

## 外需边际回暖，高端制造景气度走高

——3月 PMI 数据点评

2024年04月01日

- **事件：**3月中采制造业 PMI 为 50.8%，较上月上行 1.7 个百分点，非制造业 PMI 53%，较上月上行 1.6 个百分点。
- **制造业 PMI 重回荣枯线上方，季节效应、节后复工复产带来拉动。**自 2023 年 9 月以来制造业重回荣枯线上方。3 月对比历年环比上行幅度较大，经济处于稳步修复的状态。
- **产需两端回暖，外需逐步修复，需求端拉动较强。**分项来看，生产指数重回景气区间，春节后务工人员返岗，复工复产提速。下游高端制造行业景气度较高，上游煤炭、黑色金属加工景气度偏低。新订单、新出口订单、进口指数均上行，需求端回升幅度较大。美国制造业 PMI 继续上行，经济表现具有较强韧性，日本也环比上行，德国继续下探，法国也有所下行，英国制造业 PMI 上升，欧元区国家相对承压。
- **原材料价格上，出厂价格下，企业仍处去库磨底阶段。**原材料-出厂价格指数再度走阔，企业成本端再度承压。产成品、原材料库存小幅累积，从价格表现来看，企业去库意愿依然不强。春节扰动过后，企业原材料采购和交货时间明显提速。
- **高端装备制造业 PMI 快速上行，设备更新政策效果正逐步显现，小型企业订单指数显著回暖。**EPMI 指数大幅拉升，新质生产力表现亮眼。推动新一轮设备更新的政策正陆续出台，效果逐步显现。小型企业的新出口订单、新订单和在手订单指数均上行超过 8 个百分点，其次为中型企业，但价格来看，小型企业依然是成本负担相对较大的一方。
- **服务业 PMI 节后保持上行，建筑业 PMI 反弹，但钢材等表现依然偏弱。**企业生产相关的服务业景气度较高，春节期间大幅上行的餐饮在 3 月降至临界点以下，房地产指数也低于临界点。建筑业业务活动预期指数上行，但地方化债的背景下，地方基建项目投资偏谨慎，地产销售偏弱，给行业带来一定影响。
- **节后 PMI 回暖好于季节性，政策效果逐步显现。**3 月制造业 PMI 环比回升幅度较大，产需均有所好转。当前部分行业依然处于去库存阶段，新一轮设备更新和消费品以旧换新政策有望改善需求不足的问题，带动更多行业产能出清。高端制造业本月表现亮眼，海外需求回暖也给制造业带来一定拉动。美联储、欧央行未来开启降息后，有望支撑海外需求，提振海外的补库进程。地产产业链好转依然需要时间消化，财政资金陆续到位将给基建带来支撑。
- **风险因素：**海外政策变动节奏和幅度超预期，居民消费、购房持续疲弱，我国政策出台和落地不及预期。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

### 相关研究

经济“开门红”下，数据的强与弱  
春节影响下，CPI、PPI 表现分化  
经济目标增速不变，注重高质量发展

## 正文目录

事件.....	3
1 节后复工复产，制造业 PMI 产需回暖.....	3
2 服务业 PMI 节后保持上行，建筑业 PMI 反弹.....	5
3 总结与展望.....	6
4 风险提示.....	6
图表 1: 历年 3 月-2 月制造业 PMI 环比差值对比 (%).....	3
图表 2: 小型企业 PMI 显著上行 (%).....	3
图表 3: PMI 分项指标大多上行，出厂价格回落 (%).....	4
图表 4: 美国、日本制造业 PMI 上行，欧元区回落(%).....	4
图表 5: 原材料和产成品库存小幅累积 (%).....	4
图表 6: 原材料和出厂价格价差走阔 (%).....	4
图表 7: 建筑业 PMI 业务活动预期反弹 (%).....	5
图表 8: 服务业新订单指数小幅上行(%).....	5
图表 9: 企业销售前瞻指数保持上行 (%).....	6
图表 10: 企业融资环境指数小幅回落 (%).....	6

## 事件

2024年3月，3月中采制造业PMI 50.8%，较上月上行1.7个百分点，非制造业PMI 53%，较上月上行1.6个百分点，综合PMI 52.7%，环比上行1.8个百分点。

### 1 节后复工复产，制造业 PMI 产需回暖

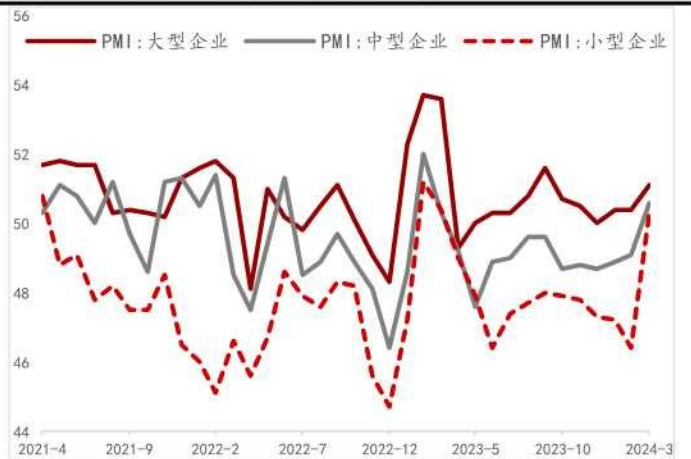
制造业PMI重回荣枯线上方，季节效应、节后复工复产拉动效果显著。3月制造业PMI环比大幅上行1.7个百分点至50.8%，自2023年9月以来重回荣枯线上方。随着企业在春节过后快速复工复产，通常3月春节后季节效应下，制造业PMI会环比上行，本月对比历年环比上行幅度较大，经济处于稳步修复的状态。大中小型企业PMI均上行，并处于荣枯线上方，大型企业PMI上行幅度相对温和，小型企业PMI上行幅度最为显著。

图表1: 历年3月-2月制造业PMI环比差值对比 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

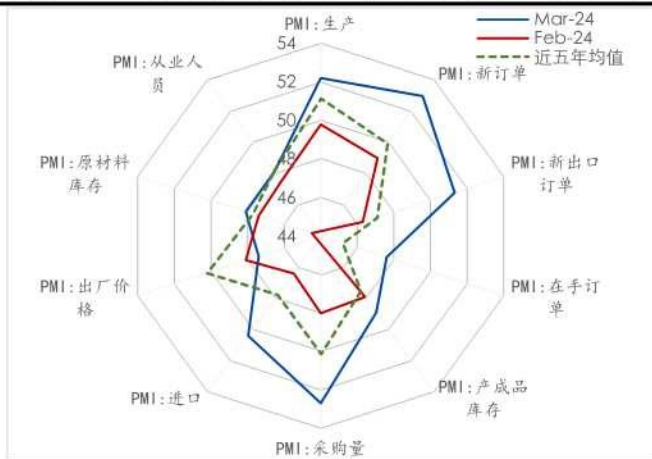
图表2: 小型企业PMI显著上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

产需两端回暖，内外需均环比修复，下游高端制造行业景气度较高，上游煤炭、黑色金属加工景气度偏低。分项来看，生产指数环比转为上涨2.4个百分点至52.2%，重回景气区间，春节后务工人员返岗，复工复产提速。从统计局数据来看，下游铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备行业指数处于高景气区间，上游的石油煤炭燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工行业指数景气度偏低。需求端来看，新订单指数环比转为上涨4个百分点至53%，新出口订单指数环比转为上涨5个百分点至51.3%，进口指数环比转为上涨4个百分点至50.4%，自2023年3月以来首次重回50%以上，整体来看，需求端回升幅度较大，内外需有待继续改善。美国制造业PMI（初值）由51.5%继续上行为52.5%，经济表现具有较强韧性，日本制造业PMI环比上行，欧元区制造业PMI再度下行，其中制造业为代表的德国下行幅度较大，法国也有所回落，英国制造业PMI上行，外需来看，不同国家表现分化。

图表3: PMI分项指标大多上行, 出厂价格回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 美国、日本制造业PMI上行, 欧元区回落(%)



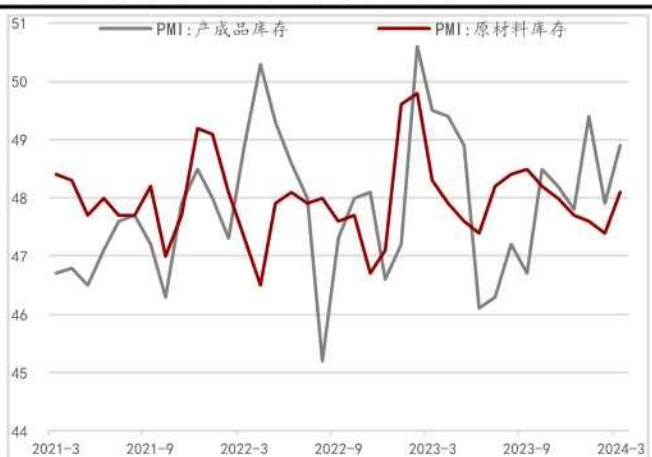
资料来源: Wind, 万联证券研究所

**原材料价格上行, 出厂价格回落, 企业成本端再度承压。**主要原材料购进价格上涨0.4个百分点至50.5%, 出厂价格下行0.7个百分点至47.4%, 两者走势分化。原材料-出厂价格指数再度走阔, 下游加工制造业成本端压力边际增加, 但较前期价差中枢已有所回落。美联储政策未来有望转向宽松, 美债利率逐步由高点回落, 外需回暖下, 铜、铝等大宗商品价格仍有上行压力, 未来原材料价格上行压力或边际提升。

**产成品、原材料库存小幅累积, 企业处于去库磨底阶段。**产成品库存由47.9%上行为48.9%, 原材料库存上行0.7个百分点至48.1%。供货商配送时间由48.8%上行为50.6%, 采购量上行4.7个百分点至52.7%, 春节扰动过后, 企业原材料采购和交货时间明显提速。

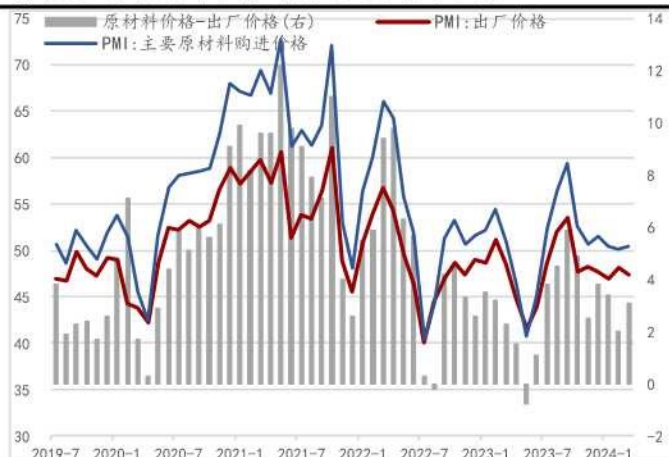
**生产经营活动预期继续好转, 中型企业为主要拉动。**PMI生产经营活动预期指标由54.2%上行为55.6%。其中中型企业上行幅度最大, 小型企业也有所上行, 大型企业生产预期指数与上月持平。

图表5: 原材料和产成品库存小幅累积(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 原材料和出厂价格价差走阔(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**高端装备制造业PMI快速上行, 设备更新政策效果正逐步显现。**3月高技术制造业PMI由50.8%上行为53.9%, 装备制造业由49.5%上行为51.6%, 消费品行业由50%上行为51.8%。其中EPMI(包含节能环保、新一代信息技术、生物产业、高端装备制造、新

能源、新材料、新能源汽车产业七大产业)由45.5%大幅拉升为54.8%，新质生产力表现亮眼。推动新一轮设备更新的政策正陆续出台，效果逐步显现。

**小型企业订单指数显著回暖，采购量大幅提升，大型企业库存保持去化。**从不同企业类型来看，小型企业3月环比回升幅度最为显著，其中小型企业采购量大幅拉升12.4个百分点至52.3%，小型企业的需求端也显著回暖，新出口订单、新订单和在手订单指数均上行超过8个百分点。中型企业的生产、需求指数均有所上行，大型企业的生产、新订单指数环比上行，在手订单指数小幅回落。小型企业率先进入补库存阶段，中小型企业原材料和产成品库存均有所上行，大型企业的库存有所去化。成本端来看，小型企业原材料购进价格上行，中型企业回落，大型企业持平，大、小型企业出厂价格回落，中型企业出厂价格保持上行，小型企业依然是成本负担相对较大的一方。

## 2 服务业 PMI 节后保持上行，建筑业 PMI 反弹

**服务业PMI节后保持上行，企业生产相关的服务业景气度较高。**3月非制造业PMI 53%，较上月上行1.6个百分点，其中，建筑业PMI 上行至56.2%，上月为53.5%；服务业PMI 52.4%，较上月上行1.4个百分点。服务业新订单指数上行，服务业业务活动预期也小幅上涨。分不同行业来看，春节期间大幅上行的餐饮在3月降至临界点以下，房地产指数也低于临界点；邮政、广播、货币金融服务等位于60%以上的高景气区间，批发、租赁、铁路运输服务PMI指数高于53%。服务业投入品价格指数下行，销售价格指数上行。

**节后复工带动建筑业PMI反弹，但钢材等表现依然偏弱。**节后复工复产，天气逐步好转，建筑业新订单指数上行0.9个百分点至48.2%，建筑业业务活动预期指数上行3.5个百分点至59.2%，行业信心转好。钢铁行业表现依然偏弱，但订单量边际回升。地方化债的背景下，地方基建项目投资偏谨慎，地产销售偏弱，给行业带来一定影响。未来需要关注中央财政的支持力度。

图表7: 建筑业PMI业务活动预期反弹 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 服务业新订单指数小幅上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

**制造业就业回升，高端制造拉动明显，服务业用工需求边际转弱，建筑业就业持续下滑。**3月制造业PMI从业人员从上月的47.5%上行为48.1%，大型企业为主要拉动，EPMI

就业指数由46.5%大幅拉升至53.9%。服务业从业人员46.8%，较上月下跌0.1个百分点，节后餐饮景气度下行，行业用工需求回落。建筑业从业人员45.7%，较上月下跌1.9个百分点。

### 3 总结与展望

**节后PMI回暖好于季节性，政策效果逐步显现。**3月制造业PMI环比回升幅度较大，产需均有所好转。当前部分行业依然处于去库存阶段，新一轮设备更新和消费品以旧换新政策有望改善需求不足的问题，带动更多行业产能出清。高端制造业本月表现亮眼，海外需求回暖也给制造业带来一定拉动。美联储、欧央行未来开启降息后，有望支撑海外需求，提振海外的补库进程。地产产业链好转依然需要时间消化，财政资金陆续到位将给基建带来支撑。

图表9: 企业销售前瞻指数保持上行(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 企业融资环境指数小幅回落(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

### 4 风险提示

海外政策变动节奏和幅度超预期，居民消费、购房持续疲弱，我国政策出台和落地不及预期。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监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。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场