



研究所

分析师:袁野

SAC 登记编号:S1340523010002

Email:yuanye@cnpsec.com

研究助理:苑西恒

SAC 登记编号:S1340124020005

Email:yuanyiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《3月经济高频数据环比回暖，经济延续修复态势》 - 2025.03.24

宏观研究

经济延续温和修复，关注消费与投资协同发力

● 核心观点

1-2月经济数据显示，我国经济实现良好开局，3月经济高频数据亦显示经济延续修复态势，3月PMI亦显示经济景气度环比改善。从3月PMI数据来看，虽然供需均延续修复，且需求边际改善好于供给端，但供需失衡问题短期并未有效修正，作为供需博弈结果的价格同比增速并未回升，预计3月PPI同比增速为-2.3%，较2月低0.1pct。在此背景下，企业呈现为以价换量的主动去库特点，消化2月回升的产成品库存，企业对利润预期有所回落，进而制约了企业再生产的积极性。往后看，4月美国对等关税政策、对进口汽车加征关税等政策落地后，出口景气度或再度面临一定考验，同时前期已出台政策的作用或存在边际递减，若4月外需有所放缓，而内需修复不能对冲外需放缓的影响，4月制造业景气度或面临一定挑战。基于此，制造业景气度持续改善有待进一步跟踪观察，保持谨慎乐观。

建筑业保持了相对较高景气度，不仅因春节后天气转暖，亦与去年四季度以来持续推进的化债政策有关，腾挪地方债务空间，叠加清理拖欠账款，建筑行业企业现金流改善，进而抬升行业景气度。往后看，我们理解，建筑业仍有望维持高景气度。去年专项债发行节奏靠后，实物工作量形成相对靠后，前期基数相对较低，而今年专项债已经有所提速，3月新增专项债发行3634.57亿元，较去年同期增长57.51%，1-3月新增专项债较去年同期增长51.43%，这为基建投资提供资金保障。从政策态度来看，政府工作报告亦强调，出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，我们理解，积极的工作态度亦会体现在新增专项债使用方面。

综上，我们理解，促消费扩内需虽然是当前重点工作，但在当前经济尚未完全走出需求不足的情况下，完全依赖提升消费率拉动经济，政策或短期有效，中长期作用或相对有限，因居民消费、就业预期不稳，难改居民消费预算约束，政策效果或主要源自于居民预算内消费的腾挪，或者当前消费与未来消费的转换，有效需求不足问题难以实质修正。从CPI恢复到2%左右的水平测算，GDP需要填补5万亿-6万亿的需求缺口，需要消费增长达到15%以上，这不太现实。

若切实改善有效需求不足，需要关注投资与消费的相互促进作用，即短期促消费政策拉动终端需求改善，同时积极财政政策亦需促进投资回暖，共同提振经济需求改善，进而实现生产与需求的良性循环。从历史数据来看，消费与投资并非此消彼长的关系，两者存在较高正相关关系，背后的逻辑很简单，投资增加意味着支出增加，从而创造更多收入，而收入增加自然会支撑消费增长。在出口不确定性增大、促消费政策持续落地背景下，亦需关注固定资产投资的边际改善。

情况，这或是有效需求实质性改善的重要支撑，其中，基建投资或是抓手明确的分项。

● 风险提示：

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 经济延续温和修复，内生动能仍有待进一步巩固	5
1.1 政策提振信心，需求延续温和修复态势	5
1.2 生产景气度边际改善，低于季节性水平	6
1.3 供需向下寻求均衡，价格指标尚未显示供需关系显著改善	7
2 非制造业保持高景气度，建筑业延续回暖	8
3 展望：关注消费与投资协同发力	9
风险提示	11

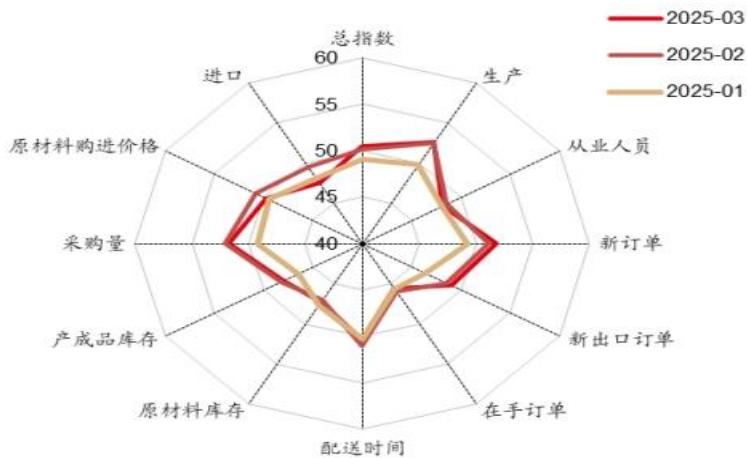
图表目录

图表 1: PMI 分项	5
图表 2: 以旧换新政策效果跟踪	6
图表 3: SCFI 综合指数和 CCFI 综合指数	6
图表 4: 韩国出口总额同比 (%)	6
图表 5: 供需失衡有所缓解 (%)	7
图表 6: 制造业 PMI 分解 (%)	7
图表 7: 产成品库存和出厂价格 (%)	8
图表 8: 原材料库存和价格 (%)	8
图表 9: 非制造业保持高景气度 (%)	9
图表 10: 非制造业 PMI 分项走弱 (%)	9
图表 11: 消费与投资关系	11

1 经济延续温和修复，内生动能仍有待进一步巩固

3月制造业景气度延续回升态势，好于季节性水平，供需两端同步改善，需求改善高于供给端，供需失衡得到改善，指向经济保持持续修复趋势。3月制造业PMI为50.5%，符合预期，较前值上升0.3pct，略低于近五年（不包含2020年）同期环比变动水平。考虑春节扰动，对比春节位于2月的2022年和2017年同期水平，3月制造业PMI环比变动好于2017年和2022年同期，其中，2017年PMI维持在51%以上水平，绝对景气度好于今年水平，高景气度的边际改善或弱于当下；2022年同期则是存在外部冲击的影响。

图表1：PMI分项



资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.1 政策提振信心，需求延续温和修复态势

政策提振信心，内需延续温和修复。3月制造业PMI新订单指数为51.8%，较上月上升0.7pct，略低于季节性，环比变动较近五年（不包括2020年，下同）同期水平0.94pct低0.24pct，显示需求呈现温和修复。

我们理解或存在三方面原因：一是通过3月经济高频数据跟踪，基建投资需求回升，带动工业需求改善（详见报告《3月经济高频数据环比回暖，经济延续修复态势》）；二是以旧换新加力扩围，3月消费拉动作用较为明显。根据中国消费者协会、商务部数据，3月14至3月24日，全国汽车以旧换新申请量日均2万份、12类家电以旧换新产品日均超过30万台、手机等数码产品的申请日均达

到 70 万件。在良好的政策效果拉动下，提振市场信心；三是政府工作报告明确了积极财政政策力度，叠加近期《提振消费专项行动方案》等促消费政策落地，在一定程度上亦会提振市场信心。中国企业经营状况指数（BCI）亦得到佐证，3 月中国企业经营状况指数（BCI）为 54.75%，较前值上升 1.97pct；3 月中国企业销售前瞻指数（BCI）为 65.08%，较前值回升 2.35pct。

图表2：以旧换新政策效果跟踪

	汽车（万份）	家电（万台）	手机等数码产品（万件）
截至 3 月 14 日	130	2500	4900
截至 3 月 16 日	132	2600	5100
截至 3 月 24 日	150	2800	5600

资料来源：中国消费者协会，商务部，中邮证券研究所

出口不确定性增大，春节后复工复产带来景气度自然回升，亦不能排除短期仍存在“抢出口”行为。新出口订单 PMI 为 49%，较上个月回升 0.4pct，明显低于近五年同期 1.1% 水平，考虑美国对我国加征了 20% 关税、对所有进口钢铁和铝征收 25% 关税、对进口汽车征收 25% 关税等，或对出口产生一定扰动，3 月上海出口集装箱运价指数综合指数周度均值为 1351.32，较 2 月下降 20.11%，显示 3 月出口下行压力有所增大，在此背景下，3 月新出口订单 PMI 指数环比改善，或是春节过后复工复产带来的自然回升，亦不能排除短期仍存在“抢出口”行为，特朗普扬言 4 月加征对等关税、4 月 2 日进口汽车征收 25% 关税等，未来全球贸易不确定性仍大，不排除抢抓 3 月相对确定性。

图表3：SCFI 综合指数和 CCFI 综合指数



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：韩国出口总额同比（%）



资料来源：同花顺, 中邮证券研究所

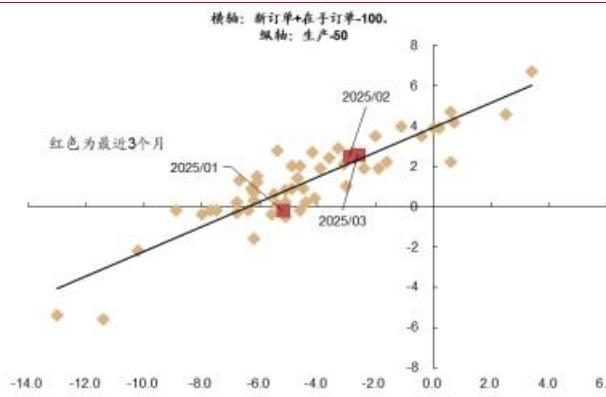
1.2 生产景气度边际改善，低于季节性水平

3月制造业PMI生产指数为52.6%，较前值52.5%小幅上涨0.1pct，低于季节性水平，较近五年同期均值水平0.92%低0.82pct。根据统计局公布数据来看，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业生产指数均升至55.0%以上较高景气区间；木材加工及家具、石油煤炭及其他燃料加工等行业低于临界点。

1.3 供需向下寻求均衡，价格指标尚未显示供需关系显著改善

3月生产和需求景气度均环比回升，需求改善好于供给端，有效需求不足问题有所缓解，供需向下寻找平衡点。3月PMI新订单与PMI生产的差值为-0.8%，较前值-1.4%收窄0.6pct。但价格作为供需博弈的结果，PPI同比增速尚未呈现明确触底反弹迹象，或反应供需关系尚未显著改善。根据PMI产生品出厂价格估算，3月PPI同比增速或在-2.3%左右，降幅较2月-2.2%或有所扩大。

图表5：供需失衡有所缓解（%）



图表6：制造业PMI分解（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

虽然供需景气度延续修复，但供需关系尚未显著改善，作为供需博弈结果的价格同比增速未明显回暖，制约企业利润的持续改善，企业对利润预期有所回落，制约了企业再生产动力，企业或呈现主动去库特点，加速消化库存。

2月工业企业产成品库存有所回升，2月工业企业产成品库存同比增速4.2%，较前值回升0.9pct。在此背景下，虽然销售预期有所回升，如3月新订PMI指数环比改善、中国企业销售前瞻指数（BCI）为65.08，较前值回升2.35个点，但PPI同比增速尚未改善，企业对利润预期有所下降，3月中国企业利润前瞻指数为49.38，较2月下降1.62个点，进而在一定程度上抑制了企业投资动力，3月中国企业投资前瞻指数56.18，较前值下降1.32个点，3月PMI产成品库存为48%，较前值下降0.3%，同时PMI出厂价格为47.9%，较前值下降0.6%，或存在

以价换量的现象，符合主动去库的特点。与此同时，企业采购的意愿会下降，要素市场需求走弱，直接反应是主要原材料购进价格下降，3月PMI主要原材料购进价格为49.8%，较2月下降1pct。

图表7：产成品库存和出厂价格（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表8：原材料库存和价格（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

2 非制造业保持高景气度，建筑业延续回暖

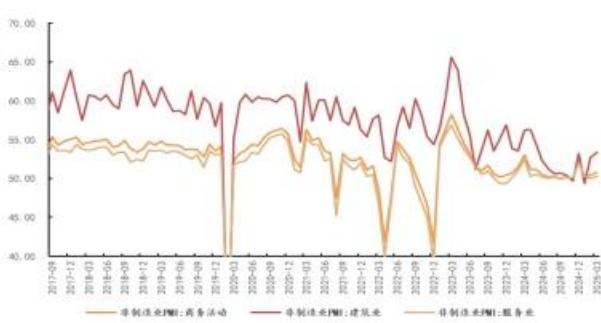
3月非制造业景气度环比回升，低于季节性水平。3月非制造业PMI：商务活动指数为50.8%，较前值回升0.4pct，较近五年同期变动均值低0.74pct，其中，建筑业景气度改善较为明显。

(1) 3月建筑业PMI为53.4%，较前值回升0.7pct，弱于季节性水平，较近五年同期变动均值低3.04pct。我们理解，建筑业景气度环比改善，一方面春节过后，天气转暖，建筑业复工复产持续推进，带动景气度自然回升；另一方面，自去年四季度化债政策持续推进，以及清理拖欠账款，部分建筑业企业资金流改善，推动建筑业景气度回暖，CME预计2025年3月挖掘机销量28500台，同比+14%，其中国内18500台，同比+22%。此外，随着积极财政政策加速落地，亦会提振市场信心。值得关注的是，3月建筑业PMI绝对值低于近五年同期水平，一方面因房地产处于深度调整期，或产生一定拖累；另一方面，虽然新增专项债发行节奏较2024年较为明显加快，1-3月新增专项债累计发行9602.41亿元，较2024年同期增长51.43%，但新增专项债发行节奏低于2023年和2022年水平，较2023年和2022年分别低29.23%和26.02%。我们理解，在严控地方政府隐性债务的约束下，地方政府投资仍受到一定影响，并且我国经济增长动能发生变化，

传统基建投资拉动作用边际减弱，投资方向或集中于“两重”和人工智能基础设施投资等新方向。

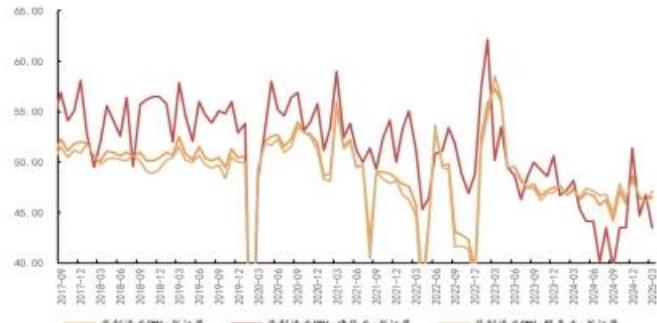
(2) 3月服务业景气度处于荣枯线之上，扩张动能有所增强。3月服务业PMI为50.3%，较前值回升0.3pct，略低于季节性水平，较近五年同期变动均值低0.38pct；服务业PMI新订单47.1%，较上月上升1.2pct，环比变动较近五年同期环比变动均值2.2%低1pct。从统计局公布行业来看，水上运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均位于55%以上高景气区间。

图表9：非制造业保持高景气度（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表10：非制造业PMI分项走弱（%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 展望：关注消费与投资协同发力

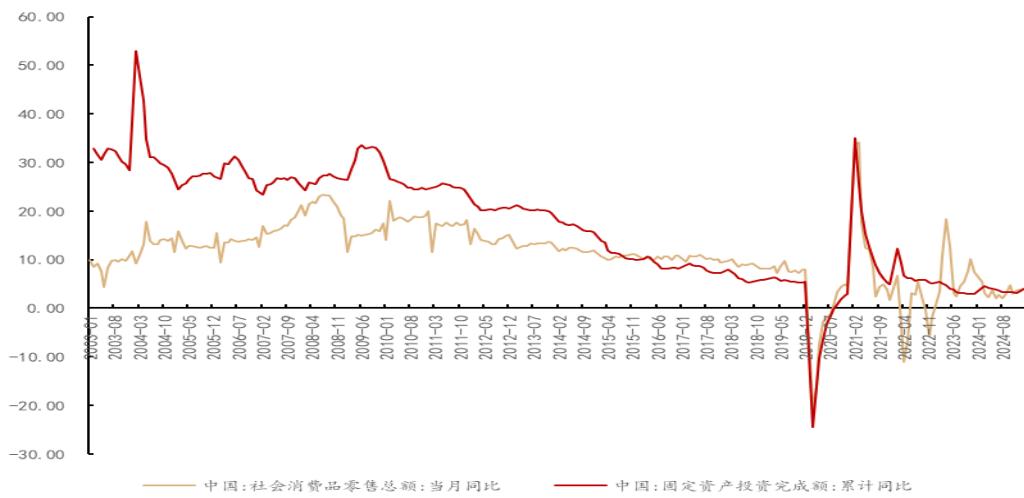
1-2月经济数据显示，我国经济实现良好开局，3月经济高频数据亦显示经济延续修复态势，3月PMI亦显示经济景气度环比改善。从3月PMI数据来看，虽然供需均延续修复，且需求边际改善好于供给端，但供需失衡问题短期并未有效修正，作为供需博弈结果的价格同比增速并未回升，预计3月PPI同比增速为-2.3%，较2月低0.1pct。在此背景下，企业呈现为以价换量的主动去库特点，消化2月回升的产成品库存，企业对利润预期有所回落，进而制约了企业再生产的积极性。往后看，4月美国对等关税政策、对进口汽车加征关税等政策落地后，出口景气度或再度面临一定考验，同时前期已出台政策的作用或存在边际递减，若4月外需有所放缓，而内需修复不能对冲外需放缓的影响，4月制造业景气度或面临一定挑战。基于此，制造业景气度持续改善有待进一步跟踪观察，保持谨慎乐观。

建筑业保持了相对较高景气度，不仅因春节后天气转暖，亦与去年四季度以来持续推进的化债政策有关，腾挪地方债务空间，叠加清理拖欠账款，建筑行业企业现金流改善，进而抬升行业景气度。往后看，我们理解，建筑业仍有望维持高景气度。去年专项债发行节奏靠后，实物工作量形成相对靠后，前期基数相对较低，而今年专项债已经有所提速，3月新增专项债发行3634.57亿元，较去年同期增长57.51%，1-3月新增专项债较去年同期增长51.43%，这为基建投资提供资金保障。从政策态度来看，政府工作报告亦强调，出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，我们理解，积极的工作态度亦会体现在新增专项债使用方面。

综上，我们理解，促消费扩内需虽然是当前重点工作，但在当前经济尚未完全走出需求不足的情况下，完全依赖提升消费率拉动经济，政策或短期有效，中长期作用或相对有限，因居民消费、就业预期不稳，难改居民消费预算约束，政策效果或主要源自于居民预算内消费的腾挪，或者当前消费与未来消费的转换，有效需求不足问题难以实质修正。从CPI恢复到2%左右的水平测算，GDP需要填补5万亿-6万亿的需求缺口，需要消费增长达到15%以上，这不太现实。

若切实改善有效需求不足，需要关注投资与消费的相互促进作用，即短期促消费政策拉动终端需求改善，同时积极财政政策亦需促进投资回暖，共同提振经济需求改善，进而实现生产与需求的良性循环。从历史数据来看，消费与投资并非此消彼长的关系，两者存在较高正相关关系，背后的逻辑很简单，投资增加意味着支出增加，从而创造更多收入，而收入增加自然会支撑消费增长。在出口不确定性增大、促消费政策持续落地背景下，亦需关注固定资产投资的边际改善情况，这或是有效需求实质性改善的重要支撑，其中，基建投资或是抓手明确的分项。后续仍需密切跟踪观察消费与投资协同发力、相互促进的情况。

图表11：消费与投资关系



资料来源: Wind, 中邮证券研究所

风险提示

全球贸易摩擦超预期加剧；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com
地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编: 518048