 PX 开工率好于 2023 年同期.....	4
图 7： 3 月涤纶长丝开工率好于 2023 年同期.....	4
图 8： 3 月中、小型企业 PMI 重回扩张区间.....	5
图 9： 3 月 BCI 指数中，销售前瞻明显改善.....	5
图 10： 3 月建筑业 PMI 小幅回升.....	5
图 11： 挖掘机内销和开工小时数预计同比正增.....	5
图 12： 3 月专项债发行进度偏慢.....	6
图 13： 3 月石油沥青开工率处于低位.....	6
图 14： 3 月水泥发运率处于低位.....	6
图 15： 3 月水泥磨机运转率低于往年.....	6
图 16： 3 月服务业 PMI 回升.....	7

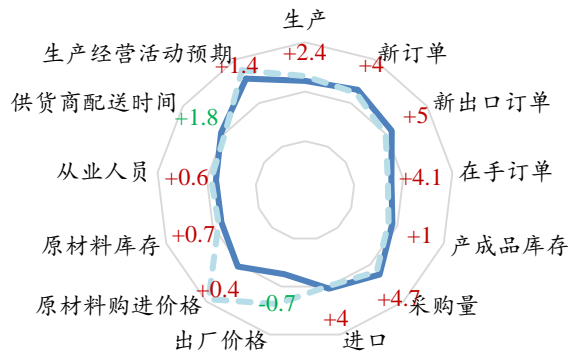
事件：2024年3月官方制造业 PMI 50.8%，预期 50.1%，前值 49.1%；官方非制造业 PMI 53.0%，预期 51.5%，前值 51.4%。

1、制造业：供需结构改善，出口链定价权上升

(1)制造业：3月 PMI 环比改善超季节性，供需均回暖且供需结构延续改善，外需好于内需。 3月制造业 PMI 为 50.8%，小幅低于过去五年春节次月均值的 51.2%，但环比改善了 1.7 个百分点，好于季节性的 1.1 个百分点。PMI 作为环比扩散指数，“3月改善较快”容易归因至 2 月低基数，但从历史数据来看，春节当月 PMI 与春节次月的改善幅度并非负相关，因而 3 月 PMI 改善或表明经济确然边际向好。

最大亮点在于供需结构。 近年来生产强于需求是常态，2 月制造业供需结构改善来自于春节效应下，供给收缩幅度大于需求，不具有延续性；但 3 月 PMI 生产回暖 2.4 个百分点至 52.2%，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别回升了 4.0、5.0、4.0 个百分点至 53.0%、51.3%、50.4%，自 2021 年 10 月以来首次订单好于生产（不考虑 1 月、2 月），供需结构改善与 2 月工业企业库销比斜率放缓相吻合。

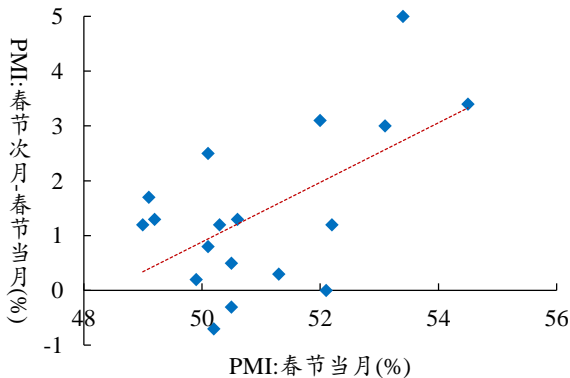
图1：3月制造业多个分项改善



—— 2024年3月 —— 过去五年春节次月均值 —— 数字表示较前值(2024年2月)变动

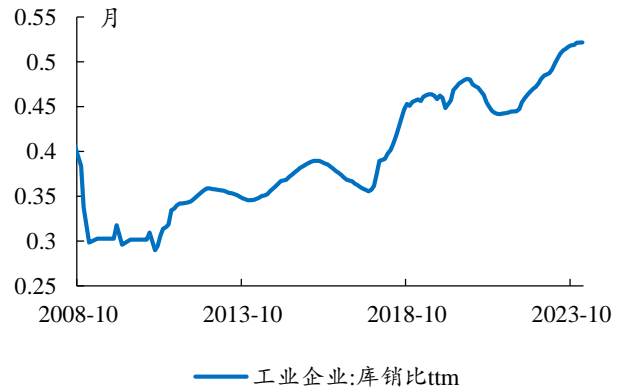
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供货商配送时间通常为反向指标

图2：3月 PMI 改善，并非完全由于春节低基数



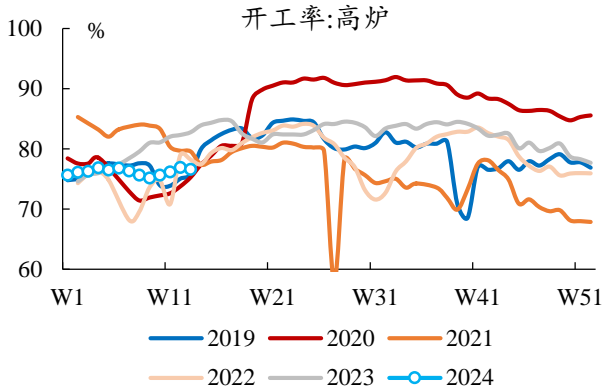
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：供需结构改善与工业企业库销比斜率放缓相吻合

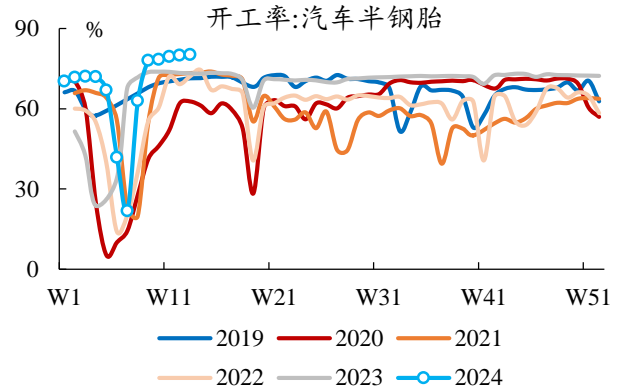


数据来源：Wind、开源证券研究所

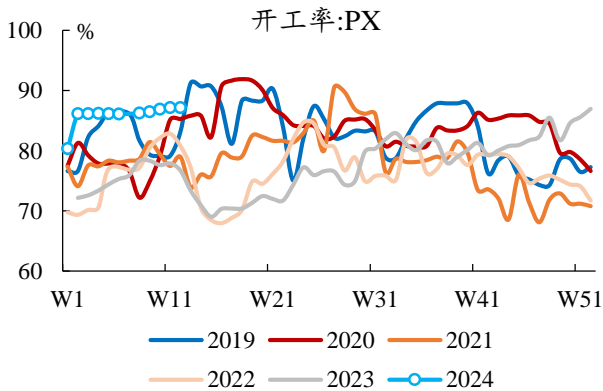
(2)出口链的定价权在上升，汽车景气度居历史高位。具体来看，内需相关的高炉、焦炉等开工率偏弱，出口链相关开工率表现较好，尤其汽车半钢胎开工率明显高于2019-2023年同期水平，PX、涤纶长丝同样不弱；结合制造业的PMI新订单>PMI进口，1-2月工业企业数据中出口链利润改善较快，多条线索指向出口链可能是经济向好的重要贡献，内需的改善程度相对偏低。

图4：3月高炉开工率低于2023年同期


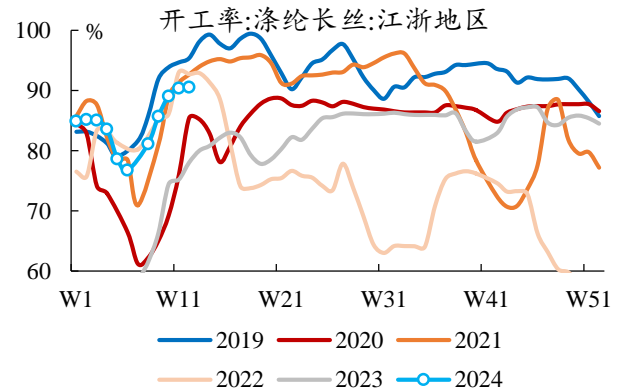
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：3月汽车半钢胎开工率处于历史高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：3月PX开工率好于2023年同期


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：3月涤纶长丝开工率好于2023年同期


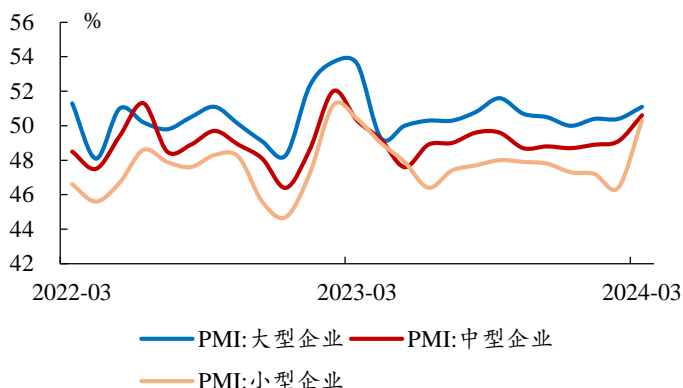
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)产成品延续以价换量，预计PPI同比仍负但降幅收窄。3月PMI原材料库存、产成品库存分别为48.1%、48.9%，较前值变动了+0.7、+1.0个百分点，结合订单来看可能是进入补库阶段的前奏。3月PMI原材料购进价格为50.5%、较前值上升了0.4个百分点，PMI出厂价格为47.4%、较前值下降了0.7个百分点，我们结合高频数据预计3月PPI环比可能在0.1%左右，同比为-2.6%左右。

(4)分类型来看，中、小型企业经营生产显著回暖。3月大型企业、中型企业、小型企业PMI为51.1%、50.6%、50.3%，中、小型分别回升了1.5、3.9个百分点，自2023年3月以来重回扩张区间。3月BCI指数提高了0.5个百分点至52.1%，主

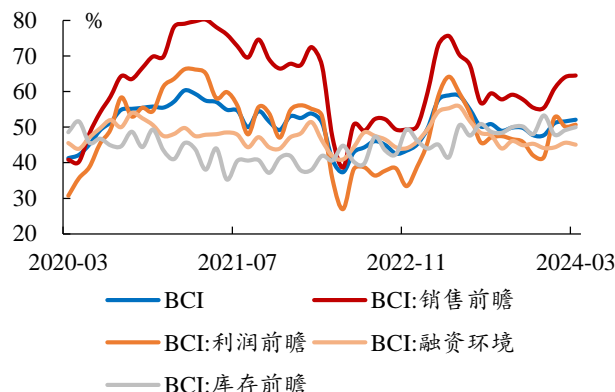
要由销售前瞻指数贡献。

图8：3月中、小型企业PMI重回扩张区间



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：3月BCI指数中，销售前瞻明显改善

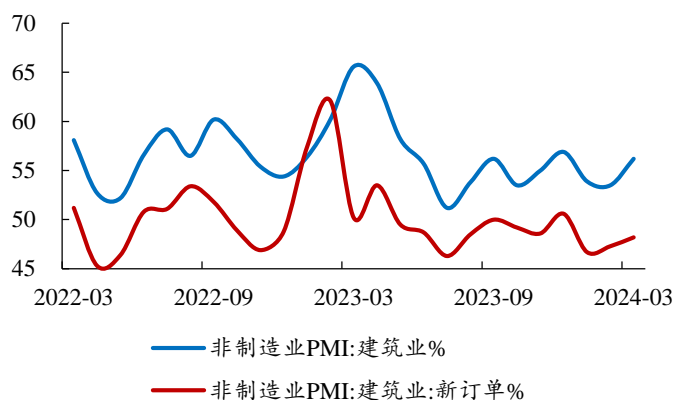


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：基建好于房建，服务业平稳回升

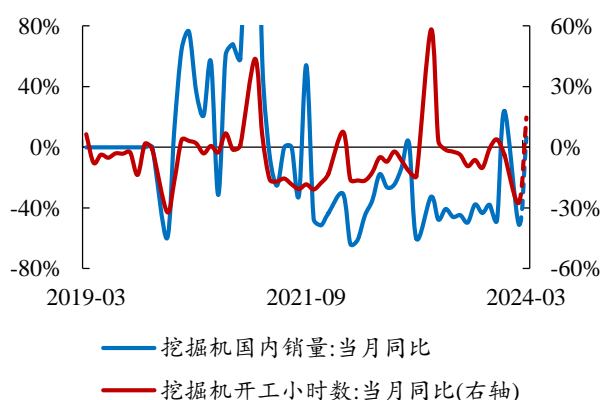
(1) **建筑业**：气候转暖叠加节后集中开工，3月建筑业PMI改善了2.7个百分点至56.2%，其中土木工程建筑PMI为59.8%，指向基建好于房建。截至3月31日专项债发行进度16.3%，显著低于往年平均水平；实物工作量方面，3月石油沥青、水泥开工率低位运行，挖掘机国内销量和开工小时数预计同比转正。考虑到固投基数调整，3月基建增速大概率仍较高。

图10：3月建筑业PMI小幅回升



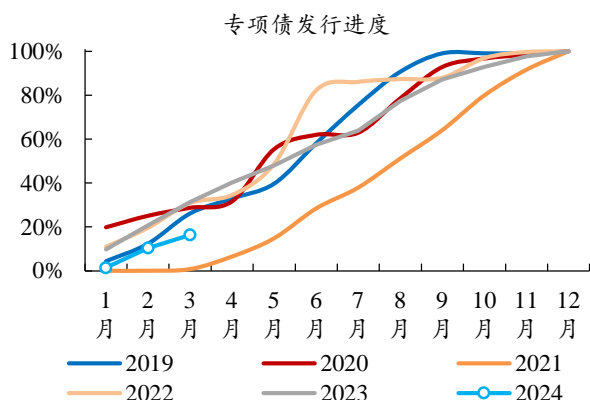
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：挖掘机内销和开工小时数预计同比正增



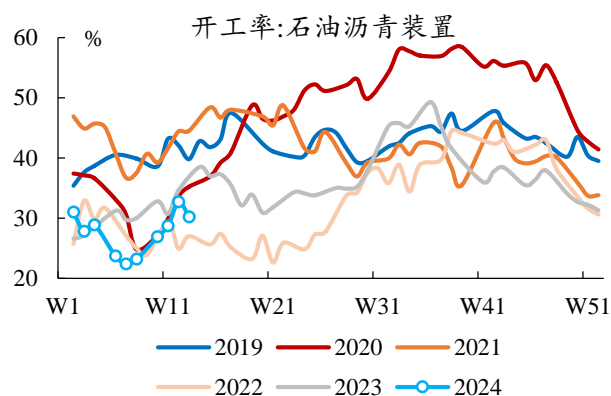
数据来源：Wind、CME、今日工程机械、开源证券研究所；注：2024年3月为预测数据

图12: 3月专项债发行进度偏慢



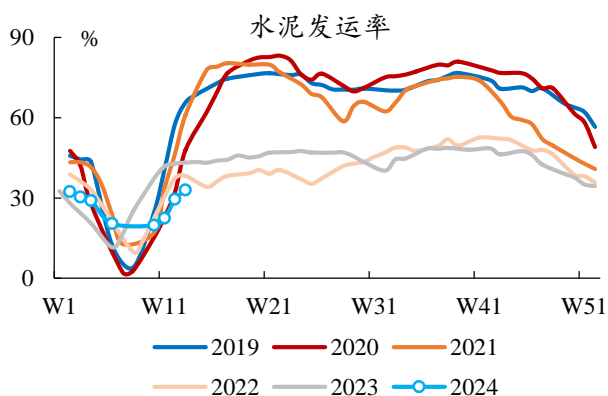
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 3月石油沥青开工率处于低位



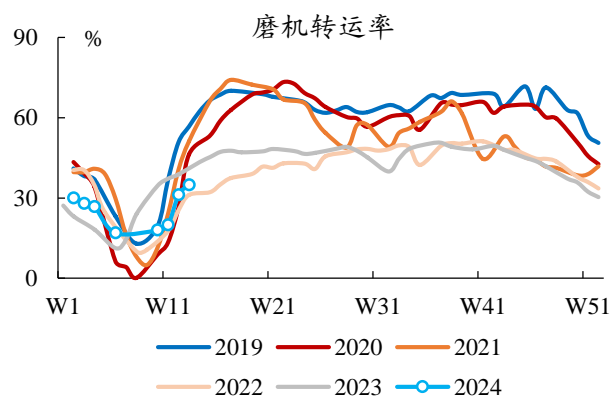
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 3月水泥发运率处于低位



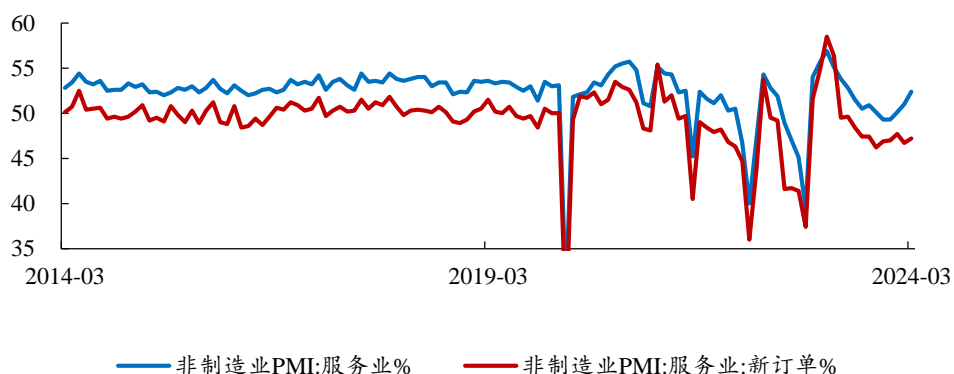
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 3月水泥磨机运转率低于往年



数据来源: Wind、开源证券研究所

(2)服务业: 3月PMI为52.4%、较前值改善了1.4个百分点, 表征预期的服务业新订单PMI为47.2%, 处于荣枯线下。分行业来看, 权益市场反弹提振货币金融服务景气度, 新房销售弱、二手房以价换量, 房地产商务活动指数低于临界点。

图16：3月服务业PMI回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、对年初定价的再修正：也论 2024 与 2023 的异与同

3月PMI的绝对水平不算高，但两大亮点值得一提：供需结构改善+外需大幅回暖，包括汽车、消费电子、纺织纺服等出口链有望受益。总体来看，是一份能提供信心支撑的数据。

2024年和2023年的共性在于经济修复斜率不高、地产承压、价格水平偏弱、权益市场持续修正年初“错误定价”等，但是传导路径截然不同：前者年初过于乐观，在预期落空的过程中权益市场逐渐失去信心，对利空敏感、对利好钝感；后者则年初过于悲观，在情绪集中释放后对利好敏感、对利空钝感，对年初错误定价的修正形成了向上螺旋。因此，尽管经济实质性改善仍需更多数据来验证，但中长期来看积极因素正在积聚。

4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn