

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

价格端信号更值得关注

2026年3月31日

- **制造业产需两端反弹，但新订单指数超过生产指数。**从历史规律来看，春节月过后，制造业生产景气度往往会重新反弹。今年春节假期偏晚，节后复工复产多集中在3月，进一步放大了季节性修复的影响，这是本次PMI回升的核心逻辑。拆解来看，PMI的5大分项指数中，新订单指数回升较多，是分项指数中景气度最高的分项，也是PMI最大的拉动项。此外，PMI构成指标和其他指标都有不同程度的回升。
- **3月主要原材料价格和出厂价格明显走高，二者“剪刀差”也在走阔。**在3月制造业这份PMI数据中，我们认为，价格端的信号更值得关注。制造业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数都很高，不仅如此，原材料购进指数比出厂价格指数足足高出8.5个百分点，这是自2022年5月以来的最高水平。考虑到出厂价格的涨幅明显弱于原材料购进价格，后续或需关注价格“剪刀差”变化对企业利润的不利影响。
- **但需要注意的是价格端“剪刀差”走阔可能不体现在企业整体利润率上，更多是上游和下游的分化。**2022年3月、4月时，制造业价格端的“剪刀差”也曾一度走阔，甚至二者的差距比今年3月还高。观察制造业上、中、下游的利润率表现来看，上游原材料利润率走高，而与之形成鲜明对比的是，下游消费的利润率却走低。我们认为，若价格端“剪刀差”继续走阔，或对下游消费形成进一步的压制。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期，关税摩擦超预期升级，地缘局势升级等。

目录

一、制造业价格指标显著回升.....	3
二、非制造业重返扩张.....	6
风险因素	8

图目录

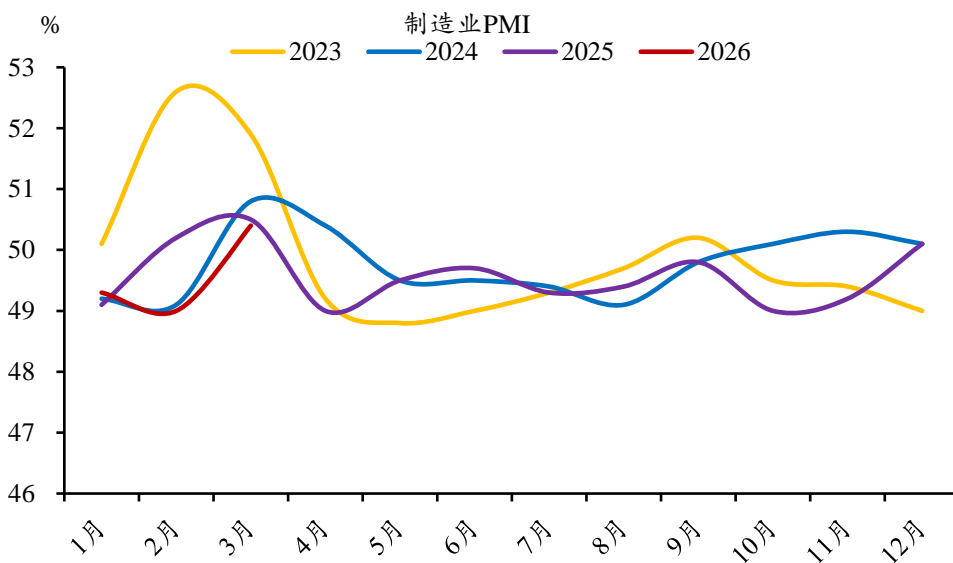
图 1：制造业景气度季节性反弹.....	3
图 2：新订单指数超过生产指数.....	3
图 3：制造业的两大价格指标明显上行.....	4
图 4：价格端“剪刀差”明显走阔.....	5
图 5：2022 年上半年，上游制造利润率升，下游消费利润率降.....	5
图 6：非制造业景气度重返扩张区间.....	6
图 7：2026 年财政政策安排.....	7

一、制造业价格指标显著回升

制造业 PMI 再次站上荣枯线。春节因素消退后，市场预期 3 月制造业景气度出现季节性反弹，回升至 50% 的荣枯线以上 (50.1%)，制造业 PMI 实际回升至 50.4%，好于市场预期。不过对比往年的走势来看，尤其是 2024 年，3 月制造业 PMI 本质上不算高。一是往年 3 月制造业 PMI 均落在扩张区间 (除 2022 年)，二是今年 3 月是近三年间同期最低的水平。

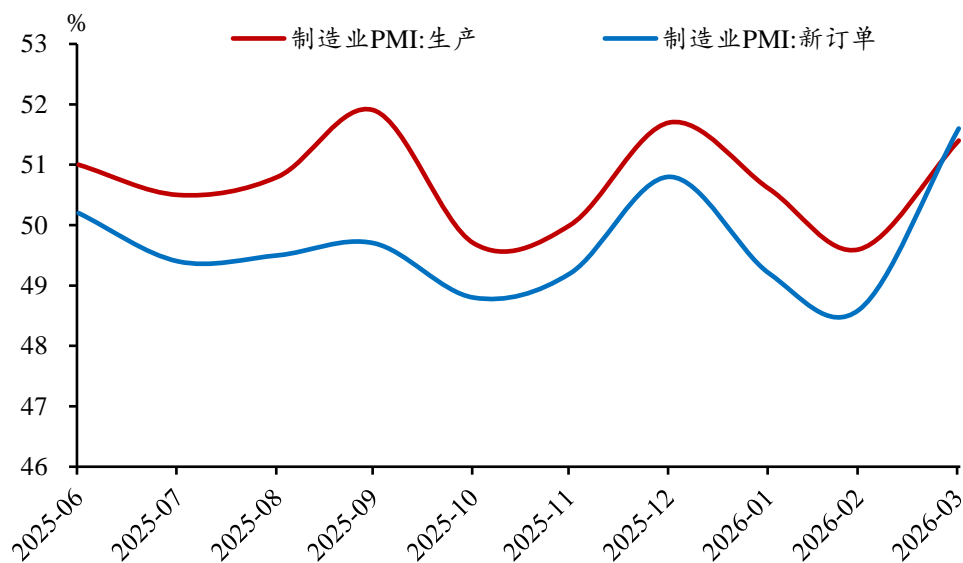
制造业供需两端反弹，但新订单指数超过生产指数。从历史规律来看，春节月过后，制造业生产景气度往往会重新反弹。今年春节假期偏晚，节后复工复产多集中在 3 月，进一步放大了季节性修复的影响，这是本次 PMI 回升的核心逻辑。拆解来看，PMI 的 5 大分项指数中，新订单指数回升较多，是分项指数中景气度最高的分项，也是 PMI 最大的拉动项。此外，PMI 构成指标和其他指标都有不同程度的回升。

图 1：制造业景气度季节性反弹



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 2：新订单指数超过生产指数



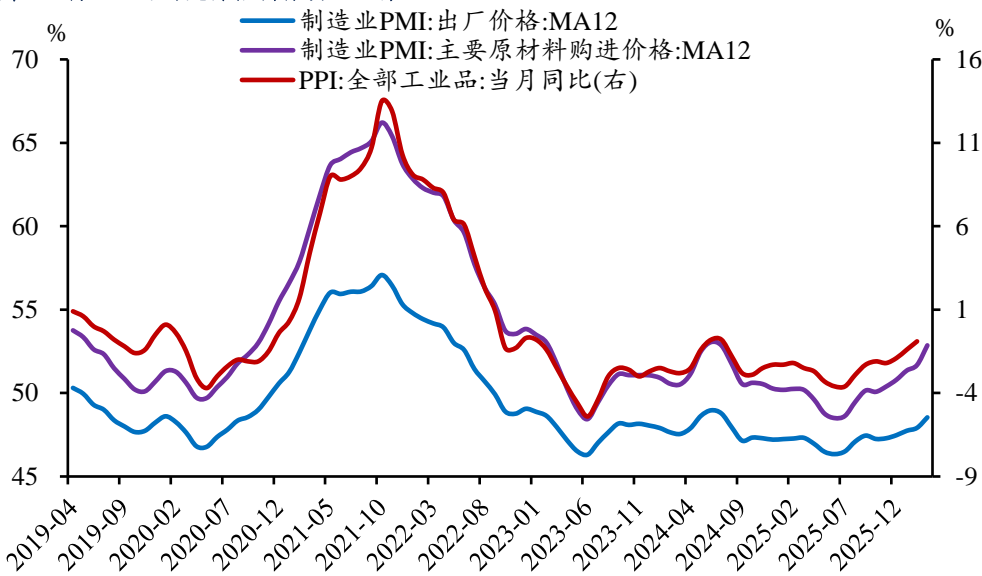
资料来源：ifind，信达证券研发中心

但在3月制造业这份PMI数据中，我们认为，价格端的信号更值得关注。不仅是因为价格指标不是PMI的组成成分，其变化难体现在制造业整体PMI上，更因为当前价格指标走高较多，需关注其后续影响。

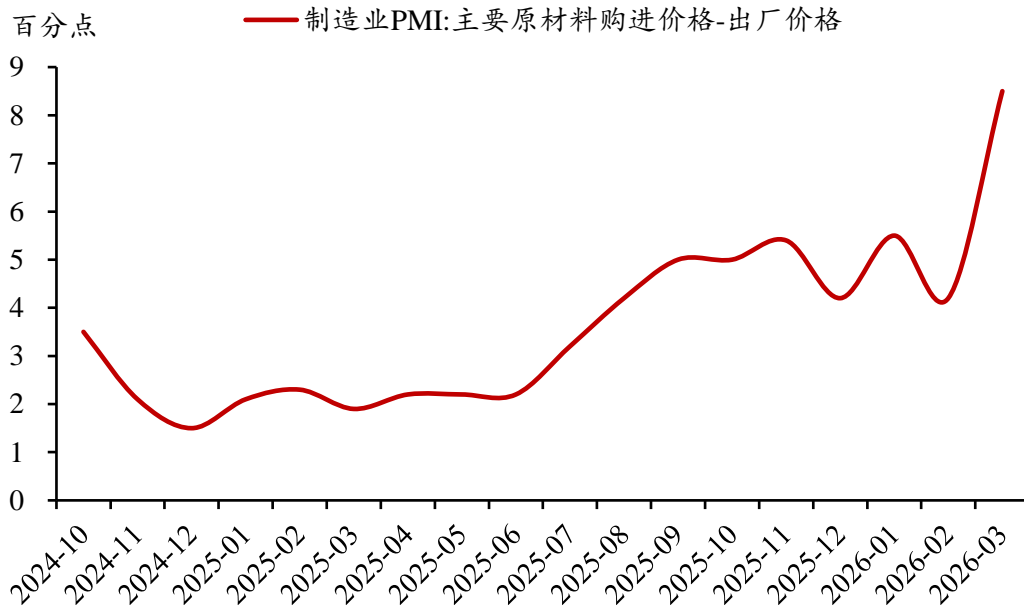
3月主要原材料价格和出厂价格明显走高，二者“剪刀差”也在走阔。中东局势变化给全球能源供应链带来扰动，同时也影响了国内制造业的原材料购进成本。制造业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数都很高，分别为63.9%和55.4%，比2月上升9.1个和4.8个百分点。不仅如此，原材料购进指数比出厂价格指数足足高出8.5个百分点，这是自2022年5月以来的最高水平。我们认为，这或是原油价格上涨带来的影响，考虑到出厂价格的涨幅明显弱于原材料购进价格，后续或需关注价格“剪刀差”变化对企业利润的不利影响。

但需要注意的是价格端“剪刀差”走阔可能不体现在企业整体利润率上，更多是上游和下游的分化。2022年3月、4月时，制造业价格端的“剪刀差”也曾一度走阔，甚至二者的差距比今年3月还高。观察制造业上、中、下游的利润率表现来看，上游原材料利润率走高，而与之形成鲜明对比的是，下游消费的利润率却走低。我们认为，若价格端“剪刀差”继续走阔，或对下游消费形成进一步的压制。

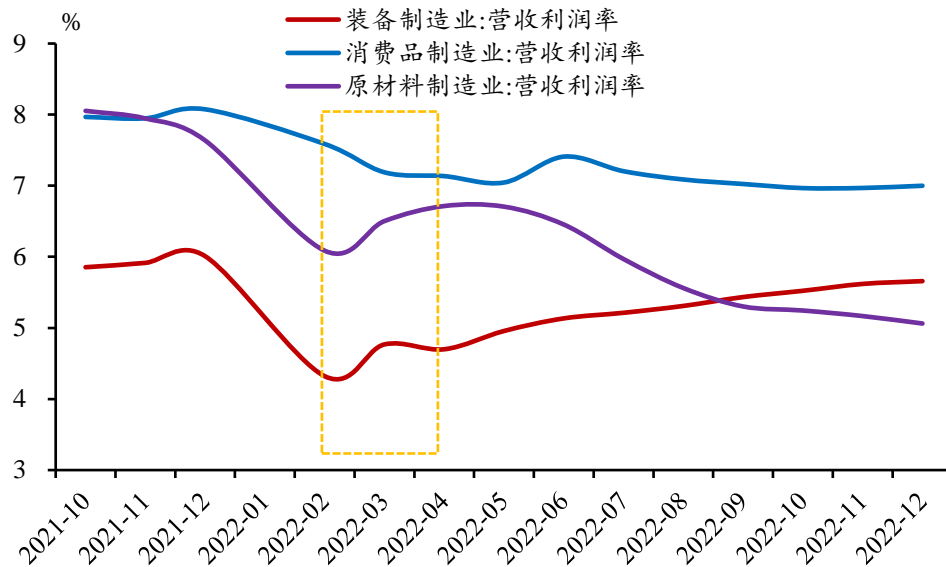
图3：制造业的两大价格指标明显上行



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 4：价格端“剪刀差”明显走阔


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 5：2022 年上半年，上游制造利润率升，下游消费利润率降


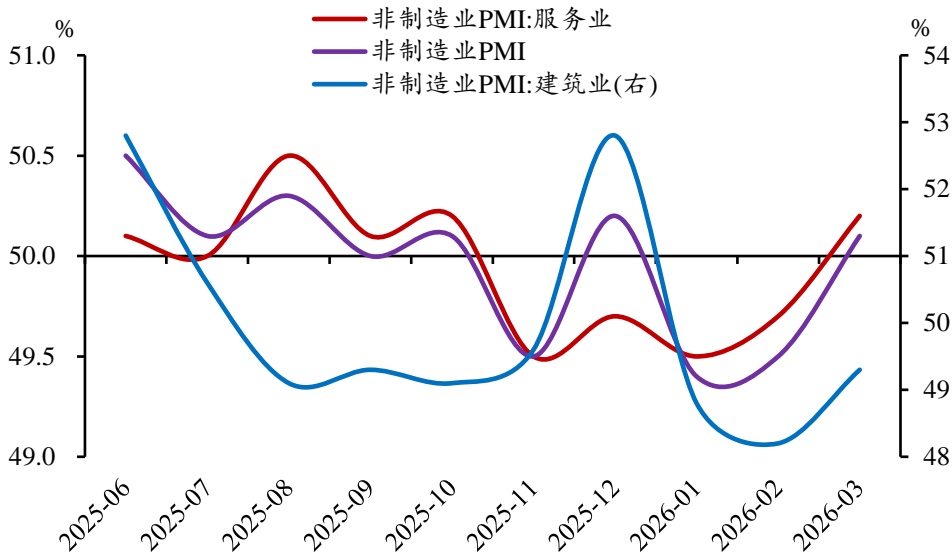
资料来源:ifind, 信达证券研发中心

二、非制造业重返扩张

非制造业 PMI 重返扩张区间，但整体修复节奏慢于制造业。3月非制造业商务活动指数 50.1%，较2月上行 0.6 个百分点，和制造业一样重返扩张区间，但整体修复节奏慢于制造业。我们认为，这主要源自服务业与建筑业修复节奏不一，生产性与消费性服务业、基建与地产链相关建筑活动的景气度差异显著。

基建相关投资活动明显加快，继续发挥投资稳增长作用。春节过后，3月建筑业景气度较2月有所上升。分行业来看，房屋建筑业的商务活动指数表现虽有改善，但仍在荣枯线以下，土木工程建筑业的商务活动指数则上涨明显，回升至 55% 以上。对比之下，传统房屋建筑景气度仍在相对低位，基建投资相关建筑景气度较好，我们认为基建需求或将持续释放，继续发挥基建投资的稳增长作用。

图 6：非制造业景气度重返扩张区间



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

向后看，3月政府工作报告中再度强调要实施更加积极有为的宏观政策，持续扩大内需。我们认为，若4月特别国债开始发行，“两重”项目建设有望对建筑业 PMI 指标带来进一步支撑。值得注意的是，近期美伊冲突虽有所缓和但后续演化仍存不确定性，倘若油价持续高企或将对全球需求带来不利影响，或扰动国内 PMI 的修复进程。

总体来看，一季度经济“开门红”可期，近期政策在逐步进入落地期，其中今年安排多项财政政策发力，扩内需政策继续推进，结构调整政策或成为重点。

图 7：2026 年财政政策安排

财政政策工具	规模	较上年变化	主要用途
赤字率	4%左右	持平	—
财政赤字规模	5.89 万亿元	增加 2300 亿元	弥补一般公共预算收支缺口
一般公共预算支出	首次达 30 万亿元	增加约 1.27 万亿元	保民生、稳增长、促发展
其中：中央预算内投资	7550 亿元	增加 200 亿元	投向基础设施、民生保障、科技创新等国家重点领域项目
超长期特别国债	1.3 万亿元	持平	支持“两重”建设、“两新”工作等
			1) 8000 亿支持“两重”建设
			2) 4500 亿支持“两新”工作 其中：2500 亿支持以旧换新 2000 亿支持设备更新
			3) 500 亿支持金融方面支出
补充资本特别国债	3000 亿元	较上年减少	支持国有大型商业银行补充资本
地方政府专项债券	4.4 万亿元	持平	重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款
财政金融协同促内需专项资金	1000 亿元 (首次设立)	—	撬动社会资本，扩大内需、支持消费和产业升级

资料来源：中国政府网、中国商报，信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期，关税摩擦超预期升级，地缘局势升级等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。