



3月PMI表现较好，地产之外经济回升

中美利率汇率



中美国债利率

中国利率 10Y	2.29%
美国利率 10Y	4.36%

研究员	徐静雅
投资咨询证书号	S0620518010002
联系方式	025-58519177
邮箱	jyxu@njzq.com.cn

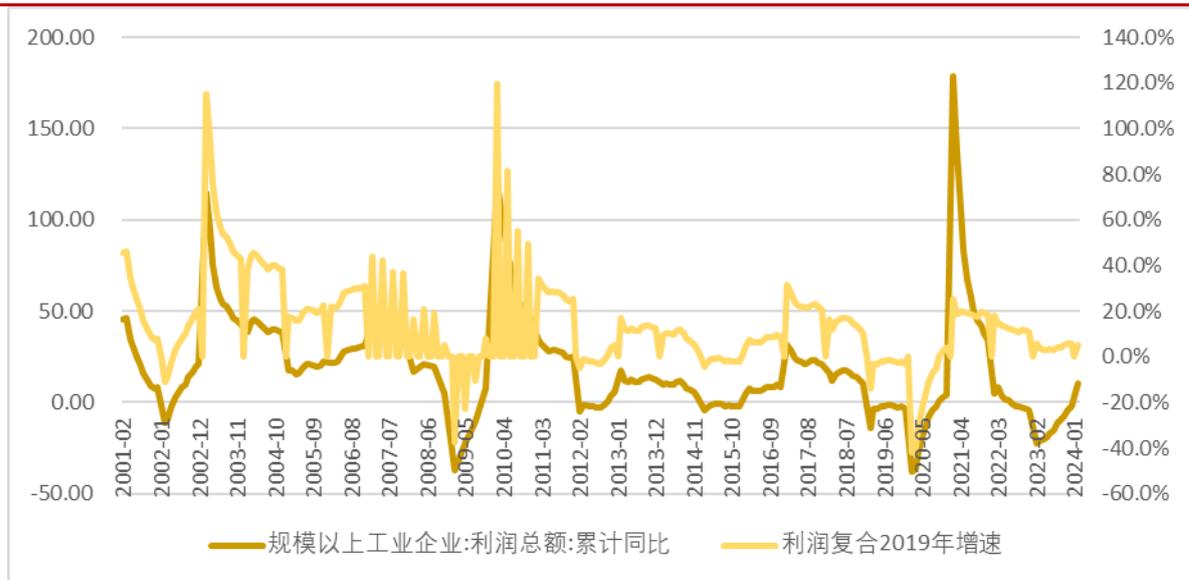
● 摘要

- 事件：3月31日，统计局公布3月PMI数据50.8%，前值49.1%。
- 3月PMI强于预期，分项出现不同程度的改善，新订单和新出口订单改善较多。其次生产订单增加较多。库存降幅收窄。PMI数据表现出来的是去库存尾程。随着工业企业里原材料制造库存去化完成，成本下降，基本生产、价格、库存数据就更明显向被动去库和主动补库转变表现。
- 1-3月每年经济都是春节后开工加上3月季末月逐步恢复走强的过程，当前经济数据除了地产之外，都表现较显著的筑底回升。
- 但是当前市场预期仍旧悲观，对于经济的担忧，可能集中在两个方面。一方面在于4月季初月会有一个下滑，如果是去年3月库存虽然走过被动补库存开始去化，但还是库存高位，一整年还是去库存的过程，加上美国去库存，季初月4月和7月经济数据大幅下台阶。但是现在的海内外库存位置，增速相对已经接近历史低点，中国需求积累的时间有两年多，美国也有一年多，库存再大幅走低的可能性较小。观察到4月、7月下有限，基本就可以确定经济越过底部，开启一年多的补库存。
- 另一个担忧是地产。人口带来的需求直到2029年之前下滑不大，高于2011年。销售去化比2011年条件劣势，可能3年时间不一定能找到底部，但是不考虑历史积累原因独立的年份来看，2022、2023年销量下滑超过实际需求下滑。等到2023年2024年少的土地在供给上体现出来时，会对冲现在二手房冲击、预期价格低迷、销售不景气。从融资数据来看，贷款向经济中除了地产的部分有显著的倾斜支持，也对冲了地产下行的体量。经济不止于地产，即使地产也可以预见销售的稳定，保持信心。
- 风险提示：海内外流动性压力超预期、海内外经济下行压力超预期

事件：3月31日，统计局公布3月PMI数据，3月PMI 50.8%，前值49.1%。

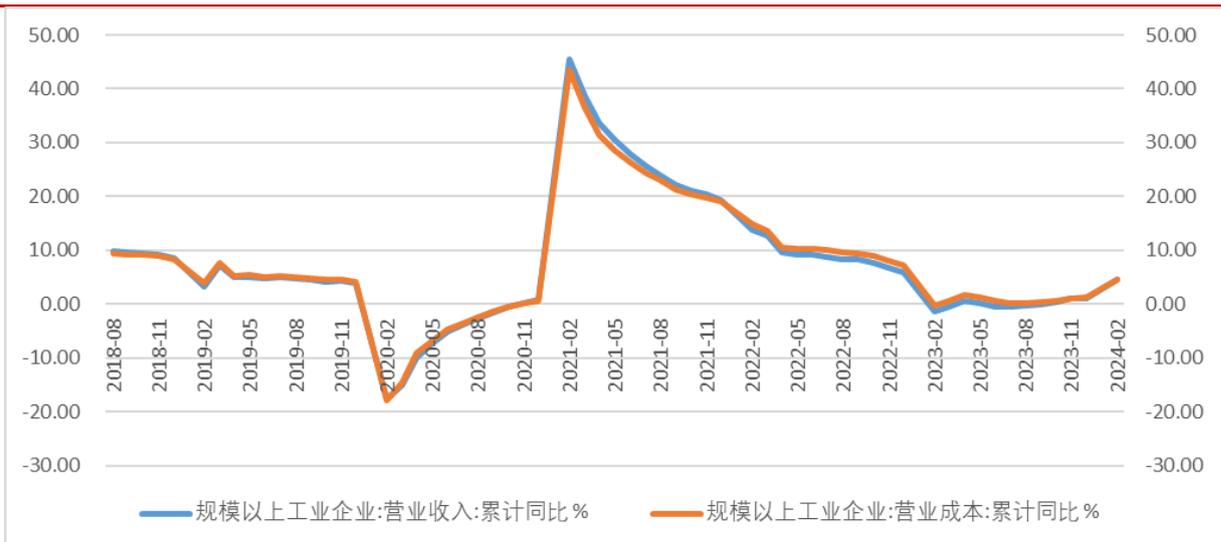
3月PMI 50.8%，表现较好，超出市场预期。分项出现不同程度的改善，新订单和新出口订单改善较多，需求端企稳。其次生产订单增加较多。库存是降幅收窄。价格成本较高，导致出厂价格尚未体现上涨。PMI数据表现出来的是，去库存进入尾程。随着工业企业里原材料制造库存去化完成，成本下降，基本生产、价格和库存数据就表现的更明显向被动去库和主动补库转变。

图表 1：利润增速同比、复合2019年，在2023年已经形成底部



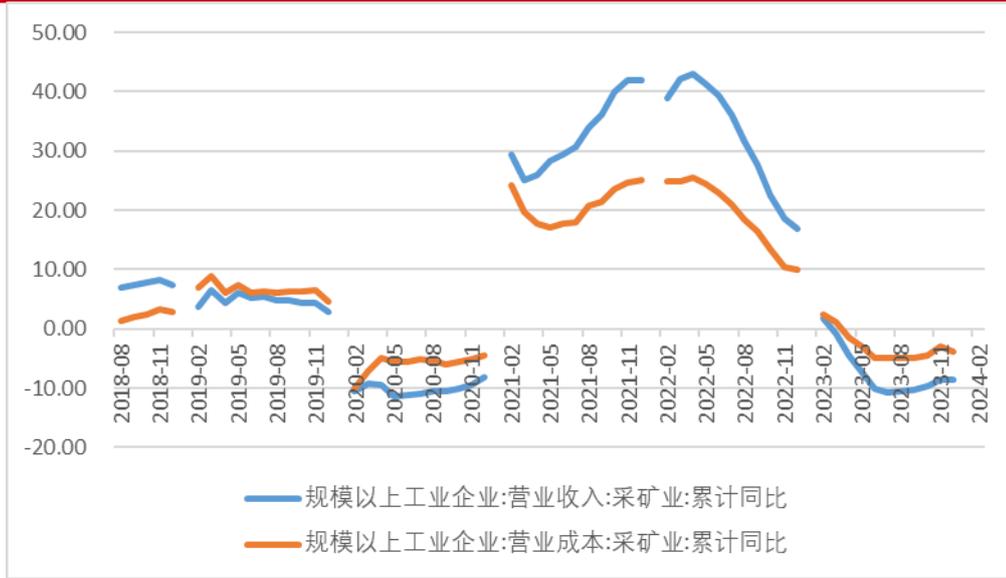
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 2：2023年四季度以来，工业营收和成本同步回升，带来利润的改善



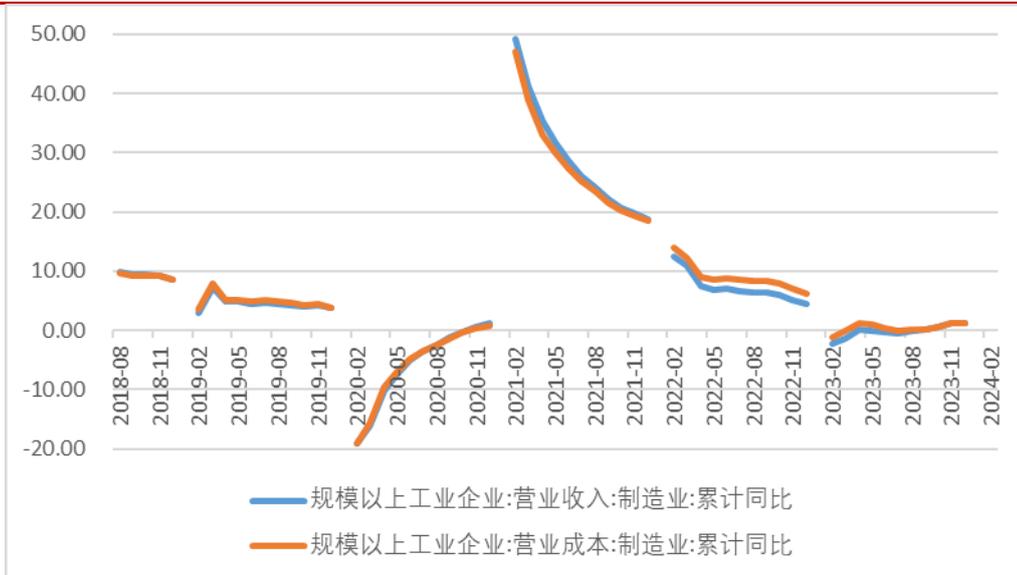
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 3：采矿业处于去库存状态



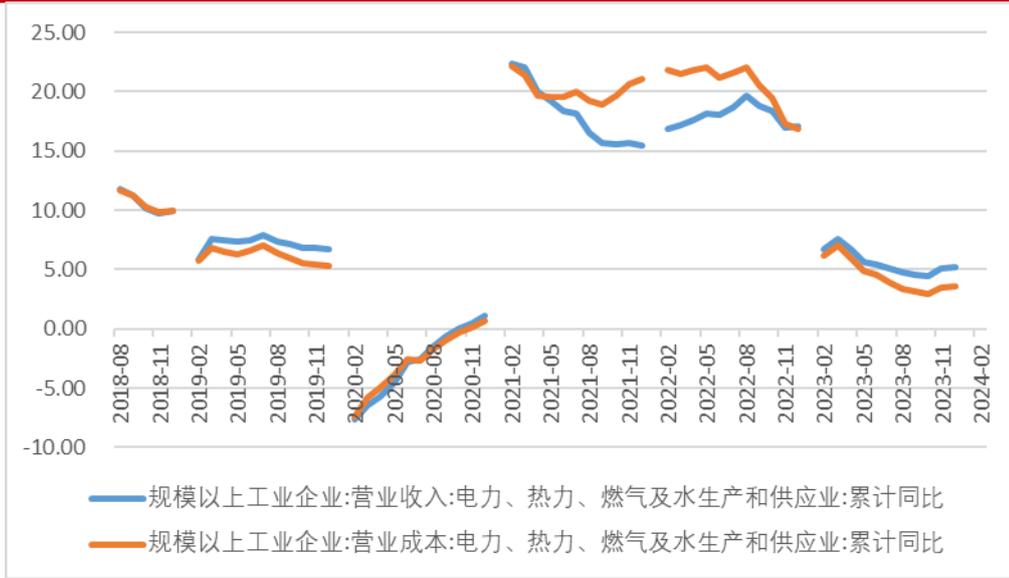
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 4：制造业库存去化到了低位



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 5：电热水处于补库存正当时



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

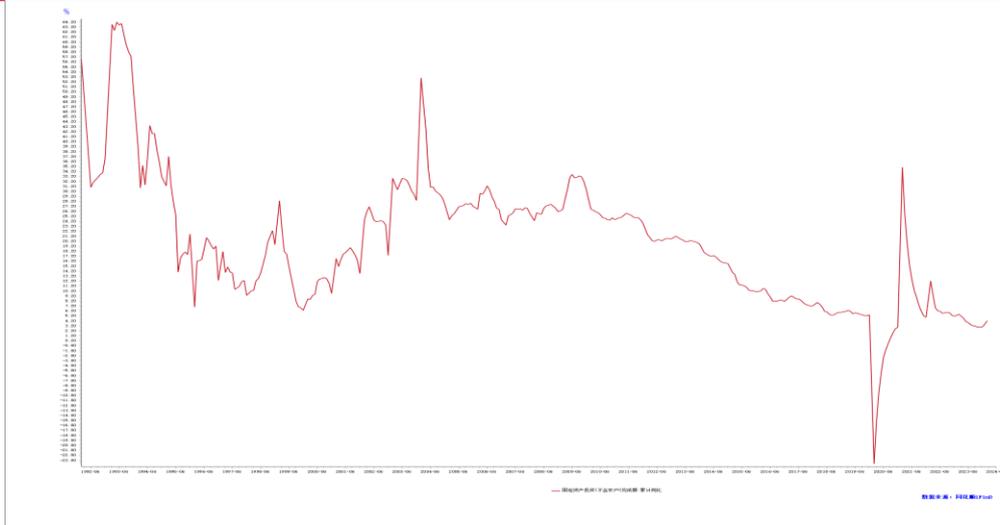
1-3 月每年经济都是春节后开工加上 3 月季末月逐步恢复走强的过程，当前经济数据除了地产之外，都表现较显著的筑底回升。

图表 6：工业增加值上年4季度以来，维持在5%以上



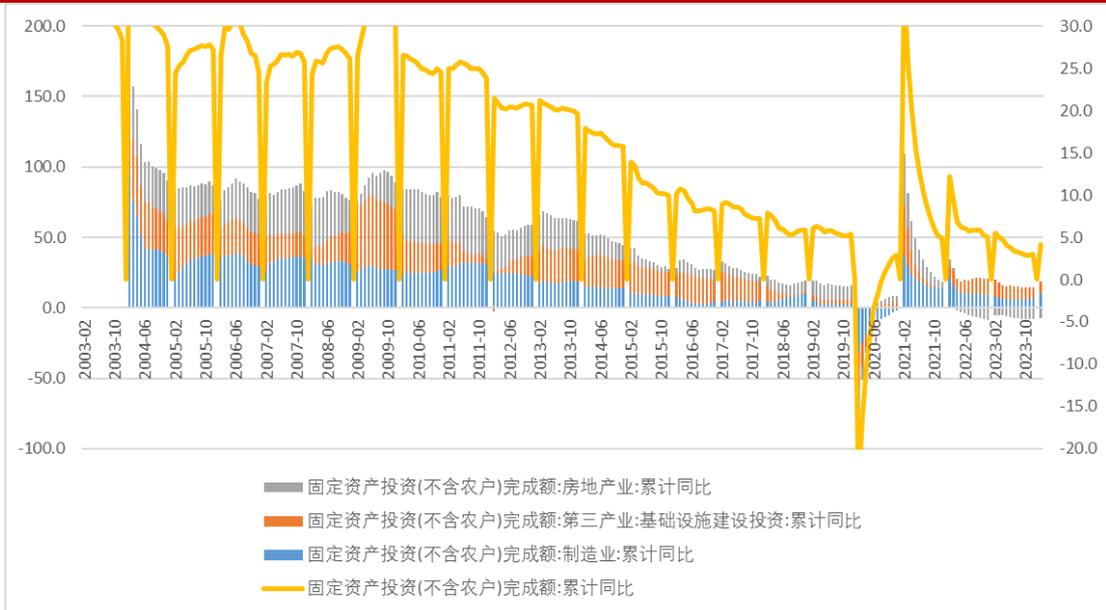
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 7：固定资产投资从2009年以来延续下滑态势，2023年10月11月筑起底部2.9%增速



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 8：地产不断下滑，制造业和基建投资成为中流砥柱,制造业回升，地产降幅收窄，带动投资形成底部向上态势



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 9：地产开发投资-9%，低于预期，仍在筑底



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 10：1-2月住宅销售9559万平，同比降24.8%，仅高于2020年



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 11：社零恢复最慢，2023年以来逐步回暖

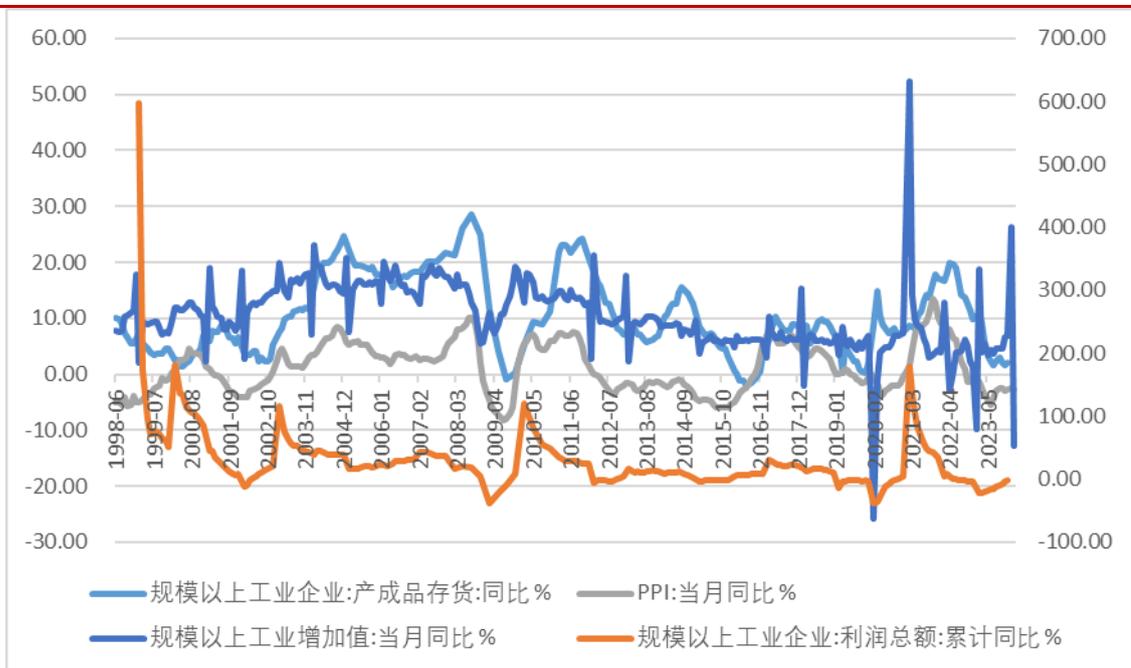


资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

但是当前市场预期仍旧悲观，对于经济的担忧，可能集中在两个方面。

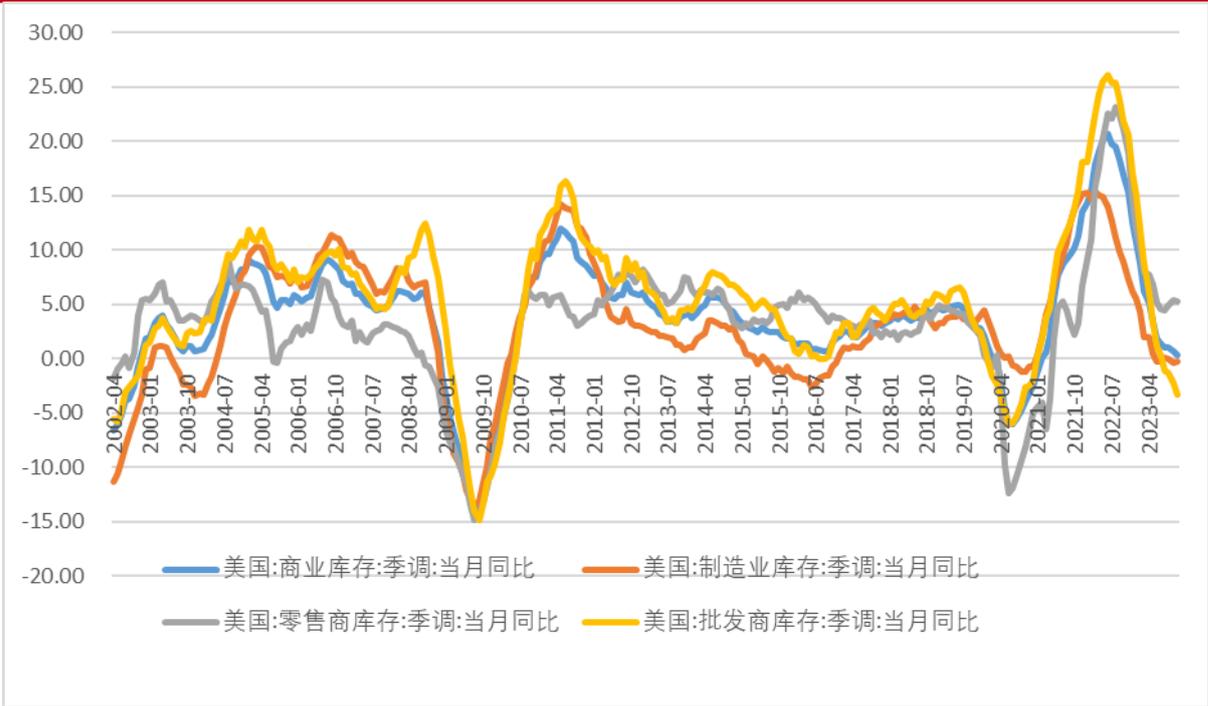
一方面在于4月季初月会有一个下滑，如果是去年3月库存虽然走过被动补库存开始去化，但还是库存高位，一整年还是去库存的过程，加上美国去库存，季初月4月和7月经济数据大幅下台阶。但是现在的海内外库存位置，增速相对已经接近历史低点，中国需求积累的时间有两年多，美国也有一年多，库存再大幅走低的可能性较小。4月即使是季初月，会下滑，但是冲击有限，观察到4月经济没有超预期下滑，5、6月份符合预期，7月下滑影响有限，基本就可以确定经济越过底部，开启一年多的补库存。

图表 12： 原材料制造、消费制造、装备制造，除了地产相关的，库存都已经去化到了低位



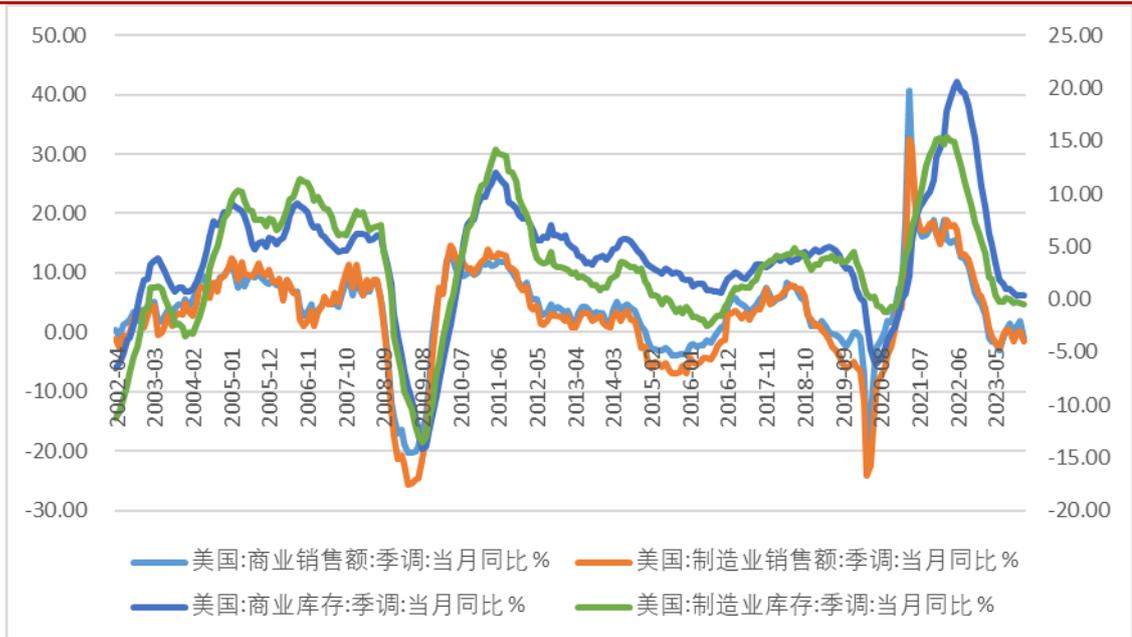
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 13： 美国制造业库存去化到了低位



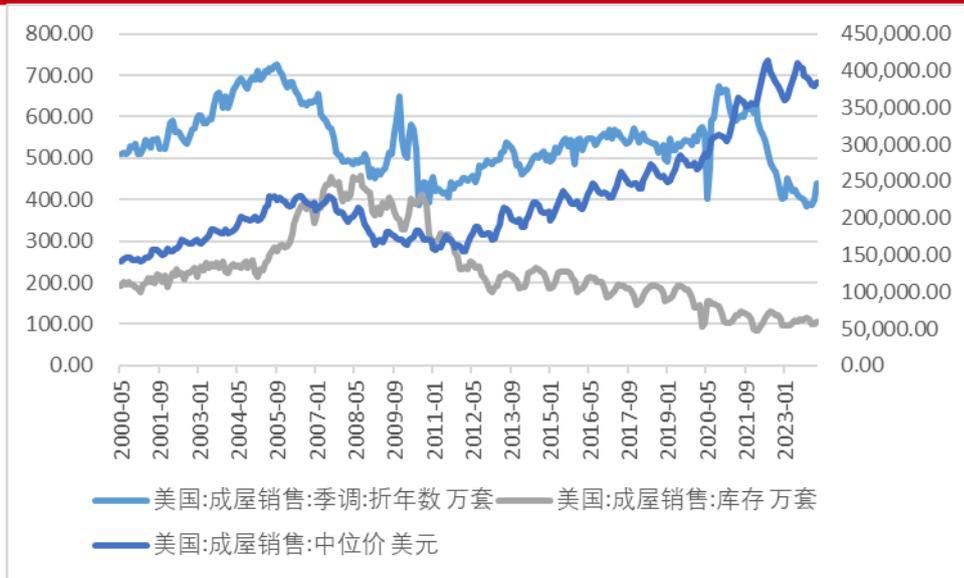
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 14：美国制造业销售有企稳回升态势



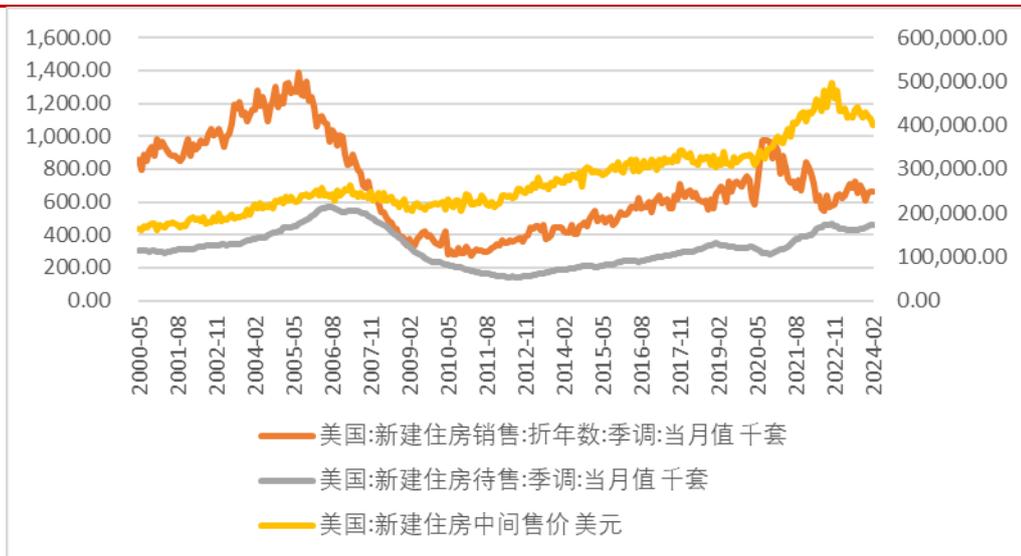
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 15：美国成屋2008年以来去化到了新低



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 16：美国新房库存不断累积，但是新房占比15%



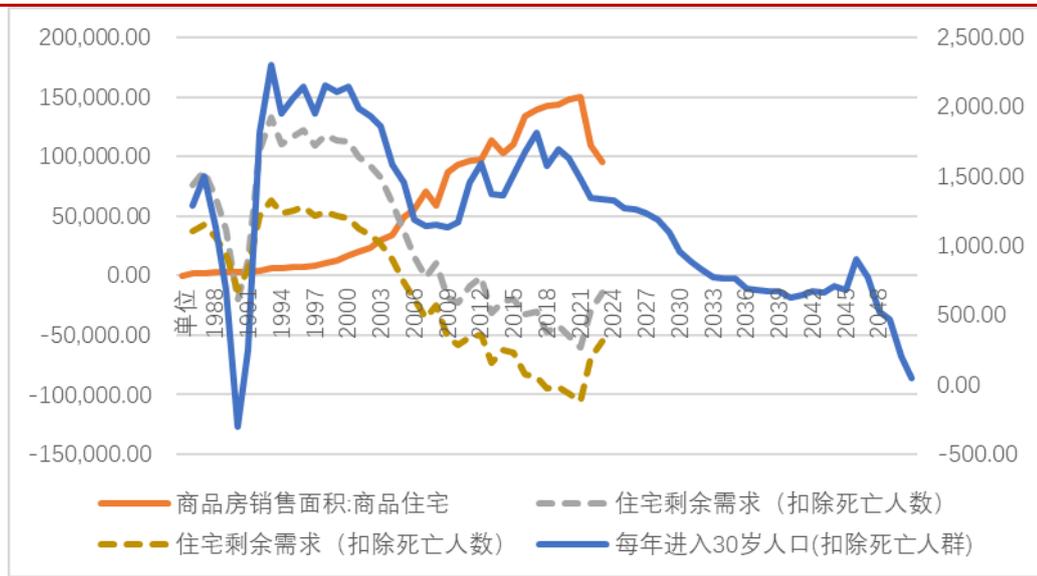
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

另一个担忧就是地产。地产库存的释放，参考 2011 年同样土地供给的峰值，库存去化一直到 2014 年，用了 3 年时间找到底部，但是当时的销量没有下滑。2021 年拿地峰值，2022 年土地也是次高，2023 年土地下降大概 2011 年水平，销售 2021 年峰值之后，2022 年、2023 年销售下滑较多。人口带来的需求直到 2029 年之前是下滑不大的，高于 2011 年的。现在地产的去化，比 2011 年的条件劣势很多，可能 3 年时间不一定能找到底部，但是不考虑历史积累原因独立的年份来看，2022、2023 年销量下滑也超过了实际需求。等到 2023 年 2024 年少的土地在供给上体现出来时，会对冲现在二手房冲击、预期价格低迷、销售不景气。2024 年销量直到 3 月还没有非常明显



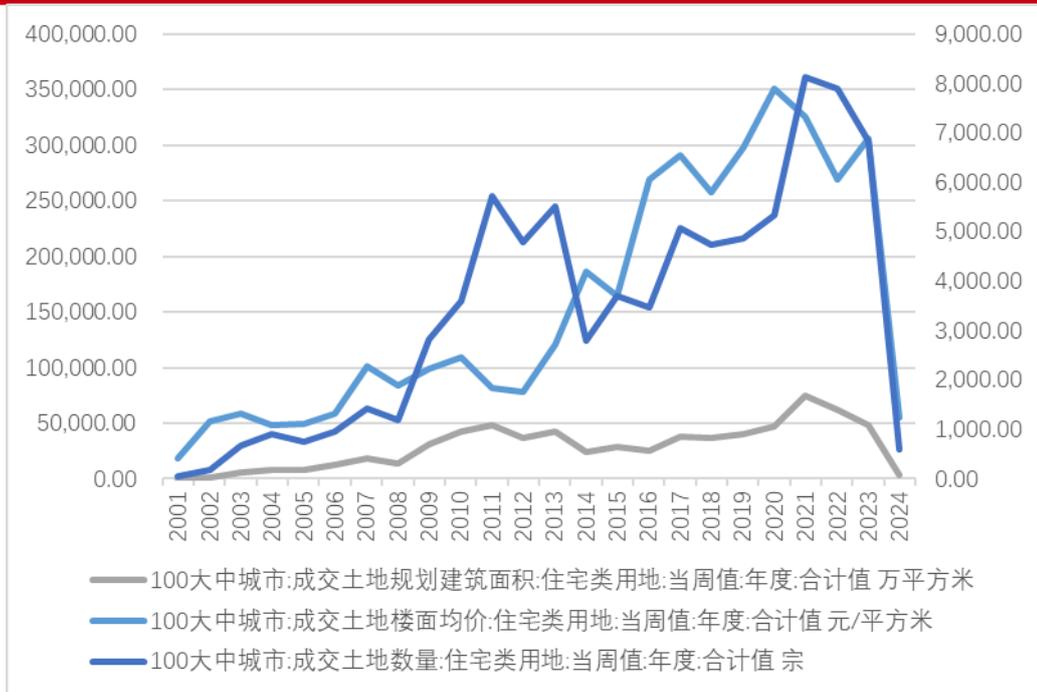
的起色。地产和经济相关较多，最直接的投资也要占比 28%。还有整个产业链相关的工业。但从融资数据来看，2022 年、2023 年企业中长期贷款比重迅速提高到 66%、77%，对冲居民房贷，还能保持增量在增加。贷款向经济中除了地产的部分有显著的倾斜支持，对冲了地产下行的体量。从工业增加值也能得到验证，工业增加值可以用出口和地产拟合的很好，但是去年四季度以来，工业增加值出口和地产拉开距离，说明工业中装备制造、消费制造等，对冲了地产不景气。除了地产的部分，在去年碰到美国去库、中国地产销售低迷，4 月、7 月数据体现的特别明显。今年，库存低位，地产销售虽然低于预期，但是地产出口共振走弱、在 4、7 月大幅下台阶的可能性较小。经济不止于地产，即使地产也可以预见销售的稳定，应该保持信心，密切关注地产。

图表 17：每年6亿平的住宅需求支撑



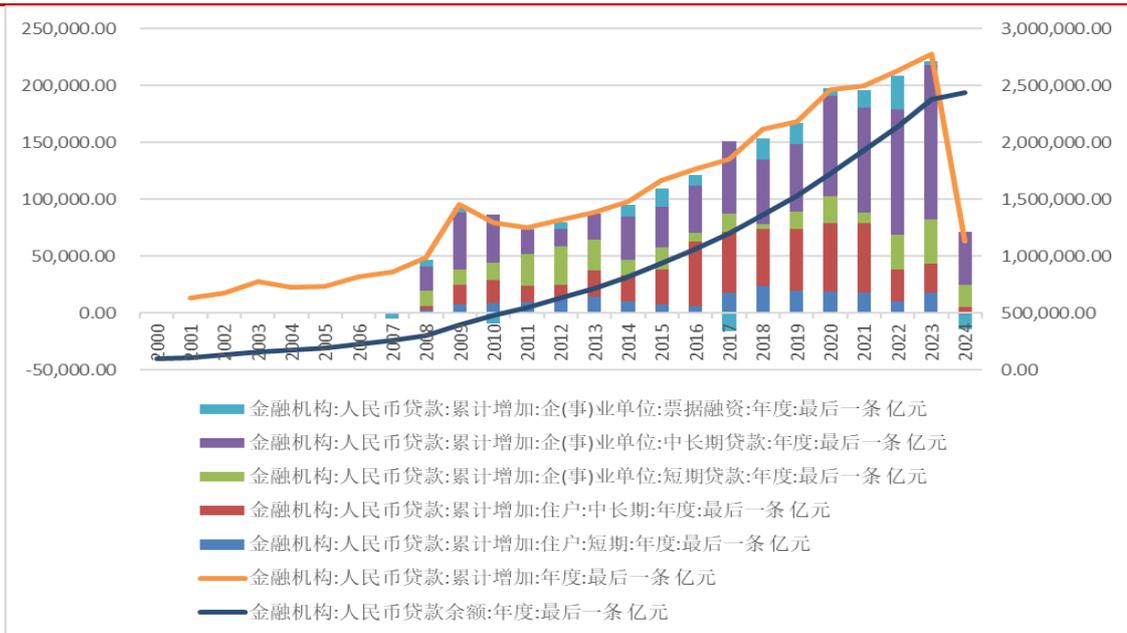
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 18：2021年土地供给峰值已经消化两年



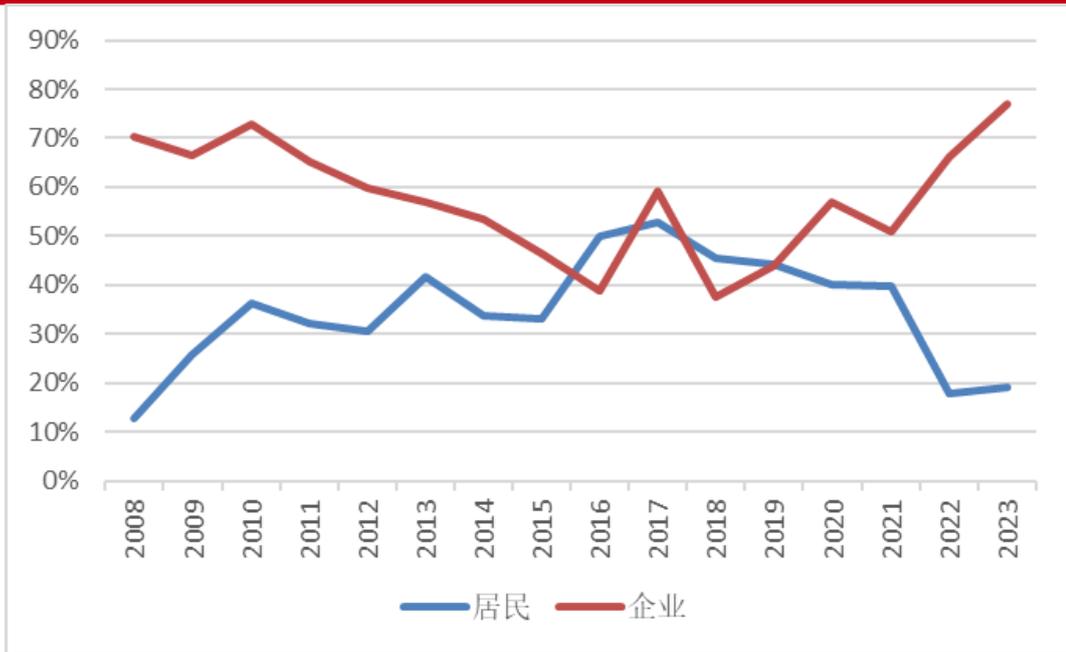
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 19：2008年以来，存量居民、企业份额接近1：2



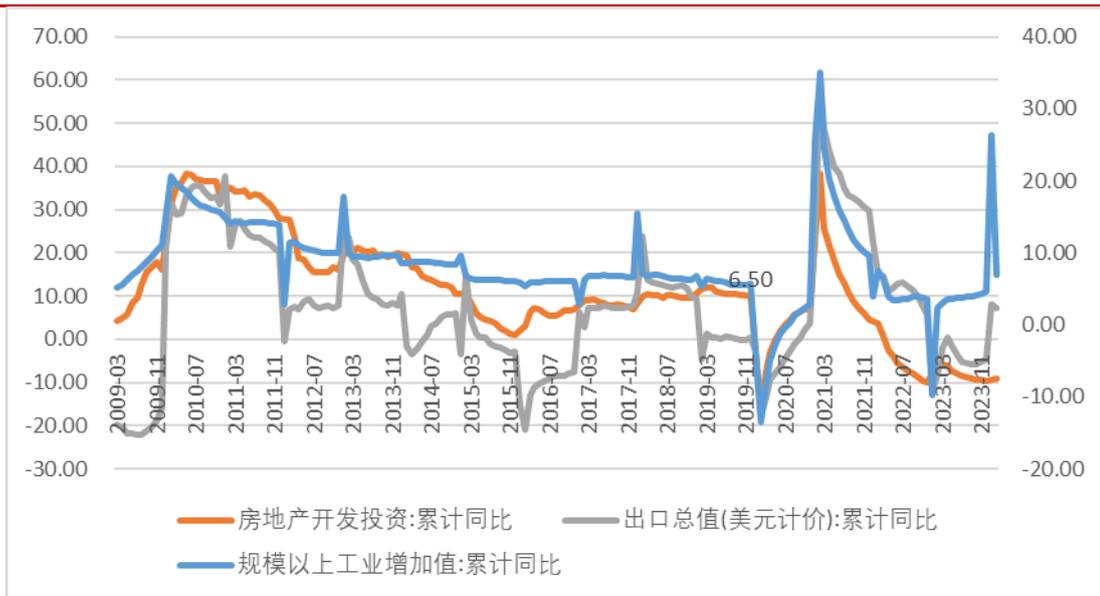
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 20：2008年以来增量由七成一成转为五五分成转为八成二成，居民占比近两年稳定在20%左右



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表 21：工业增加价值出口和地产背离



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

风险提示：海内外流动性压力超预期、海内外经济下行压力超预期

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。