



联络人

作者：
中诚信国际 研究院执行院长 袁海霞
hxyuan@ccxi.com.cn
研究员 张堃
kzhang02@ccxi.com.cn
研究员 汪苑晖
yhwang@ccxi.com.cn
研究员 张瀚文
hwzhang@ccxi.com.cn

相关报告

PMI 延续扩张，供需修复动能有待加强，2024 年 12 月

增量政策效果有所显现，PMI 重回景气区间，2024 年 10 月

景气度走低指向经济仍承压，期待宏观政策“更加给力”，2024 年 7 月

PMI 供需两端景气度双双回落，需关注制造业企业被动补库存，2024 年 6 月

PMI 供需两端均升至扩张区间，但与高频数据表现存在一定背离，2024 年 3 月

如需订阅研究报告，敬请联系
中诚信国际品牌与投资人服务部
赵 耿 010-66428731
gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

新动能持续蓄势，价格仍是 PMI 的主要拖累

——3 月 PMI 数据点评

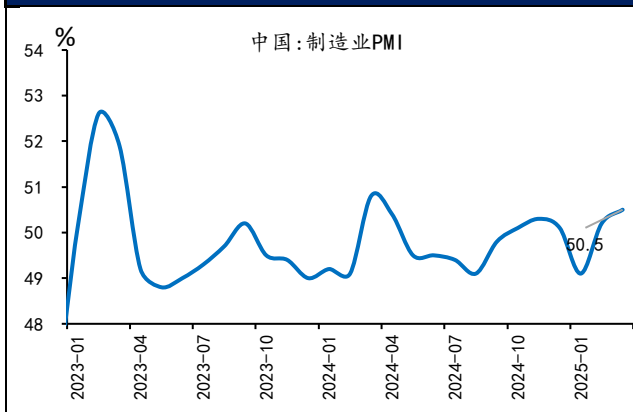


- **事件：**据国家统计局数据，3 月制造业 PMI 为 50.5%，较上月提升 0.3 个百分点；建筑业 PMI 为 53.4%，较上月提升 0.7 个百分点；服务业 PMI 为 50.3%，较上月提升 0.3 个百分点。
- **今年以来制造业景气向好，制造业 PMI 连续回升，但总体仍弱于季节性表现。**今年以来制造业 PMI 连续两月回升至扩张区间，3 月录得 50.5%，较上月提升 0.3 个百分点，此外，反映经济动能的“PMI 新订单-产成品库存”指数上升 1 个百分点，一季度制造业景气向好的趋势基本确认。由于春节效应消退企业开始复工复产，3 月制造业 PMI 往往呈季节性回升，考虑到过去四年（2021-2024 年）的 3 月份制造业 PMI 均值为 51.0%，3 月回升仍然弱于季节性。
 - **在“两新”政策支持和企业复工复产提速下，3 月供需两端均有修复，需求端表现总体强于供给端，企业生产经营预期有待改善。**3 月制造业需求分项环比改善，一方面，“两新”对内需的拉动效果持续显现，新订单指数位于荣枯线上方持续抬升，3 月录得 51.8%，环比回升 0.7 个百分点；另一方面，3 月美国对华再度加征 10% 关税落地叠加“对等关税”生效在即，抢出口跟随关税预期升温为需求提供一定的支撑，新出口订单录得 49.0%，环比回升 0.4 个百分点。PMI 供给分项中生产指数较上月抬升 0.1 个百分点至 52.6%，企业生产仍然维持韧性，但采购量、进口分项均边际回落，意味着维持企业生产扩张的采购需求仍然偏弱；与此同时，据中采数据解读，反映需求不足为主要困难的企业占比仍在 60% 之上，生产经营活动预期分项也连续两月下滑，3 月进一步下滑 0.7 个百分点至

53.8%，企业恢复生产的信心仍有不足。

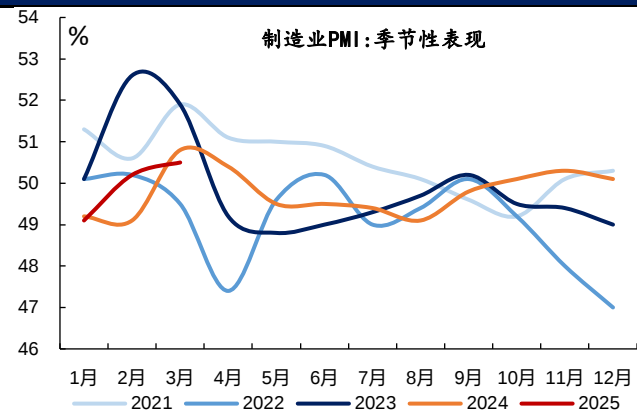
- **制造业仍处于被动去库进程，价格回升受阻对企业盈利形成拖累。**从制造业 PMI 的库存分项看，产成品库存指数较上月回落 0.3 个百分点至 48.0%，反映供需缺口的 PMI 新订单-生产分项的读数由 2 月的-1.4%回升至-0.8%，需求回暖对库存去化形成了正向贡献；原材料库存小幅回升 0.2 个百分点至 47.2%，仍低于荣枯线水平，原材料库存降幅有所收窄。**制造业“以价换量”特征仍存**，虽然 PMI 需求各分项大多处于扩张区间，但受原油等大宗商品价格波动的影响，表征价格的 PMI 分项结束上月的回升态势出现双双回落，3 月出厂价格和主要原材料购进价格分别较上月下滑 0.6 和 1.0 个百分点至 47.9%和 49.8%，价格修复的基础仍不牢固，对企业盈利形成一定的拖累。
- **行业景气分化，高技术制造业景气水平持续回升，基础原材料行业仍受地产拖累。**从重点行业看，在大规模设备更新和新能源产业链景气回升的带动下，装备制造业和高技术制造业景气水平延续回升，二者 PMI 分别为 52.0%、52.3%，环比上月抬升 1.2、1.4 个百分点，其中，高技术制造业的生产指数较上月上升 0.9 个百分点至接近 54%的水平，新订单指数较上月上升 4.1 个百分点至接近 56%的较高水平，新出口订单也保持在 53%以上。年初 Deepseek 实现技术突破以来，智能驾驶、手机操作系统、人形机器人等领域迎来了 AI 赋能的布局机会，**以高技术制造业为代表的新质生产力保持较快发展**，3 月战略性新兴产业景气度（EPMI）显著上升 10.6 个百分点，是制造业的主要拉动项。而消费品制造业基本持平上月录得 50%，基础原材料行业受地产和钢铁、煤炭等高耗能行业景气度偏低的拖累，较上月下滑 0.5 个百分点至 49.3%。
- **受金融环境改善、内需稍有回暖等因素影响，3 月小型企业景气度环比大幅回升，大型企业景气仍整体偏强。**3 月大型企业 PMI 为 51.2%，较上月回落 1.3 个百分点，仍处于扩张区间；中型和小型企业 PMI 均实现反弹，其中，中型企业 PMI 为 49.9%，较上月上行 0.7 个百分点，小型企业 PMI 指数大幅回升 3.3 个百分点，达到 49.6%，为去年 6 月以来的最高水平。

图 1：制造业 PMI 指数较上月回升 0.3 个百分点



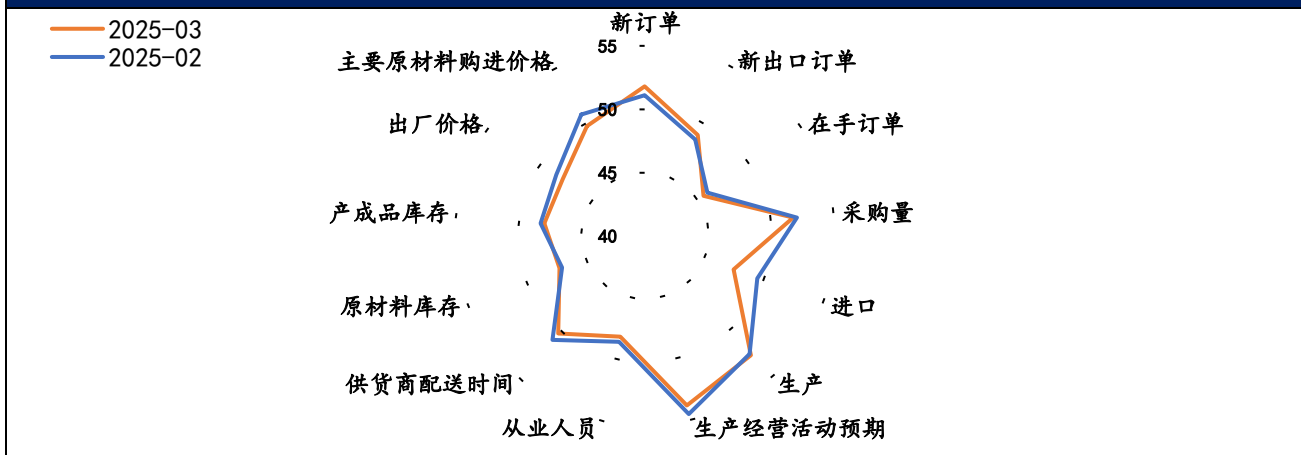
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 2：制造业修复整体弱于季节性



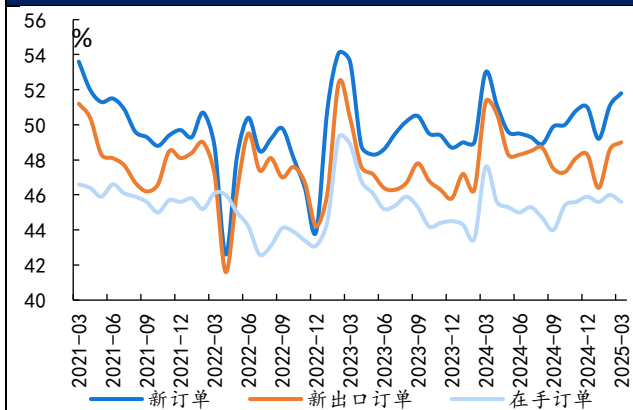
数据来源：中诚信国际

图 3：3 月制造业 PMI 供需分项均有改善，但出厂和原材料购进价格回落，产成品加速去库



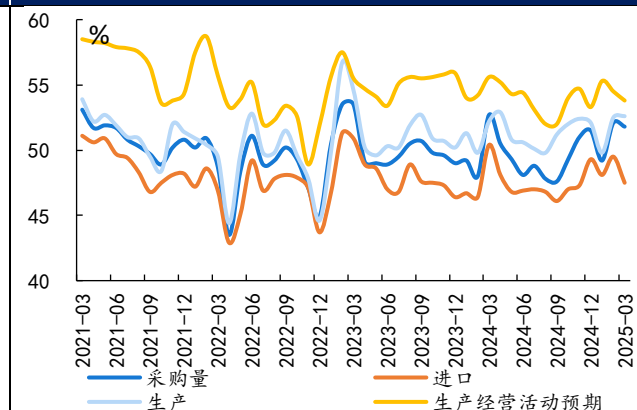
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 4：3 月制造业 PMI 新订单和新出口订单环比抬升



数据来源：Wind, 中诚信国际

图 5：3 月制造业 PMI 部分供给分项仍有下滑



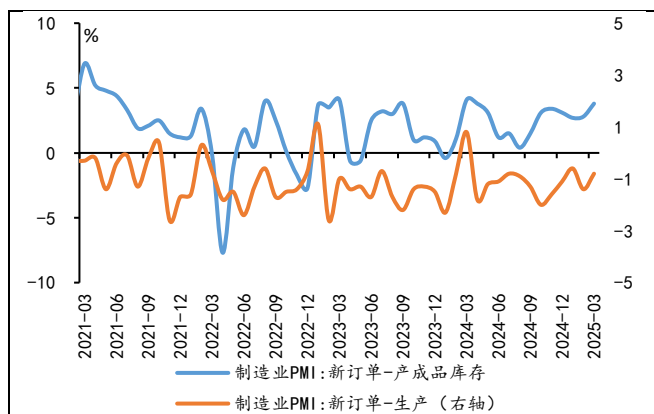
数据来源：Wind, 中诚信国际

图 6：3 月经济动能边际修复，供需缺口收窄



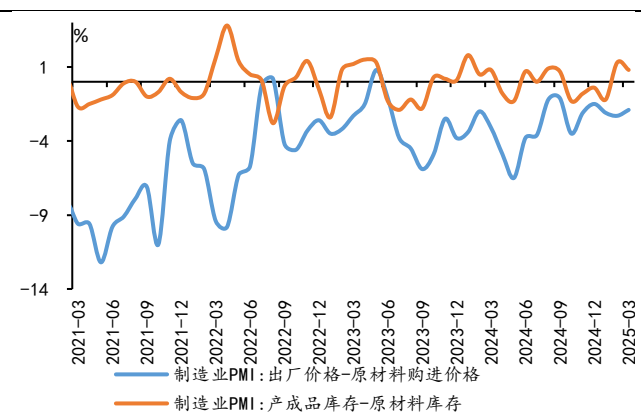
图 7：PMI 产成品库存-原材料库存边际下滑，企业仍处于被动去库进程





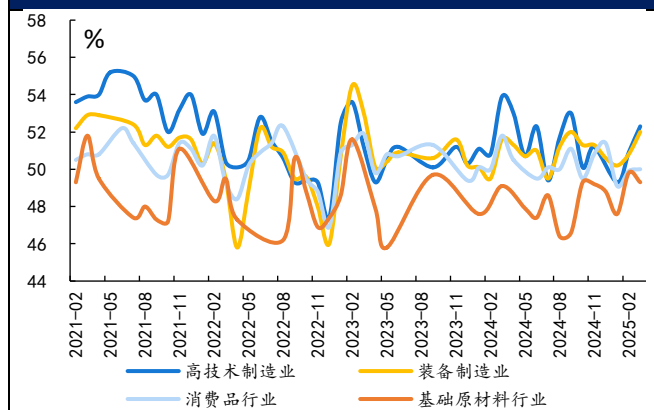
数据来源：Wind, 中诚信国际

图8：装备和高技术制造业景气大幅上行

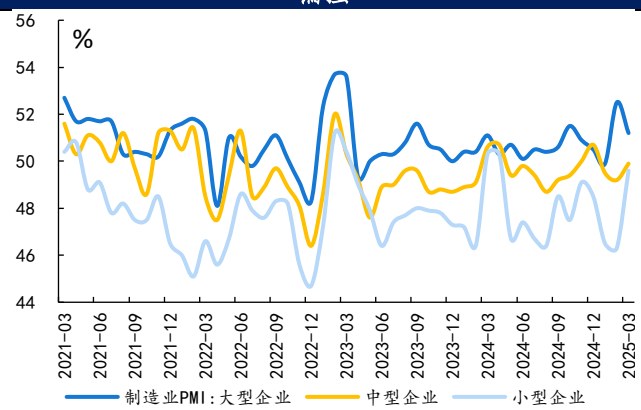


数据来源：Wind, 中诚信国际

图9：中小型企业景气改善，但大型企业景气度仍然偏强



数据来源：Wind, 中诚信国际



数据来源：Wind, 中诚信国际

■ 非制造业商务活动指数连续2个月上升，建筑业PMI升至去年6月份以来高点，服务业PMI环比上行。3月非制造业商务活动指数较前值回升0.4个百分点至50.8%，其中，业务活动预期分项升至57%以上，非制造业经营活动保持扩张，企业对未来市场预期更为乐观。服务业商务活动指数为50.3%，较上月回升0.3个百分点，建筑业商务活动指数较上月回升0.7个百分点至53.4%，为去年6月以来的新高。

- 伴随重点项目的加速推进，3月建筑业景气修复，但年初资金到位压力和地产投资构成主要拖累。3月建筑业商务活动指数53.4%，较上月上行0.7个百分点，其中，房屋建筑和土木工程建筑活动指数分别录得54.6%和54.5%，均保持扩张区间。但值得注意的是，3月建筑业新订单指数为43.5%，低于前值46.8%，也低于去年同期，其背后或与年初政策资金的到位压力和地产开工投资的拖累有关，伴随后续增量资金推进建筑项目向实物工作量转化，建筑业相关活动有望实现回升。

- **服务业企业预期向好，各服务行业景气度呈现分化态势。**服务业新订单指数环比改善 1.2 个百分点，业务活动预期指数延续两月回升至 57.5%，多数服务业企业对近期市场发展预期持乐观态度。分行业看，服务业整体呈现景气分化的态势，一是生产性服务景气度优于居民服务，其中，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 55.0% 以上较高景气区间，而与居民消费相关的餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数随着春节效应逐步消退而有所回落；二是以旧换新叠加消费补贴带动居民线下消费趋于活跃，据中采数据显示，零售业商务活动指数和新订单指数均升至 52% 以上，环比升幅明显；三是 AI 等创新驱动信息技术相关服务业景气上行，电信运营服务业和互联网及软件技术服务业的商务活动指数分别在 60% 和 53% 以上。
- **整体来看**，3 月在“两新”政策支持、抢出口延续、重点项目加速推进的影响下，制造业供需两端均有改善，新动能表现突出，高技术制造和装备制造等经济新动能景气持续向好，但企业信心偏弱、部分行业仍面临产能过剩、企业仍处于被动去库的进程、价格修复路径受阻等因素仍是制造业景气复苏的主要阻碍，行业景气仍处于结构分化态势。
- 展望后市**，美国对华 20% 关税的影响或在 4 月有所体现，抢出口仍然面临关税预期的扰动，外需或是影响制造业景气的主要因素。内需方面，二季度成为两会政策部署的关键期，有关消费提振、落后产能清退和民营企业支持的政策或加速释放，广义财政发力、化债等相关政策对广义基建利好方向明确，政策端对制造业需求的支撑将持续发挥作用，以新质生产力为代表的高技术制造业景气或延续上行趋势。但要关注到价格和从业人员相关指数仍在回落，企业预期与信心不稳，新动能快速发展但尚未成势，对经济修复的支撑作用还有待持续观察。

图 10：非制造业 PMI 延续上行

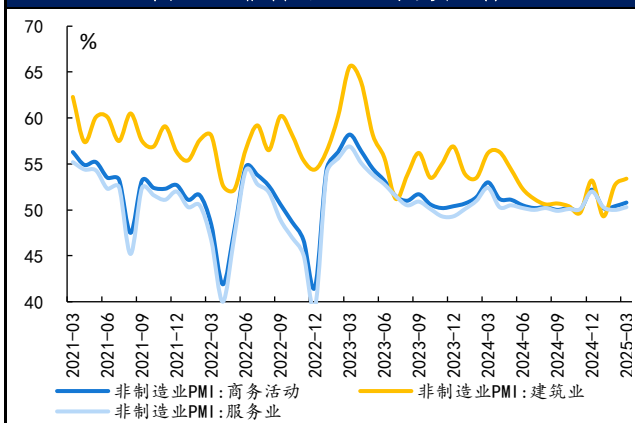
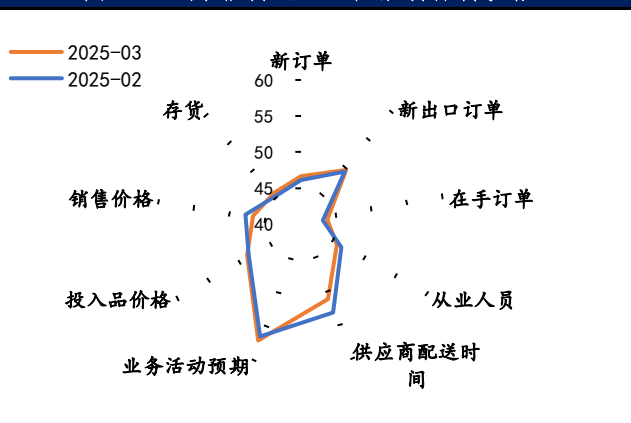


图 11：3 月非制造业经营活动保持扩张



数据来源：Wind, 中诚信国际

数据来源：Wind, 中诚信国际

附表：

表：综合 PMI、制造业 PMI、非制造业商务活动指数情况（季调后）

指标名称(单位:%)		2025 年 3 月	2025 年 2 月	涨幅
综合 PMI		51.4	51.1	0.3
制造业 PMI		50.5	50.2	0.3
需求	新订单	51.8	51.1	0.7
	在手订单	45.6	46	-0.4
	新出口订单	49	48.6	0.4
供给	进口	47.5	49.5	-2.0
	采购量	51.8	52.1	-0.3
	生产	52.6	52.5	0.1
	从业人员	48.2	48.6	-0.4
	生产经营活动预期	53.8	54.5	-0.7
供求关系	原材料库存	47.2	47	0.2
	产成品库存	48	48.3	-0.3
	原材料购进价格	49.8	50.8	-1.0
	出厂价格	47.9	48.5	-0.6
	供货商配送时间	50.3	51	-0.7
非制造业 PMI		2025 年 3 月	2025 年 2 月	涨幅
商务活动		50.8	50.4	0.4
需求	新订单	46.6	46.1	0.5
	在手订单	43.7	43.1	0.6
供给	从业人员	45.8	46.5	-0.7
	业务活动预期	57.2	56.6	0.6
供求关系	供应商配送时间	51.1	53.1	-2.0
	存货	45.7	45.2	0.5
	投入品价格	48.6	48.4	0.2
	销售价格	46.7	47.8	-1.1

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>