

需求回暖推动 PMI 重回荣枯线上 ——2024年3月 PMI 数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

邮箱：yuyong@zts.com.cn

相关报告

要点

- 2024年3月，官方制造业 PMI 与非制造业 PMI 分别为 50.8%和 53.0%，环比分别提升 1.7 和 1.6 个百分点。我们认为有以下六点值得关注：
- **第一，制造业 PMI 重回荣枯线上，环比回升幅度超季节性。**3月制造业 PMI 为 50.8%，时隔 5 个月重回荣枯线上，而且是 2023 年 4 月以来的最高值。3 月制造业 PMI 回升，部分源于季节性，2015-2019 年的 3 月制造业 PMI 环比平均回升 0.82 个百分点，2015-2019 年春节的下一个月份制造业 PMI 环比平均回升 0.84 个百分点。今年 3 月的制造业 PMI 环比回升幅度（1.7 个百分点）高于季节性，或表明经济内生动能有低位修复之势。
- **第二，制造业 PMI 的供需两端指标均明显改善，尤其是新出口订单指数。**3 月制造业 PMI 生产指数和新订单指数分别为 52.2%和 53.0%，环比分别回升 2.4 和 4.0 个百分点。对比来看，2015 年-2019 年两者同期的平均回升幅度分别为 1.8 个百分点和 1.2 个百分点，今年 3 月的改善程度明显更大。新出口订单指数从 46.3%提高至 51.3%，创 2023 年 3 月以来的新高。
- 从高频指标看，房地产业尚未出现拐点，内需改善可能和政策推动下，基建项目的实物工作量加快形成有关。外需方面，春节月份通常是新出口订单指数的低点，而节后回升，比如从 2023 年 1 月的 46.1%回升到 2 月的 52.4%。一季度合并看，2024 年一季度新出口订单指数平均为 48.3%，高于 2023 年四季度的 46.3%，但低于 2023 年一季度的 49.6%。我们认为，2024 年 1-2 月的出口增速超预期，受春节错月的影响较大，一季度出口边际改善，但对一季度整体的出口同比读数不宜高估。
- **第三，多数指标显示 3 月制造业企业在补库。**除出厂价格指数回落外，制造业 PMI 的库存、进口、采购量等分项指数均回升，呈现补库特征。其中，3 月制造业 PMI 产成品库存指数、原材料库存指数分别为 48.9%和 48.1%，环比分别回升 1.0 和 0.7 个百分点。采购量指数和进口指数分别回升 4.7 和 4.0 个百分点，亦可印证制造业企业的生产在加快。考虑到春节影响下的低基数，制造业企业补库的持续性还有待观察。
- 不过出厂价格指数再度回落 0.7 个百分点，产能过剩可能是 2024 年制造业企业面临的突出问题。国家统计局领导在解读 3 月官方 PMI 数据时，称“反映行业竞争加剧、市场需求不足的企业比重仍然较高”。我们认为，2024 年需要关注出口订单转移，进而加剧国内产能过剩的风险。
- **第四，高技术制造业 PMI 为近两年来的新高，小企业 PMI 重回荣枯线上。**3 月高技术制造业、装备制造业和消费品行业的 PMI 分别为 53.9%、51.6%和 51.8%，环比分别提高 3.1、2.1 和 1.8 个百分点。高技术制造业 PMI 是 2022 年以来的最高值。政府工作报告将“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”作为 2024 年政府各项工作的首位，高技术制造业 PMI 的高景气有望延续。
- **具体行业方面，3 月电气机械、电子和汽车等行业景气度较高。**国家统计局指出，化学纤维及橡胶塑料制品、汽车、计算机通信电子设备等行业新订单指数与进口指数均高于临界点。农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数均位于 60.0%以上

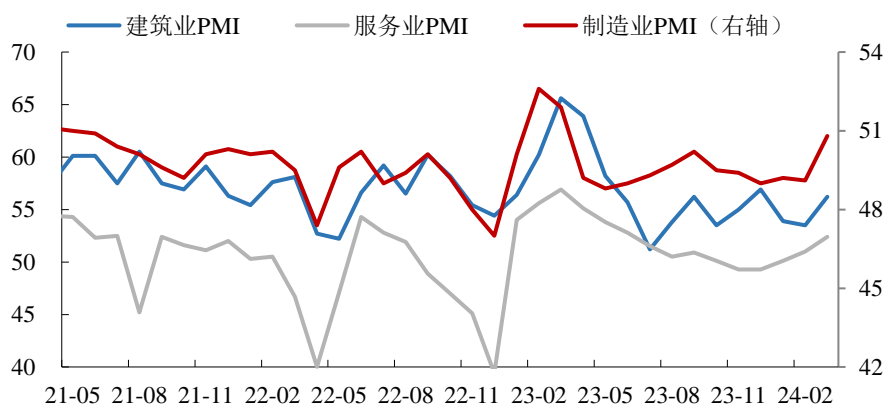
高位景气区间。

- 3月大、中、小型制造业企业的 PMI 分别为 51.1%、50.6%和 50.3%，环比分别提高 0.7、1.5 和 3.9 个百分点。小型制造业企业 PMI 是 12 个月来首次回升到荣枯线上，可能和春节影响下的低基数有关，2 月各规模企业中它的制造业 PMI 降幅是最大的，国家统计局当时表示“小型企业受春节假日影响更为明显，生产经营活动放缓”。
- **第五，非制造业中，服务业和建筑业的商务活动指数均明显改善。**2024 年 3 月，服务业商务活动指数和建筑业商务活动指数分别为 52.4%和 56.2%，环比分别提高 1.4 和 2.7 个百分点，改善幅度均超过季节性。
- **3 月服务业的景气或由生产性服务业拉动，居民相关的餐饮行业景气度走弱。**国家统计局表示，与企业生产密切相关的服务行业生产经营较为活跃，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数位于 60.0%以上高位景气区间。批发、铁路运输、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于 53.0%及以上，餐饮、房地产等行业商务活动指数低于临界点。
- **建筑业商务活动指数表明近期基建开工改善。**2 月异常天气以及春节扰动下，基建开工不及预期，建筑业 PMI 回落。3 月建筑业商务活动指数、新订单指数，分别环比回升 2.7 个百分点和 0.9 个百分点，3 月以来特别国债等对应的重大基建项目，可能加快了开工。
- 总的来说，2024 年 3 月官方制造业 PMI 超季节性回升，主要受基建项目落地、出口边际回暖等的拉动，需求改善后生产也在加快恢复。但 PMI 作为环比指标，易受春节因素的扰动，加之房地产仍在磨底，2024 年中国出口也面临订单流出的风险，实现全年 GDP 增速目标有待政策进一步托底。
-
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图表目录

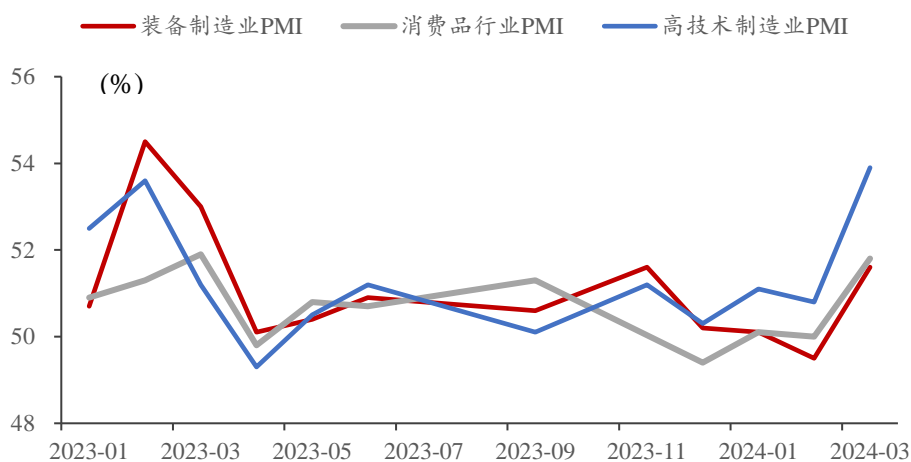
图表 1: 制造业、建筑业与服务业的官方 PMI 走势.....	- 4 -
图表 2: 装备制造业、消费品行业和高技术行业 PMI.....	- 4 -

图表 1: 制造业、建筑业与服务业的官方 PMI 走势



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 装备制造业、消费品行业和高技术行业 PMI



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。