

2025年04月01日

预计 Q1 GDP 约 5.2%，Q2 关注关税扰动

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：2025年3月官方制造业 PMI 50.5%，预期 50.5%，前值 50.2%；官方非制造业 PMI 50.8%，前值 50.4%。

● 制造业：生产仍强，内需回升，价格分项偏弱

1、春节效应消退后，企业生产经营活动仍小幅修复。生产仍强，新订单好于新出口订单或指向“国内新订单”边际回暖，但价格分项偏弱似乎表明当前仍是“以价换量”、经济修复的成色略有不足；分行业来看，交运设备、计算机通信电子设备等行业的产需景气度较高，木材加工及家具、油煤燃料相对承压。

2、工业原材料价格有所回落，预计 3 月 PPI 降幅收窄。农副食品加工、有色冶炼等行业价格指数扩张，油煤燃料、黑色冶炼相对承压。根据高频指标预测 3 月 PPI 环比可能在 0%左右，同比在-2.0%左右、降幅有所收窄。

3、分类型来看，小型企业生产经营和景气预期均改善。3月小型企业 PMI 回升了 3.3 个百分点，且表征民企景气预期的 BCI 指数提高 2.0 个百分点至 54.8%，或受益于 2 月 17 日民营企业座谈会召开后各部委加快出台落实政策。

● 非制造业：建筑业 Q2 有望向上，服务业小幅回升

1、建筑业：3 月 PMI 改善了 0.7 个百分点至 53.4%，新订单下降 3.3 个百分点至 43.5%。实物工作量方面，3 月石油沥青开工偏弱、水泥开工和发运率略好于 2024 年同期，CME 预估 3 月挖掘机内销 14800 台、同比增速放缓至 6.5%；资金端，截至 3 月 30 日专项债发行进度约 21.8%、快于 2024 年同期的 15.8%，Q2 发行进度的差异可能进一步走扩，有利于支撑基建增速稳步向上。

2、服务业：3 月 PMI 和新订单 PMI 均小幅改善。分行业来看，水上运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业景气度较高，春节效应消退对应零售、住宿、餐饮等服务业明显回落。

● 预计 Q1 GDP 约 5.2%，逆周期政策或将发力对冲关税扰动

3 月 PMI 延续修复，Q1 经济开局较为平稳，但近期全球资产更重视且逐步计价 4 月 2 日特朗普对等关税的影响。我们基于生产法测算，2025Q1 GDP 同比约 5.2%，其中第一、二、三产业约为 4.0%、5.7%、5.1%。若考虑关税对经济扰动、美国经济趋缓隐忧，以及 2024Q4 一揽子政策发力带来的高基数，则 2025 全年 GDP 实现 5.0%或有一定压力。李强总理于中国发展高层论坛 2025 年年会指出，“必要时还将推出新的增量政策”。我们认为中央已为或有的“外部超预期冲击”作准备，预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出，密切关注 Q1 经济数据以及 4 月 1 日之后关税可能的变化。

● **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

《必要时推出新的增量政策—宏观经济专题》-2025.3.31

《关注欧洲财政转向的对华需求弹性—兼评 2 月企业利润数据》-2025.3.28

《狭义财政支出更“用力”—宏观经济点评》-2025.3.25

目 录

1、 制造业：生产仍强，内需回升，价格分项偏弱.....	3
2、 非制造业：基建 Q2 有望向上，服务业小幅回升.....	4
3、 预计 Q1 GDP 约 5.2%，逆周期政策或将发力对冲关税扰动.....	6
4、 风险提示.....	6

图表目录

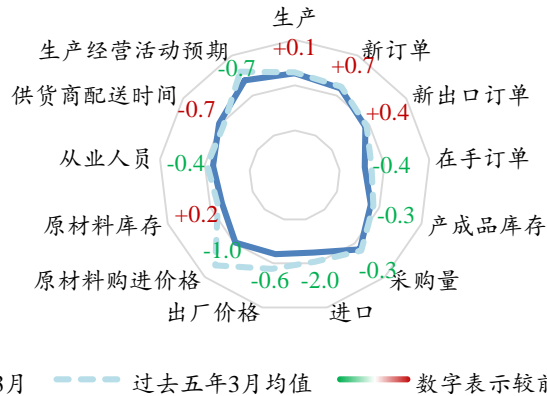
图 1： 3 月制造业 PMI 小幅回升.....	3
图 2： 3 月高炉开工好于 2024 年同期.....	3
图 3： 3 月汽车半钢胎开工延续高位.....	3
图 4： 3 月小型企业 PMI 明显改善.....	4
图 5： 3 月 BCI 指数延续回暖.....	4
图 6： 3 月建筑业 PMI 小幅改善.....	5
图 7： 3 月专项债发行快于 2024 年同期.....	5
图 8： 预计 3 月挖机内销增速为 6.5%.....	5
图 9： 3 月石油沥青开工率偏弱.....	5
图 10： 3 月磨机转运率持平 2024 年同期.....	5
图 11： 3 月水泥转运率略好于 2024 年同期.....	5
图 12： 3 月服务业 PMI 小幅回升.....	6
图 13： 预计 2025Q1 GDP 当季同比约 5.2%.....	6

事件：2025年3月官方制造业PMI 50.5%，预期50.5%，前值50.2%；官方非制造业PMI 50.8%，前值50.4%。

1、制造业：生产仍强，内需回升，价格分项偏弱

(1)春节效应消退后，企业生产经营活动仍小幅修复，“以价换量”特征再度浮现。3月制造业PMI为50.5%、环比改善0.3个百分点。生产端，3月PMI生产上行0.1个百分点至52.6%；需求端，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别变动了+0.7、+0.4、-2.0个百分点至51.8%、49.0%、47.5%，新订单好于新出口订单或指向“国内新订单”边际回暖，但价格分项偏弱似乎表明当前仍是“以价换量”、经济修复的成色略有不足；分行业来看，交运设备、计算机通信电子设备等行业的产需景气度较高，木材加工及家具、油煤燃料相对承压。

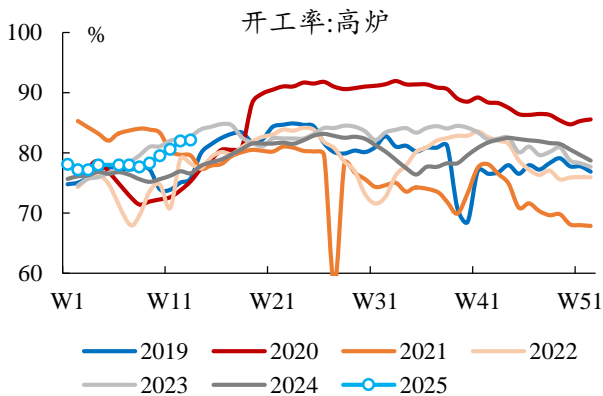
图1：3月制造业PMI小幅回升



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

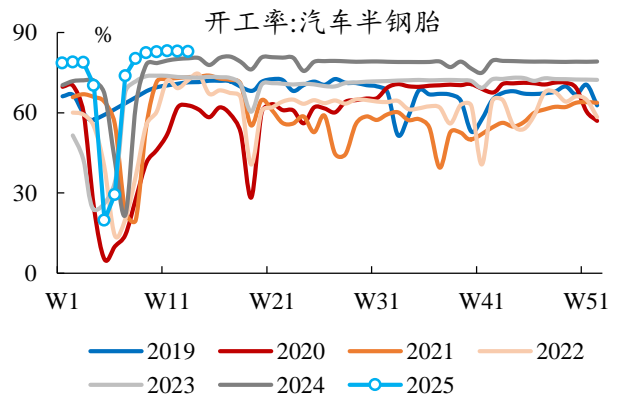
(2)生产端：内需链来看，3月高炉、焦炉开工好于2024年同期，但螺纹钢表观需求量和价格偏弱，水泥价格自2月下旬以来持续回升。外需链来看，3月汽车半钢胎开工仍处高位，化工链中PX、聚酯切片、涤纶长丝、涤纶短纤开工均明显强于2024年同期水平。

图2：3月高炉开工好于2024年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

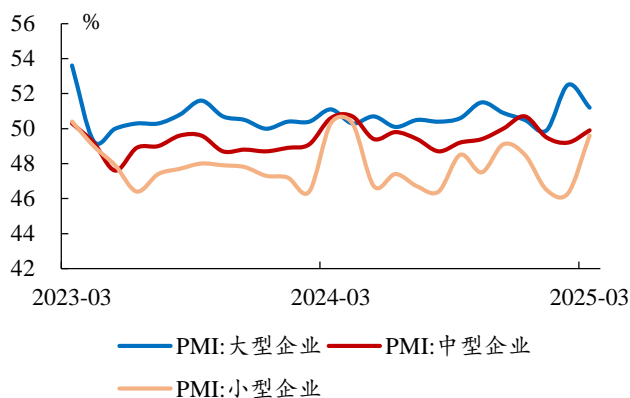
图3：3月汽车半钢胎开工延续高位



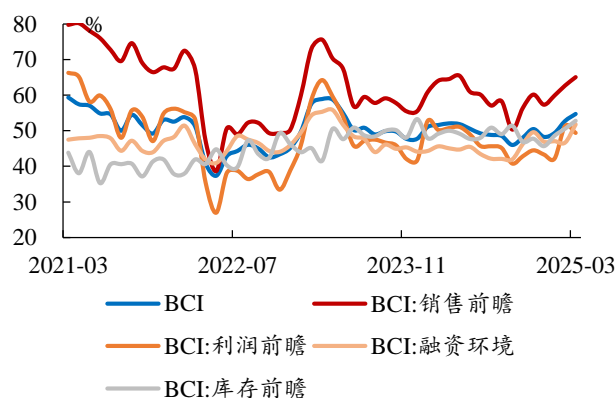
数据来源：Wind、开源证券研究所

(3)工业原材料价格有所回落，预计3月PPI降幅收窄。3月原油、铁矿石等部分大宗商品价格波动，PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别较前值回落了1.0、0.6个百分点；具体行业来看，农副食品加工、有色冶炼等行业价格指数位于52.0%以上扩张区间，油煤燃料、黑色冶炼相对承压。高频指标显示，截至3月21日的生产资料价格指数环比回落0.3%，截至3月28日的南华工业品指数环比回落2.7%，截至3月28日的CRB工业原料现货指数环比回落1.4%，我们预计3月PPI环比可能在0%左右，同比在-2.0%左右、降幅略有收窄。

(4)分类型来看，小型企业生产经营和景气预期均改善。3月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别为51.2%、49.9%、49.6%，小型企业显著改善了3.3个百分点，且表征民企景气预期的BCI指数提高了2.0个百分点至54.8%，或受益于2月17日民营企业座谈会召开后，各部委加快出台落实政策，例如国务院印发《保障中小企业款项支付条例》、《关于建立健全涉企收费长效监管机制的指导意见》等。

图4：3月小型企业PMI明显改善


数据来源：Wind、开源证券研究所

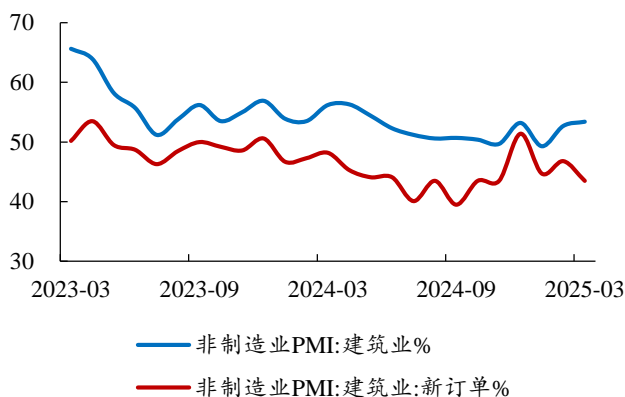
图5：3月BCI指数延续回暖


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：基建Q2有望向上，服务业小幅回升

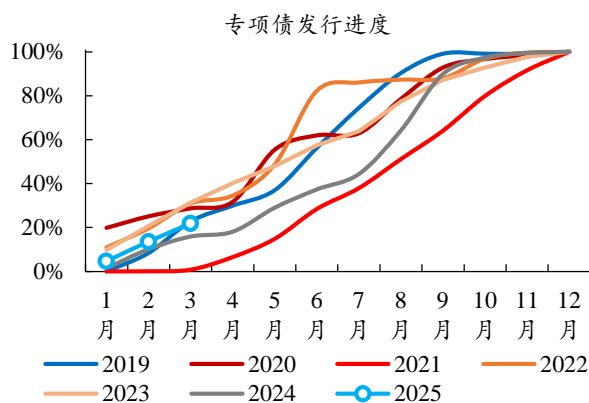
(1)建筑业：3月建筑业PMI改善了0.7个百分点至53.4%，新订单下降3.3个百分点至43.5%。实物工作量方面，3月石油沥青开工偏弱、水泥开工和发运率略好于2024年同期，CME预估3月挖掘机内销14800台、同比增速放缓至6.5%；资金端，截至3月30日专项债发行进度约21.8%、快于2024年同期的15.8%，Q2发行进度的差异可能进一步走扩，有利于支撑基建增速稳步向上。

图6: 3月建筑业PMI小幅改善



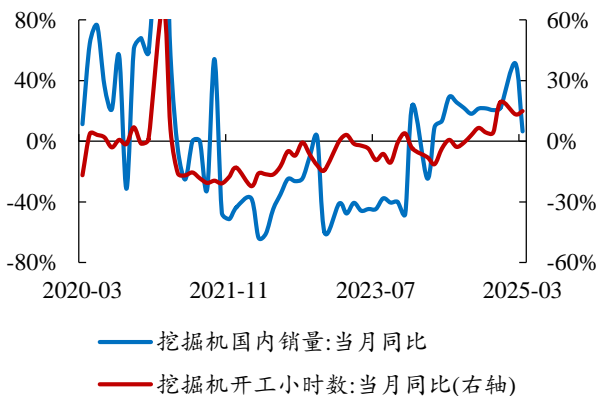
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 3月专项债发行快于2024年同期



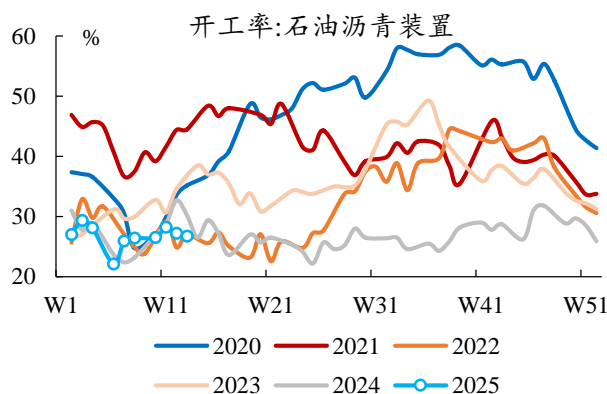
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 预计3月挖机内销增速为6.5%



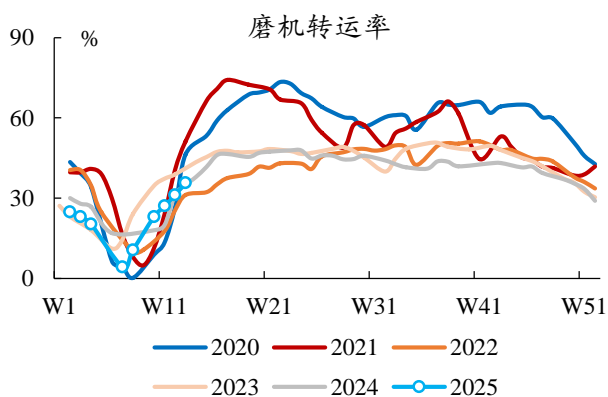
数据来源: CME、今日工程机械、开源证券研究所; 注: 3月数据为预测值

图9: 3月石油沥青开工率偏弱



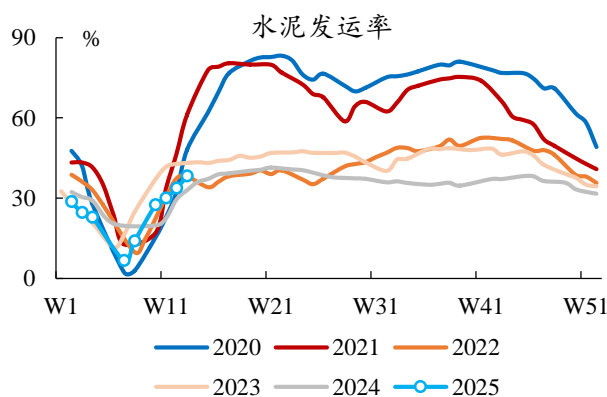
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 3月磨机转运率持平2024年同期



数据来源: Wind、开源证券研究所

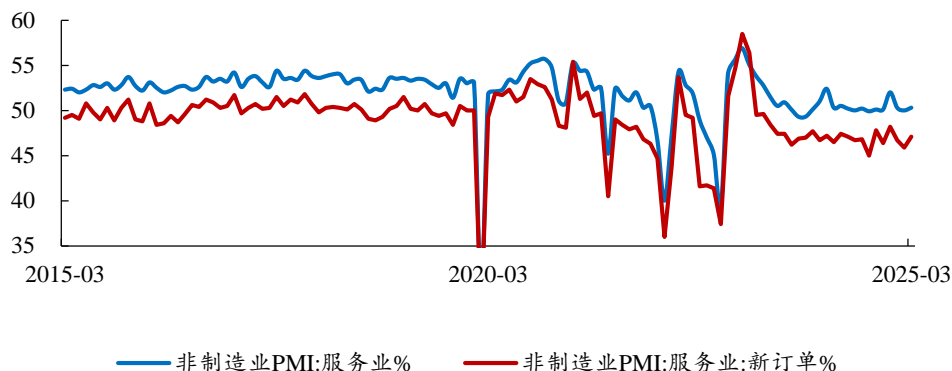
图11: 3月水泥转运率略好于2024年同期



数据来源: Wind、开源证券研究所

(2)服务业: 3月服务业 PMI 为 50.3%、较前值上行了 0.3 个百分点, 服务业新订单 PMI 亦有小幅回升。分行业来看, 水上运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业景气度较高, 节后假日效应消退对应零售、住宿、餐饮等服务业明显回落。

图12: 3月服务业 PMI 小幅回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

3、预计 Q1 GDP 约 5.2%，逆周期政策或将发力对冲关税扰动

3月 PMI 延续小幅修复, Q1 经济开局较为平稳, 但近期全球资产更重视且逐步计价 4 月 2 日特朗普对等关税的影响。我们基于生产法测算, 2025Q1 GDP 同比约 5.2%, 其中第一、二、三产业约为 4.0%、5.7%、5.1%。若考虑关税对经济扰动、美国经济趋缓隐忧、以及 2024Q4 一揽子政策发力带来的高基数, 则 2025 全年 GDP 实现 5.0%或有一定压力。

图13: 预计 2025Q1 GDP 当季同比约 5.2%

当季同比 (%)	GDP	第一产业	第二产业	工业	建筑业	第三产业
2025Q1 增速预测	5.24	4.00	5.71	5.83	4.90	5.12
3月	5.15	4.00	5.61	5.70	5.00	5.03
2月	13.20	4.00	27.63	31.02	4.90	5.12
1月	-0.07	4.00	-9.05	-11.11	4.80	5.21

数据来源: Wind、开源证券研究所

李强总理于中国发展高层论坛 2025 年年会指出, “必要时还将推出新的增量政策”。我们认为中央已为或有的“外部超预期冲击”作准备, 预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出, 密切关注 Q1 经济数据以及 4 月 1 日之后关税可能的变化。

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3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