



宏观点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

《产能过剩开始有所缓解的三点线索——2月PMI数据点评》

PMI当前三大亮点和未来三大关注点

——3月PMI数据点评

投资要点:

- 核心观点:** 3月PMI在季节性回升的基础上,叠加复工复产、重大项目推动和外部需求支撑,建筑业PMI以及小型企业PMI景气度超预期回升。一般来说,3月PMI存在季节性上行,但是此次上行幅度超市场预期,为更好分析数据超预期原因,我们梳理了3月PMI数据的三大亮点以及未来的三大关注点。三大亮点分别为:供需视角下,3月供需均呈现改善状态,需求不足问题边际小幅改善;结构视角下,大中小企业分化程度减弱,小型企业景气度回升明显;非制造业视角下,复工复产加速+重大项目推动建筑业景气度回升。三大亮点依托政策支撑,后续仍需关注政策落地及边际变化。除此之外,3月PMI数据也存在三点待后续验证:价格视角下,上游和下游价格指数差加大,未来需关注价格自上游至下游的传导;库存视角下,设备效能标准、设备更新和以旧换新政策加速落地,未来实际补库或将开启;外贸视角下,进出口指数重返扩张区间,出口支撑下需求问题的边际改善值得关注。当前从高频数据来看,仍然存在内需不足、内生动力较弱的情况,后续仍需观察。我们预计:往后看,1-2月经济数据开门红叠加3月PMI超预期,一季度GDP增速可能超市场预期。
- 总览:** 3月制造业以及非制造业PMI超季节性双双回升,重回荣枯线以上。2024年3月,中国制造业采购经理指数(制造业PMI)为50.8%,较上月上升1.7个百分点,重回扩张区间且强于季节性,受疫情影响,2020年2月制造业PMI仅为35.7%,剔除2020年后,2019-2023年3月PMI平均回落0.3个点,2024年3月环比上升点位处于近年来高位,指向制造业压力缓解、景气度回升。3月中国非制造业商务活动指数(非制造业PMI)为53.0%,较上月上升1.6个百分点。其中,建筑业PMI回升2.7个点至56.2%,服务业PMI回升1.4个点至52.4%。3月综合PMI产出指数回升1.8个点至52.7%,指向我国企业生产经营活动扩张加快。一般来说,3月PMI存在季节性上行,但是此次上行幅度超市场预期,因此我们梳理了3月PMI数据的三大亮点以及未来的三大关注点:
- 亮点一:** 供需视角下,供需均呈现改善状态,需求不足问题边际小幅改善。从供给端来看,3月生产指数为52.2%,较前月回升2.4个百分点,制造业供需景气水平明显回升;从需求端来看,3月新订单指数为53.0%,较前月回升4.0个百分点。从行业看,木材加工及家具、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业两个指数均位于55.0%以上较高景气区间,供需释放较快;石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数低于临界点,景气水平偏低。整体来看,生产和需求均从收缩区间转为扩张区间,供需景气度均有改善,在此带动下,制造业企业采购活动明显增加,采购量指数为52.7%,比上月上升4.7个百分点。

- **亮点二：结构视角下，大、中、小型企业分化程度减弱，小型企业景气度回升明显。**3月大型企业 PMI 为 51.1%，较前月回升 0.7 个百分点，大型企业景气水平连续 11 个月保持在临界点及以上，持续发挥支撑引领作用：中型企业 PMI 为 50.6%，较前月回升 1.5 个百分点；小型企业 PMI 为 50.3%，较前月回升 3.9 个百分点，12 个月以来首次升至扩张区间，整体来看，不同规模企业生产经营状况均有所改善。**分项来看，大小中型企业分化程度减弱，小型企业景气度回升明显。**三种类型企业 PMI 分项中，经营活动预期和收费价格 PMI 均在荣枯线上方，存货、订单、生产经营人员、新订单和中间投入价格 PMI 多位于收缩区间，仅小型公司 3 月新订单 PMI 位于扩张区间，为 50.1%，大型和中型企业新订单 PMI 均位于荣枯线以下，分别为 49.2%和 44.4%。大、小、中型公司经营活动预期远高于荣枯线，分别为 61.0%、59.3%和 56.1%，收费价格 PMI 也处于扩张区间，分别为 55.6%、54.4%和 50.0%。此外，三种类型的公司供应商配送 PMI 分别为 51.6%、51.0%和 50.8%，但由于其为逆向指标，因此其实际位于收缩区间。**小型企业景气度回升明显，新订单是主要支撑。**具体来看，小型企业 PMI 分项中，经营活动预期、经营活动状况和新订单分别为 59.3%、54.4%和 50.1%，均处于扩张区间，但是扩张幅度有所收窄，在手订单和国外新订单分别为 44.5%和 49.8%，虽然位于收缩区间但是环比上升表明收缩幅度在缩小。**我们认为，小型企业重回景气区间有两点原因：**一是国内视角上，主因政策支持，2024 年，工信部将重点建设 100 个左右中小企业特色产业集群，推进实施中小企业数字化赋能专项行动。中央财政连续 3 年支持 4 万多家中小企业实施数字化改造，促进中小企业专精特新发展。二是海外视角上，外需韧性强，出口回暖带动中小企业产销改善，巩固回升向好势头。
- **亮点三：非制造业视角下，复工复产加速+重大项目推动建筑业景气度回升。**3月中国非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）为 53.0%，较上月上升 1.6 个百分点。其中，建筑业 PMI 回升 2.7 个点至 56.2%，服务业 PMI 回升 1.4 个点至 52.4%。整体来看，非制造业中，建筑业景气度回升最快，**分项来看，建筑业 PMI 分项中，经营活动预期和经营活动状况分别为 59.2%和 56.2%，均处于扩张区间，并且扩张幅度有所加大，在手订单和新订单分别为 45.2%和 49.8%，虽然位于收缩区间但是环比上升表明收缩幅度在缩小。****我们认为，建筑业景气度回升较大主因：**一是 3 月天气转暖，各地建筑工程施工进度加快，建筑业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 2.7 个百分点，建筑业总体扩张加快，业务活动预期指数为 59.2%，比上月上升 3.5 个百分点，表明建筑业企业对近期行业发展信心增强；二是各省份重大项目清单+国债项目逐步落地，2 月 7 日，发改委下达 2023 年增发国债第三批项目清单，至此 2023 年 1 万亿元增发国债项目全部下达完毕，实物工作量有望加快形成，对建筑业景气度形成支撑。但是也要关注到，地方化债背景下，建筑业商务活动指数承压。
- **关注点一：价格视角上，上游和下游价格指数差加大，未来关注价格自上游至下游的传导。**3月主要原材料购进价格指数为 50.5%，较前月上升 0.4 个百分点；出厂价格指数为 47.4%，较前月下降 0.7 个百分点。原材料和产成品价格指数一强一弱，价格差大幅扩张。高频数据显示 3 月以来主要工业品期货收盘价普涨，截至 3 月 29 日，纸浆、IPE 布油和 LME 铜分别上涨 4.9%、4.3%和 4.1%。**原料购进价格上涨主因：**一是 UPM、Metsa 等芬兰浆厂巨头近期宣布暂时关停部分纸浆

工厂，纸浆供给或受到一定程度的扰动因而带动纸浆价格上涨；二是 3 月欧佩克达成协议延长减产至 2024 年中旬，有望改善原油供给过剩的局面，其他工业品价格上涨可能系油价反弹拉动；三是国内节后复工复产，建筑业施工走旺，一定程度上改善了工业品需求；四是 2 月全球制造业 PMI 维持荣枯线上方，全球制造业景气度回升，海外工业品供给承压。出厂价格指数仍未进入扩张区间主因：万亿国债以及稳增长政策虽已逐步兑现，但上游原材料购进价格传导至下游出厂价格仍需时间。

- **关注点二：库存视角上，设备效能标准、设备更新和以旧换新政策加速落地，未来实际补库或将开启。** 3 月原材料库存指数为 48.1%，较前月上升 0.7 个百分点，产成品库存指数为 48.9%，较前月上升 1.0 个百分点，两个库存指数均仍处收缩区间，但是收缩速度较 2 月有所放缓。**预计 Q1 后或逐步开启补库周期，主要有两点原因：**一是产出缺口辅助判断补库周期即将开启，用产成品库存+生产代替供给，用在手订单+新订单代替需求，计算得出 3 月产出缺口增速自 2 月的环比 7.4% 下降至 3 月的 -9.7%，也可验证产能过剩加速环节，补库周期即将开启；二是设备效能标准、设备更新和以旧换新政策有望助力补库开启，2 月 7 日，国家发展改革委同工业和信息化部等部门印发了《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平》，强调“加快提升产品设备节能标准。”有望加速各行业中能效偏低产品设备的“出清”。3 月 7 日，国务院关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，多项政策有助于推进再制造和梯次利用，政策效果或将逐步显现助力补库周期开启。
- **关注点三：外贸视角上，进出口指数重返扩张区间，关注需求不足的边际改善。** 从出口端来看，3 月制造业新出口订单回升 5.0 个百分点至 51.3%，可能与全球制造业景气度连续两个月回升有关；从高频数据来看，年初以来，中国出口集装箱运价指数上涨 29.0%，3 月宁波集装箱运价指数触底 1207.92 点位后反弹至 1247.48 点，新出口订单与出口金额相关性较强，预计我国 3 月出口增速有望延续 2 月高增态势；从进口端来看，3 月进口订单回升 4.0 个点至 50.4%，侧面验证需求不足问题边际小幅改善。整体来看，外需较内需较快恢复，带动新出口订单和进口订单指数稳定处于扩张区间。
- **总体看，3 月 PMI 在季节性回升的基础上，叠加复工复产、重大项目推动和外需支撑，建筑业 PMI 以及小型企业 PMI 景气度超预期回升。** 三大亮点分别是：产需视角下，供需均呈现改善状态，需求不足问题边际小幅改善；结构视角下，大中小企业分化程度减弱，小型企业景气度回升明显；非制造业视角下，复工复产加速+重大项目推动建筑业景气度回升。但是三大亮点仍依托政策支持，后续仍需关注政策的边际变化，除此之外，3 月 PMI 数据本身也反映出几点关注，价格视角上，上游和下游价格指数差加大，未来关注价格自上游至下游的传导；库存视角上，设备效能标准、设备更新和以旧换新政策加速落地，未来实际补库或将开启；外贸视角上，进出口指数重返扩张区间，关注需求不足的边际改善。当前从高频数据来看，仍然存在内需不足、内生动力较弱的情况，后续仍需观察。
- **往后看，1-2 月经济数据开门红叠加 3 月 PMI 超预期，一季度 GDP 增速或超预期。** 基本面看，结合高频数据，4 月 PMI 可能季节性小幅回落。从政策来看，两会以后，增量政策主要关注推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动具体落

地情况，或成为重大项目外，财政端发力新抓手。此外，严监管或成为证监会下一阶段工作重点，证监会或将着力提升上市公司质量，促进资本市场高质量发展。目前来看，在地方层面，重大项目清单逐步落地，多地加速开工，有望加速推进落实工业稳增长政策。往后看，由于 1-2 月经济数据开门红，加之 3 月 PMI 超预期，一季度 GDP 增速或将超市场预期。

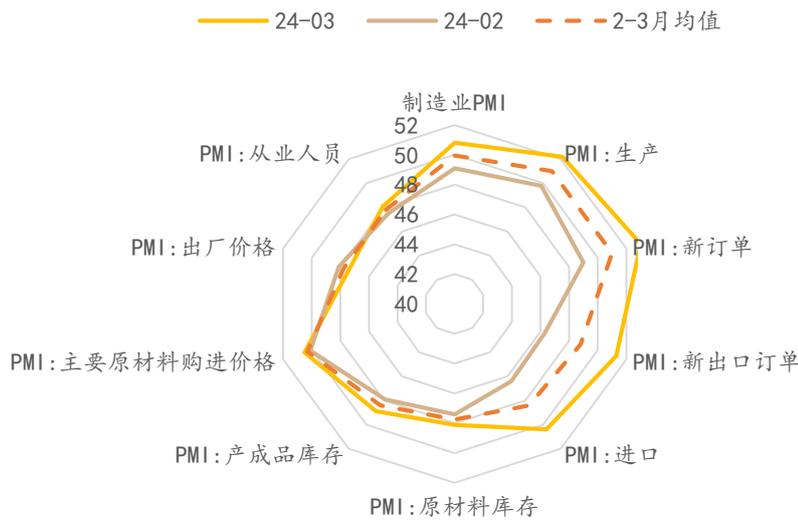
- **风险提示：**稳增长政策对内需的拉动效果不及预期；三大工程进展不及预期；房地产市场恢复不及预期；美联储货币政策超预期；外需恢复不及预期；化债进度不及预期。

表 1: 2024 年 3 月 PMI 数据概览

	单位: %	24-03	相对上月变化	荣枯线上下	相对 19-23 五年同期均值变化	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09
制造业 PMI 及分项	制造业 PMI	50.8	1.7	上	-1.1	49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2
	新订单	53.0	4.0	上	4.5	49.0	49.0	48.7	49.4	49.5	50.5
	新出口订单	51.3	5.0	上	-1.7	46.3	47.2	45.8	46.3	46.8	47.8
	生产	52.2	2.4	上	3.9	49.8	51.3	50.2	50.7	50.9	52.7
	原材料库存	48.1	0.7	下	-0.1	47.4	47.6	47.7	48.0	48.2	48.5
	产成品库存	48.9	1.0	下	-0.2	47.9	49.4	47.8	48.2	48.5	46.7
	供货商配送时间	50.6	1.8	上	-6.5	48.8	50.8	50.3	50.3	50.2	50.8
	主要原材料购进价格	50.5	0.4	上	-1.6	50.1	50.4	51.5	50.7	52.6	59.4
	出厂价格	47.4	-0.7	下	-2.0	48.1	47.0	47.7	48.2	47.7	53.5
	从业人员	48.1	0.6	下	1.2	47.5	47.6	47.9	48.1	48.0	48.1
	在手订单	47.6	4.1	下	-4.2	43.5	44.3	44.5	44.4	44.2	45.3
	采购量	52.7	4.7	上	3.5	48.0	49.2	49.0	49.6	49.8	50.7
	进口	50.4	4.0	上	-5.8	46.4	46.7	46.4	47.3	47.5	47.6
	生产经营活动预期	55.6	1.4	上	3.3	54.2	54.0	55.9	55.8	55.6	55.5
按企业类型划分	大型企业	51.1	0.7	上	0.7	50.4	50.4	50.0	50.5	50.7	51.6
	中型企业	50.6	1.5	上	1.1	49.1	48.9	48.7	48.8	48.7	49.6
	小型企业	50.3	3.9	上	-10.3	46.4	47.2	47.3	47.8	47.9	48.0
非制造业商务活动指数及分项	商务活动	53.0	1.6	上	4.5	51.4	50.7	50.4	50.2	50.6	51.7
	建筑业	56.2	2.7	上	-4.4	53.5	53.9	56.9	55.0	53.5	56.2
	服务业	52.4	1.4	上	-0.4	51.0	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9
趋势性变化	动能: 新订单-生产	0.8	1.6	-	0.6	-0.8	-2.3	-1.5	-1.3	-1.4	-2.2
	内需: 新订单-新出口订单	1.7	-1.0	-	6.2	2.7	1.8	2.9	3.1	2.7	2.7
	库存: 原材料库存+产成品库存	97.0	1.7	-	-0.4	95.3	97.0	95.5	96.2	96.7	95.2
	价差: 出厂价格-原材料购进价格	-3.1	-1.1	-	-0.4	-2.0	-3.4	-3.8	-2.5	-4.9	-5.9

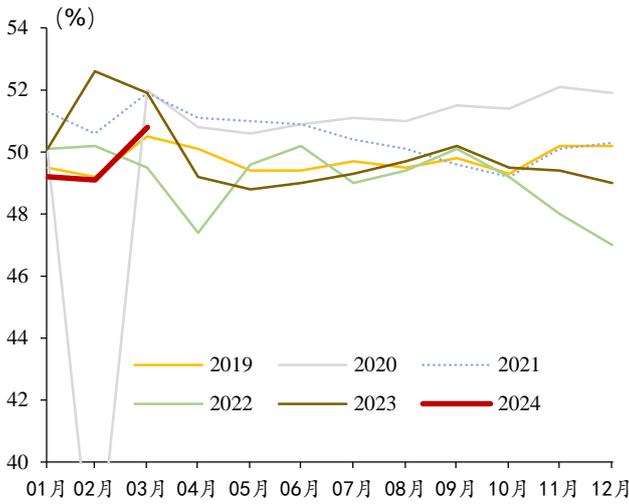
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: 制造业 PMI 主要分项指标 (%)



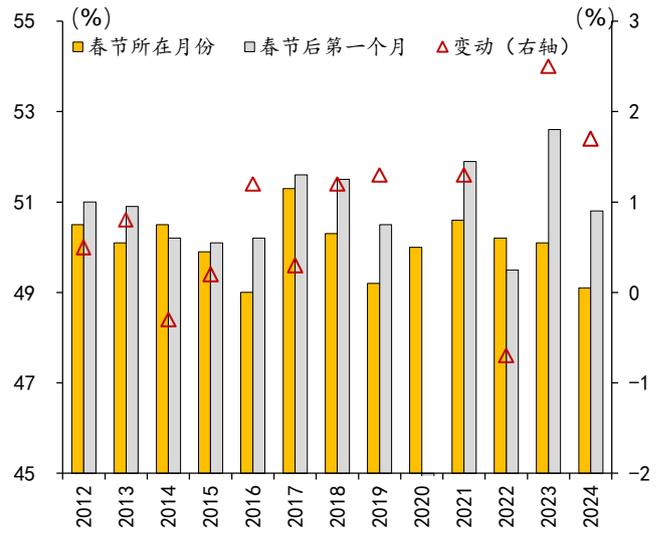
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2：3 月制造业 PMI 季节性回升



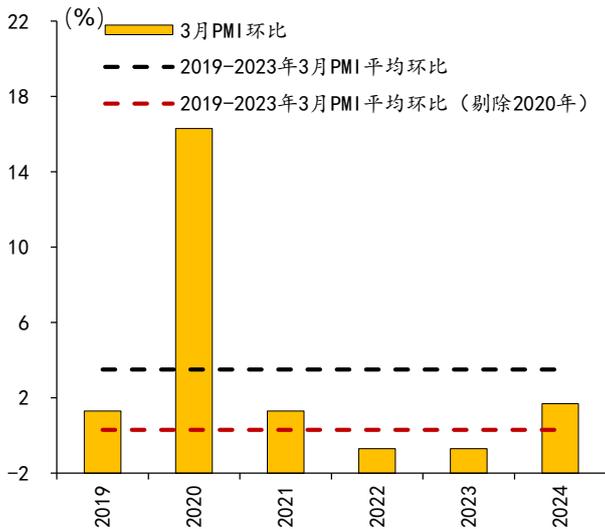
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：2024 年 3 月制造业 PMI 环比+1.7 个百分点，与 2012-2023 年历年春节后第一个月 PMI 的变动幅度相比处于高位



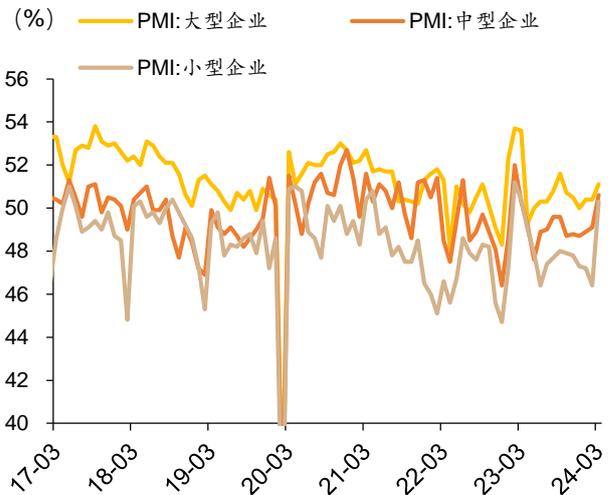
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2024 年 3 月制造业 PMI 高于过去五年环比均值 (剔除 2020 年疫情极端值)



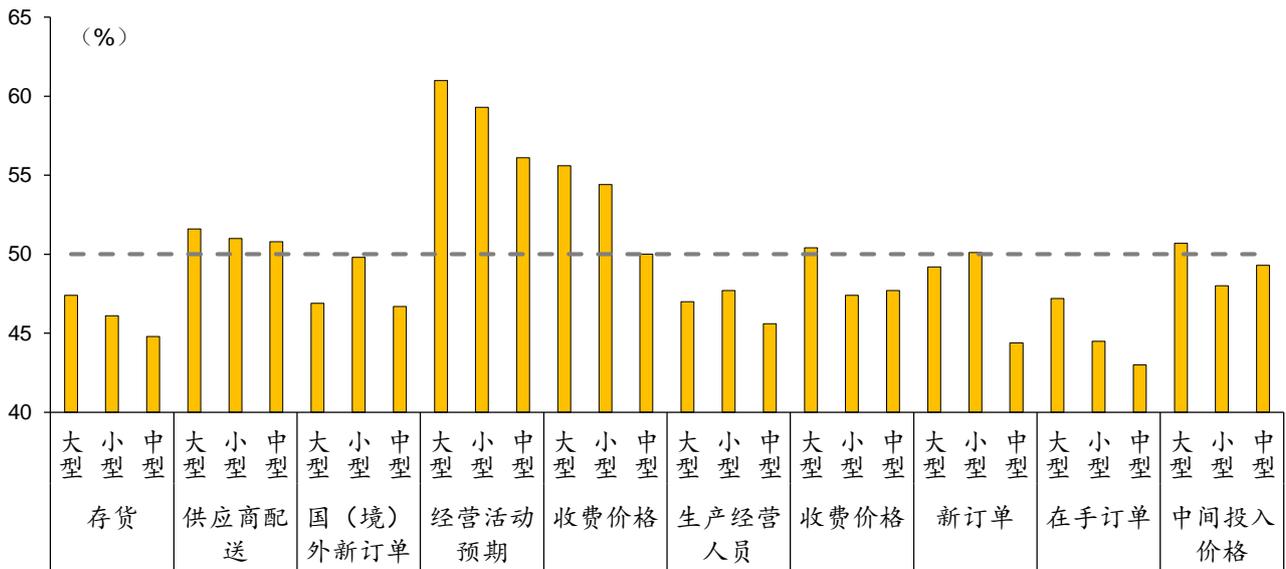
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：PMI 分企业规模：小型企业 3 月 PMI 景气度回升领先



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：大中小型企业分项 PMI：经营活动预期和收费价格 PMI 在荣枯线上方，存货、订单、生产经营人员、新订单和中间投入价格 PMI 多位于收缩区间



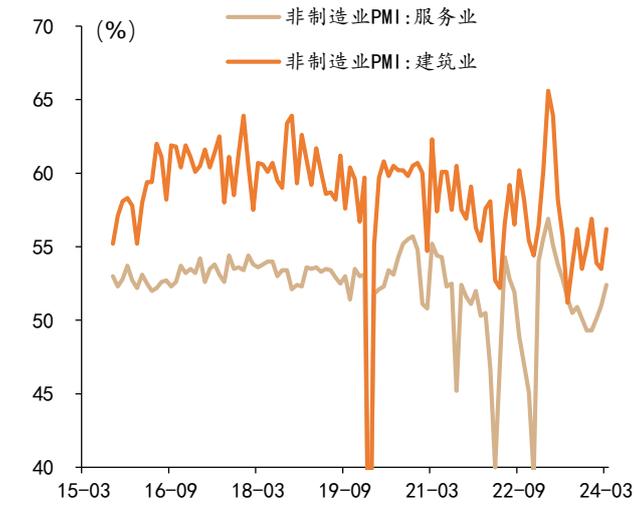
资料来源：Wind，德邦研究所

表 2：小型企业 PMI 分项：经营活动预期、经营活动状况和新订单分别为 59.3%、54.4%和 50.1%，均处于扩张区间 (%)

小型企业 PMI 结构分项	走势图	相对上月变化	荣枯线上下	2403	2402	2401	2312	2311	2310	2309	2308
存货		-2.9	下	46.1	49.0	46.1	47.4	46.9	45.4	45.1	45.7
供应商配送		0.0	上	51.0	51.0	52.0	51.9	51.8	51.8	50.7	51.5
国(境)外新订单		0.2	下	49.8	49.6	44.3	48.1	43.6	51.3	49.4	47.8
经营活动预期		-1.4	上	59.3	60.7	64.6	64.9	61.9	60.8	60.8	57.7
经营活动状况		-5.5	上	54.4	59.9	52.4	55.9	50.6	51.3	51.4	52.1
生产经营人员		-1.9	下	47.7	49.6	48.2	47.6	47.7	46.9	46.9	49.6
收费价格		0.2	下	47.4	47.2	47.9	50.1	48.1	48.2	46.8	47.0
新订单		-2.1	上	50.1	52.2	48.8	53.7	48.6	46.9	48.5	48.3
在手订单		1.1	下	44.5	43.4	44.7	46.0	43.9	43.2	43.2	44.0
中间投入价格		-2.3	下	48.0	50.3	49.3	50.4	50.2	49.4	49.4	50.1

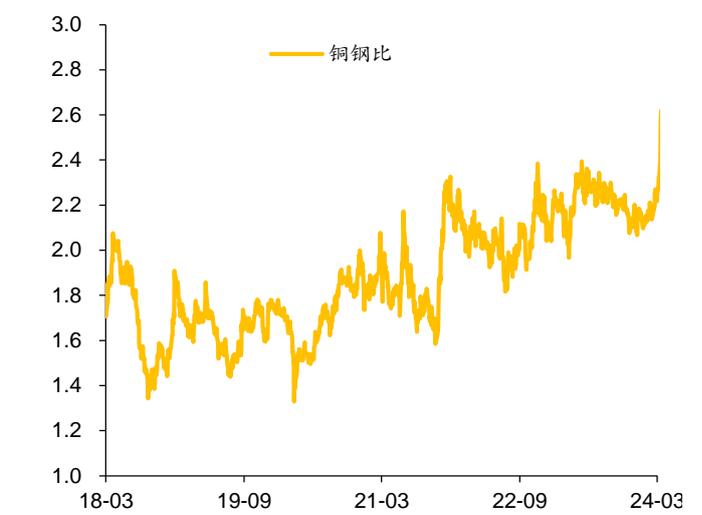
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：3 月建筑业 PMI 回升 2.7 个点至 56.2%



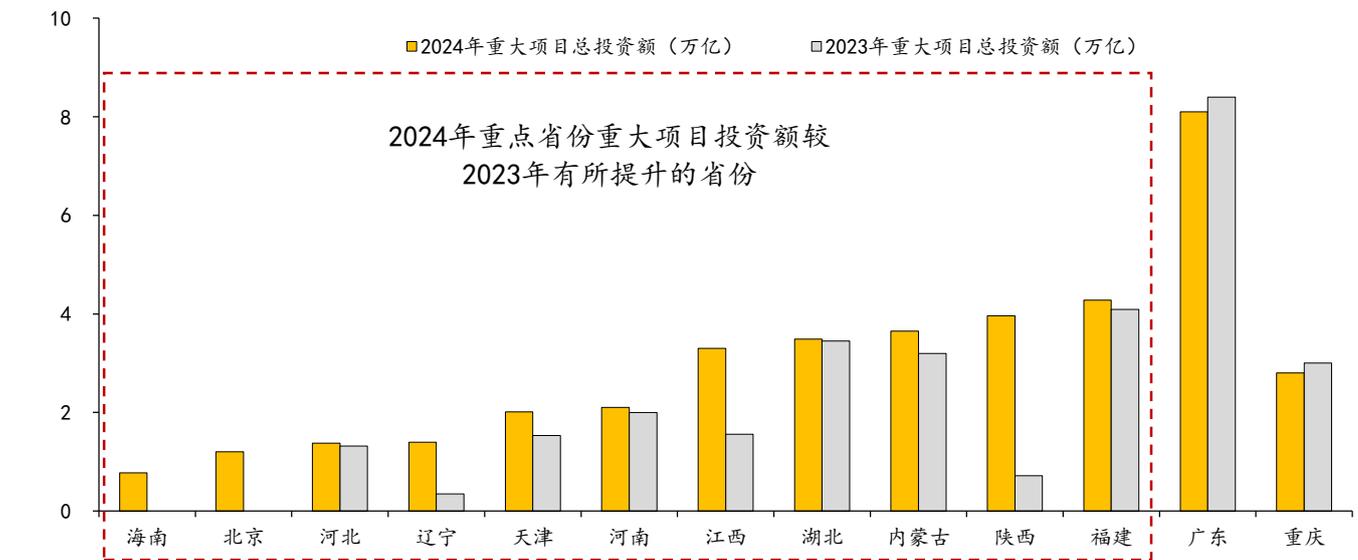
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：铜钢比上行验证：建筑业强，制造业弱的趋势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2024 年重点省份重大项目投资额较 2023 年有所提升



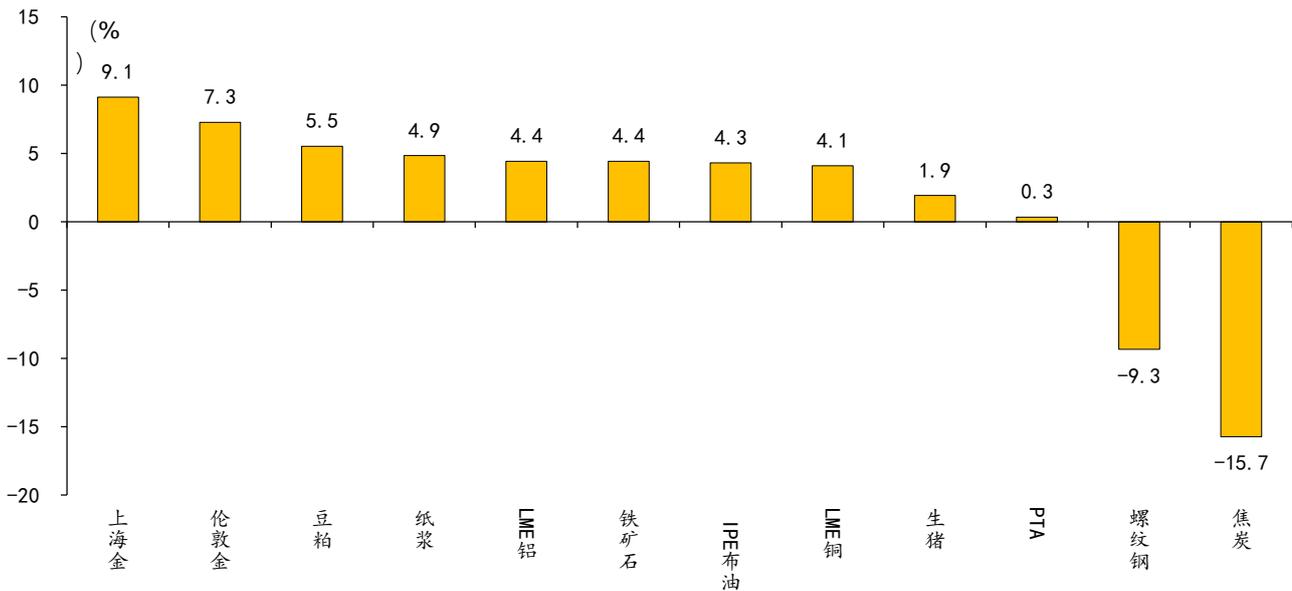
资料来源：北京市重大项目建设指挥部等，德邦研究所

表 2：建筑业 PMI 分项中：经营活动预期和经营活动状况分别为 59.2%和 56.2%，均处于扩张区间，并且扩张幅度有所加大（%）

建筑业PMI 结构分项	走势图	相对上月变化	荣枯线上下	2403	2402	2401	2312	2311	2310	2309	2308
存货		1.1	下	46	44.9	45	45.4	45.9	46.4	45.7	45
供应商配送		1.6	上	50.6	49	52.1	50.9	50.6	51.4	50.6	51.6
国（境）外新订单		-0.8	下	49.8	50.6	39.6	57.6	54.2	51.6	49.3	54.4
经营活动预期		3.5	上	59.2	55.7	61.9	65.7	62.6	61.4	61.8	60.3
经营活动状况		2.7	上	56.2	53.5	53.9	56.9	55	53.5	56.2	53.8
生产经营人员		-1.9	下	45.7	47.6	50.1	51.7	48.2	46.4	46.3	44.7
收费价格		-0.5	下	48.4	48.9	50.4	51.7	51.3	50	51.5	50.4
新订单		0.9	下	48.2	47.3	46.7	50.6	48.6	49.2	50	48.5
在手订单		0.5	下	45.2	44.7	44.3	47	45.7	46.9	45.9	44.9
中间投入价格		-3.8	下	48.2	52	52	51.4	53.1	49.9	54.7	48.4

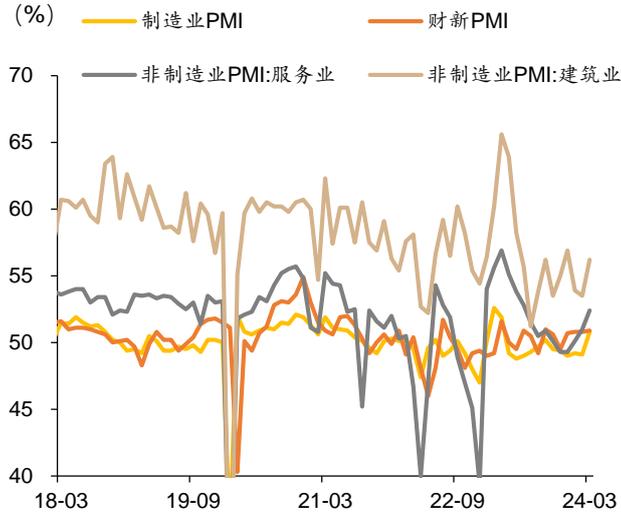
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：商品价格累计涨跌幅（3 月至今）：内需相关的螺纹钢和焦炭跌幅领先



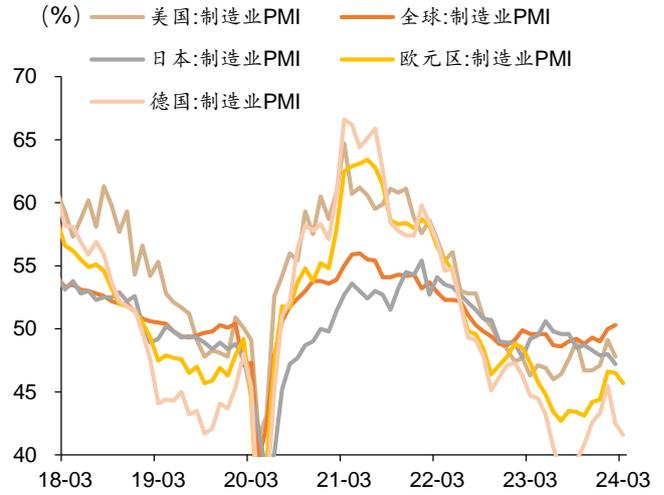
资料来源：Wind，德邦研究所
注：截止 3 月 29 日

图 11: 3 月财新 PMI 为 50.9%



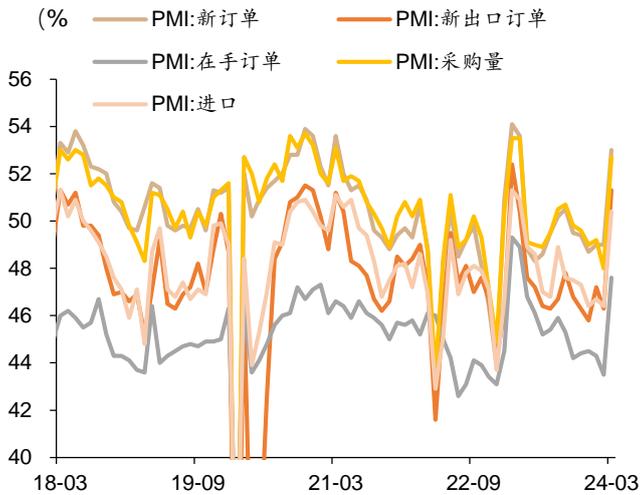
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 海外 PMI 指数



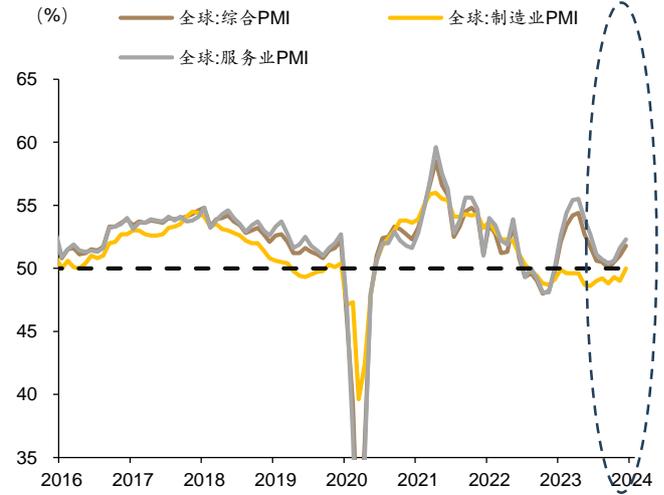
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 3 月制造业 PMI 订单指数多为环比上升



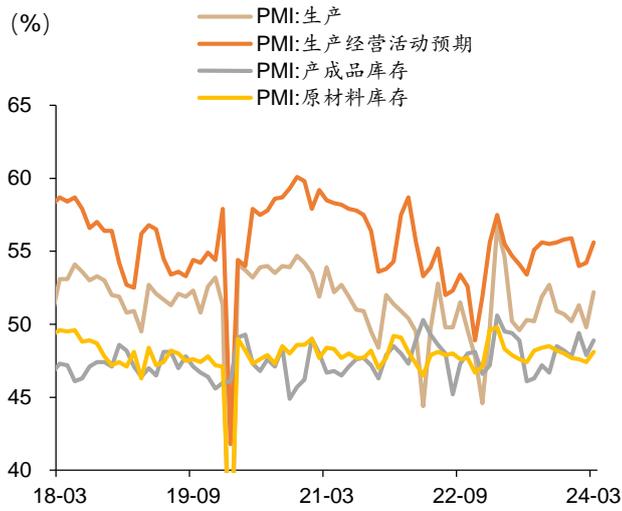
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 2 月全球制造业 PMI 回归荣枯线上方



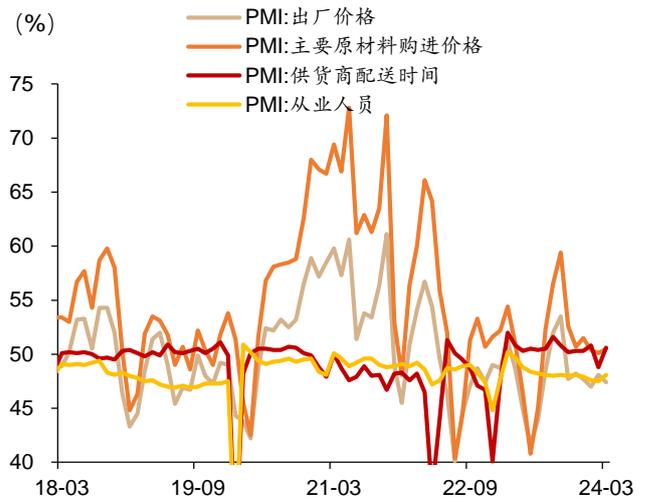
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15: 3 月 PMI 生产经营活动预期指数较上月+1.4 个百分点



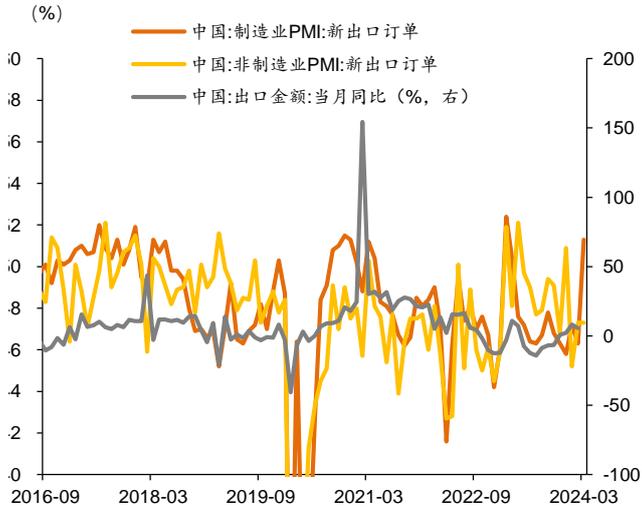
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 3 月主要原材料购进价格和用工人数量景气度较 2 月小幅上升



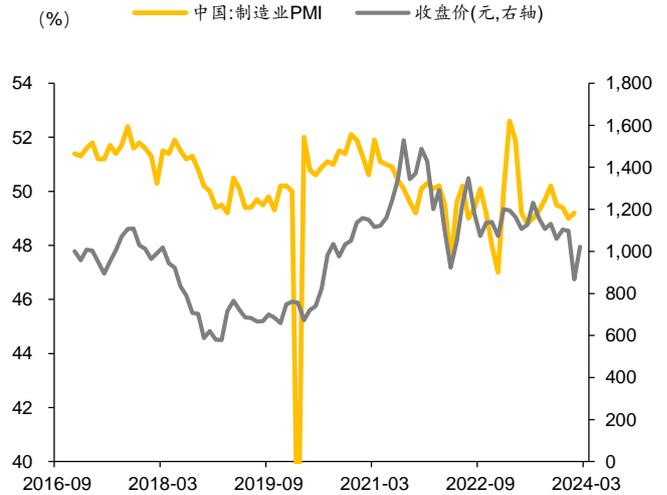
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 制造业 PMI 领先出口 1-2 个月



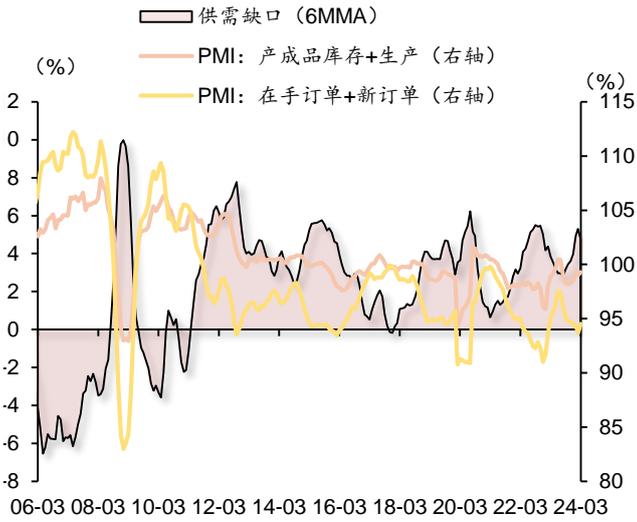
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 中证机床指数收盘价与制造业 PMI 走势接近



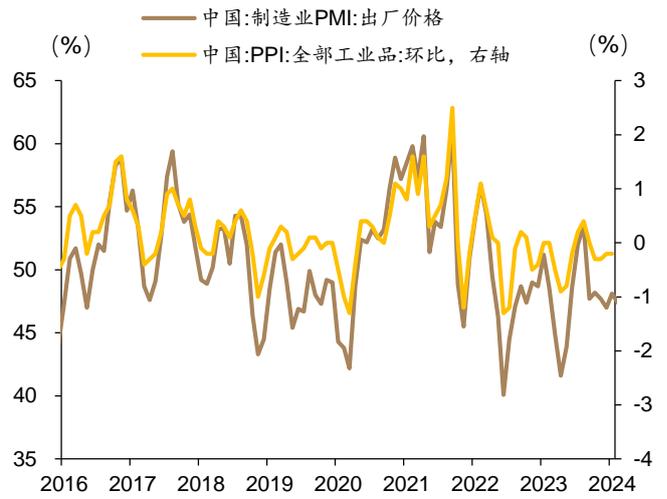
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 19: 2 月供需缺口环比增速放缓



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 20: PMI 出厂价格与 PPI 拟合度较好



资料来源: Wind, 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。