

3月PMI数据解读

景气延续，关注回升动能

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn 执证编码：S0980524090003
证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 王奕群 wangyiqun1@guosen.com.cn

事项：

3月31日，3月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为50.5（环比+0.3pct）；非制造业为50.8（环比+0.4pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

		PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期
			大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出			
制造	2025-03	50.50	51.20	49.90	49.60	52.60	51.80	49.00	47.20	48.00	49.80	47.90	50.30	48.20	53.80
	2025-02	50.20	52.50	49.20	46.30	52.50	51.10	48.60	47.00	48.30	50.80	48.50	51.00	48.60	54.50
	2025-01	49.10	49.90	49.50	46.50	49.80	49.20	46.40	47.70	46.50	49.50	47.40	50.30	48.10	55.30
	2024-12	50.10	50.50	50.70	48.50	52.10	51.00	48.30	48.30	47.90	48.20	46.70	50.90	48.10	53.30
	2024-11	50.30	50.90	50.00	49.10	52.40	50.80	48.10	48.20	47.40	49.80	47.70	50.20	48.20	54.70
	2024-10	50.10	51.50	49.40	47.50	52.00	50.00	47.30	48.20	46.90	53.40	49.90	49.60	48.40	54.00
	较上月	0.30	-1.30	0.70	3.30	0.10	0.70	0.40	0.20	-0.30	-1.00	-0.60	-0.70	-0.40	-0.70
非制造	2025-03	50.80	54.30	48.50	51.10	-	46.60	49.80	-	45.70	48.60	46.70	51.10	45.80	57.20
	2025-02	50.40	45.80	48.50	60.40	-	46.10	49.50	-	45.20	48.40	47.80	53.10	46.50	56.60
	2025-01	50.20	52.80	45.50	55.00	-	46.40	44.60	-	45.00	50.40	48.60	51.30	46.70	56.70
	2024-12	52.20	52.50	50.10	55.40	-	48.70	50.00	-	46.40	50.50	48.80	51.50	45.80	57.50
	2024-11	50.00	53.10	46.10	52.10	-	45.90	48.20	-	45.30	49.10	48.80	51.20	45.40	57.00
	2024-10	50.20	50.80	51.00	48.10	-	47.20	50.00	-	45.70	50.60	48.50	51.20	45.80	56.10
	较上月	0.40	8.50	0.00	-9.30	-	0.50	0.30	-	0.50	0.20	-1.10	-2.00	-0.70	0.60

资料来源：Wind，中采咨询，国信证券经济研究所整理

结论：本月PMI数据有喜有忧。

从积极的方面看，3月PMI“双回升”指向经济仍处于持续回稳的通道中，特别是制造业表现创去年3月以来新高，供需缺口出现阶段性修复。但是，与此同时，一些结构性、前瞻性指标值得关注：一是制造业与非制造业PMI的回升幅度均弱于近年季节性，特别是外生扰动较少年份。二是在制造业产需均改善的情况下，企业预期、雇员、价格指标同步下行，企业对持续性的预期不强。三是非制造业中，服务业的改善主要来自生产性服务业，而消费性服务业仍在持续走弱。这些情况显示当前我国经济回稳向好的基础仍需进一步巩固夯实。

短期需要持续关注回升向好的可持续性，特别是能否避免近年出现“二季度陷阱”，以及美国关税对我国外需影响在未来几个月的发酵。

具体来看，3月PMI有以下几点特征：

生产与需求同时修复至荣枯线以上，需求回升幅度罕见高于生产，供需缺口出现阶段性收敛。从相对变化看，“产需差”有所收窄：一方面新订单有所恢复（+0.7pct），另一方面生产边际回升（+0.1pct），“产需差”相应收窄 0.6pct 至 0.8pct。从绝对水平看，企业全面复工带动生产回升至 52.6 的较好水平；而“三大需求”有所分化：新订单（+0.7pct 至 51.8）和新出口订单（+0.4pct 至 49.0）均有所改善，但企业现有订货（-0.4 至 45.6）出现下降，且仅有新订单位于扩张区间。

产成品库存回落，价格指数再度下滑。库存方面，随着“春旺”启动，一方面企业备货导致原材料库存小幅上升（+0.2pct 至 47.2），另一方面需求不弱带动产成品库存边际回落（-0.3pct 至 48.0）。与此同时，价格指数在连续两个月的修复后再度下挫，但投入品价格跌幅大于产成品，企业利润压力有所缓解。购进价格指数有所下滑（-1.0pct 至 49.8），再度跌破荣枯线，纺织服装、石油加工及炼焦业等行业下滑较多；出厂价格下降幅度略小（-0.6pct 至 47.9），农副食品、专用设备、非金属矿等下滑较多。

3 月非制造业 PMI 继续企稳，服务业与建筑业双双改善，但回升幅度弱于近年季节性。服务业 PMI 小幅回升至荣枯线上（+0.3pct 至 50.3）。与 2 月情况类似，内部结构分化明显，受消费性服务业拖累和生产性服务业拉动。建筑业 PMI 同步回升，一定程度上受到地产“小阳春”带动。建筑业 PMI 上行 0.7pct 至 53.4，但仍明显低于过去 3 年同期平均水平（60.0），且可持续性值得关注：新订单（-3.3pct 至 43.5）与就业人员（-4.2pct 至 41.4）同时出现下滑。

中观行业表现分化，制造业与非制造业景气行业数同时上升。分行业看，15 个制造业行业中 8 个（53%）位于景气区间，较前月的 7 个（47%）有所增加，计算机、专用设备、化纤、汽车制造等表现相对较好。19 个非制造业行业中 9 个（47.4%）位于景气区间，较上月的 8 个（42%）边际增加。电信传输、房屋建筑和运输业（航空、水上、邮政）表现相对较好。

◆ 制造业

3 月制造业延续回暖态势，主要得益于 3 月工作日较多，以及“春旺”等季节性因素。PMI 上升 0.3pct 至 50.5，创去年 3 月以来的新高。值得注意的是，本次制造业回升看似与近年季节性均值（2021-2024 年 3 月环比+0.4）相仿，但若剔除因外生干扰导致表现较差年份（如 2022 和 2023 年），则可以发现本轮“春旺”力度较 2021 和 2024 年等正常年份仍有差距（平均环比+1.5）。分贡献度看，除雇员形成拖累外，其他主要科目均为正贡献。按影响大小分别是新订单（贡献+0.21pct）、配送时间（贡献+0.11pct）、生产量（贡献+0.03pct）、原料库存（贡献+0.02pct）、雇员（贡献-0.08pct）。

生产与需求同时修复至荣枯线以上，需求回升幅度罕见高于生产，供需缺口出现阶段性收敛。从相对变化看，“产需差”有所收窄：一方面新订单有所恢复（+0.7pct），另一方面生产边际回升（+0.1pct），“产需差”相应收窄 0.6pct 至 0.8pct。从绝对水平看，企业全面复工带动生产回升至 52.6 的较好水平；而“三大需求”有所分化：新订单（+0.7pct 至 51.8）和新出口订单（+0.4pct 至 49.0）均有所改善，但企业现有订货（-0.4 至 45.6）出现下降，且仅有新订单位于扩张区间。

产成品库存回落，价格指数再度下滑。库存方面，随着“春旺”启动，一方面企业备货导致原材料库存小幅上升（+0.2pct 至 47.2），另一方面需求不弱带动产成品库存边际回落（-0.3pct 至 48.0）。与此同时，价格指数在连续两个月的修复后再度下挫，但投入品价格跌幅大于产成品，企业利润压力有所缓解。购进价格指数有所下滑（-1.0pct 至 49.8），再度跌破荣枯线，纺织服装、石油加工及炼焦业等行业下滑较多；出厂价格下降幅度略小（-0.6pct 至 47.9），农副食品、专用设备、非金属矿等下滑较多。

尽管产需两端同时企稳，但企业预期出现波动。制造业预期回落 0.7pct 至 53.8，创下年内新低。分规模看，大小企业景气度显著分化：大型企业显著回落（-1.3pct 至 51.2），但也是所有规模中唯一位于荣枯线上的；中型企业、小型企业均回升（中型+0.7pct 至 49.9，小型+3.3pct 至 49.6）。“大小企业差”收窄 4.6pct 至 1.6pct。分行业看，15 个制造业行业中 8 个（53%）位于景气区间，较前月的 7 个（47%）有所增加，计算机、专用设备、化纤、汽车制造等表现相对较好。

◆ 非制造业

3 月非制造业 PMI 继续企稳，服务业与建筑业双双改善。非制造业景气度环比回升 0.4pct 至 50.8，总体

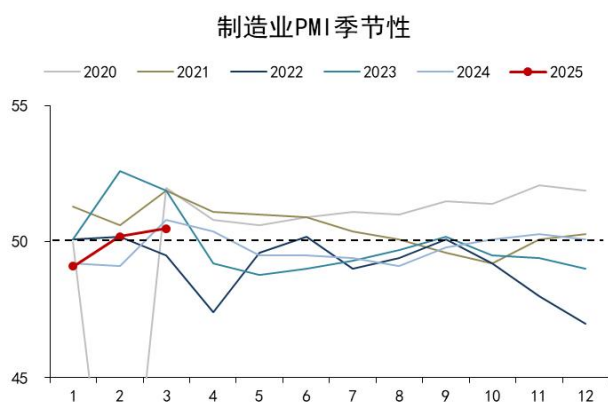
表现弱于近年季节性（2021-2024 年 3 月平均回升 1.3pct）。

服务业 PMI 小幅回升至荣枯线上（+0.3pct 至 50.3）。与 2 月情况类似，内部结构分化明显，受消费性服务业拖累和生产性服务业拉动。一方面，春节过后消费性服务业连续走弱（-3.4pct 至 47.9），已经跌破荣枯线。另一方面，生产性服务业受制造业“春旺”带动，景气度有所回升（+0.6pct 至 55.2）。

建筑业 PMI 同步回升，一定程度上受到地产“小阳春”带动。建筑业 PMI 上行 0.7pct 至 53.4，但仍明显低于过去 3 年同期平均水平（60.0），且可持续性值得关注：新订单（-3.3pct 至 43.5）与就业人员（-4.2pct 至 41.4）同时出现下滑。具体来看，3 月建筑业的支撑主要来自地产端，受“小阳春”等因素支撑，房屋建筑业（+11.8pct 至 54.6）显著回升，但 2 月表现较好的土木工程建筑业（-10.6pct 至 54.5）转为下行，此外建筑安装装饰及其它建筑业（-9.1pct 至 47.1）仍在持续下降并跌破荣枯线。

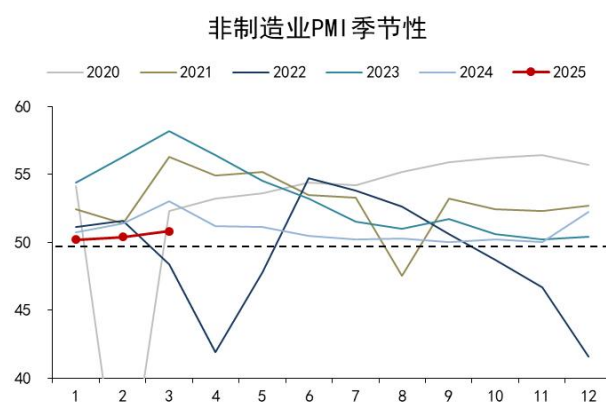
从分项指标看，有三方面值得关注：一是与制造业情况相反，非制造业利润压力有所增加。当月价格指标出现分化，产出价格明显回落（-1.1pct 至 46.7）而投入上升（+0.2pct 至 48.6），企业利润率指标有所恶化（-1.3pct 至 -1.9pct）。二是不同规模企业景气度表现与制造业同样相反，小型企业表现较差，大型企业显著走强。当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别+8.5pct、0pct 和-9.3pct。三是分行业看，景气行业占比边际上升。19 个非制造业行业中 9 个（47.4%）位于景气区间，较上月的 8 个（42%）边际增加。电信传输、房屋建筑和运输业（航空、水上、邮政）表现相对较好。

图2：制造业 PMI 的季节性



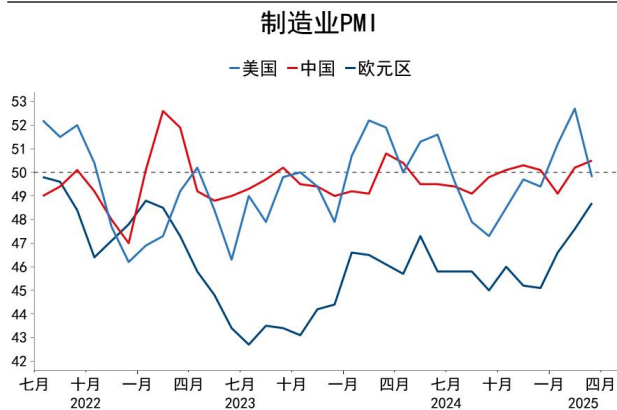
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：非制造业 PMI 的季节性



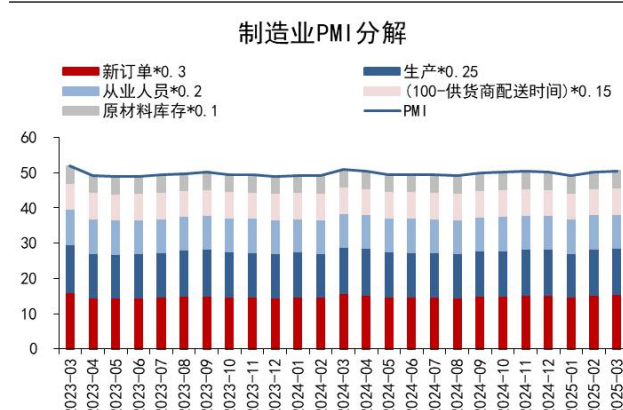
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 美国制造业 PMI 显著下降



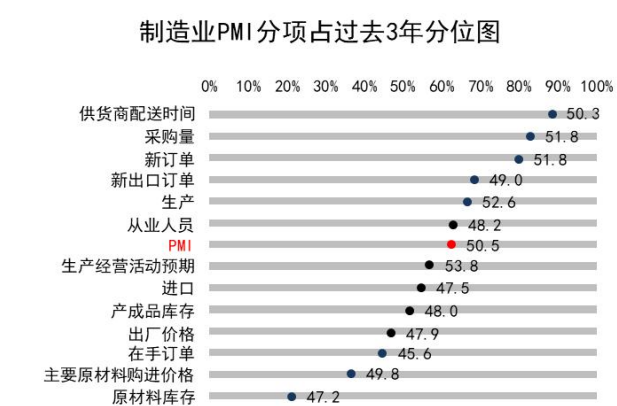
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



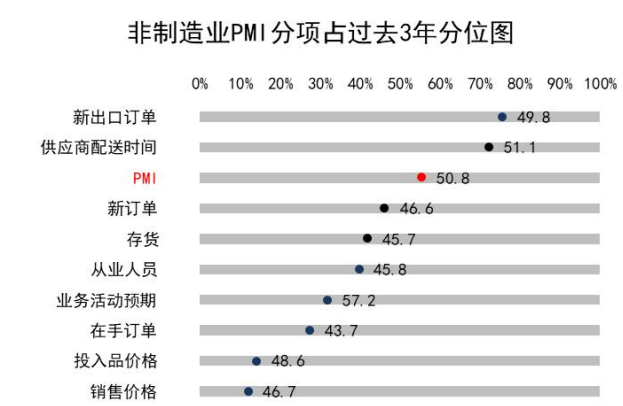
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



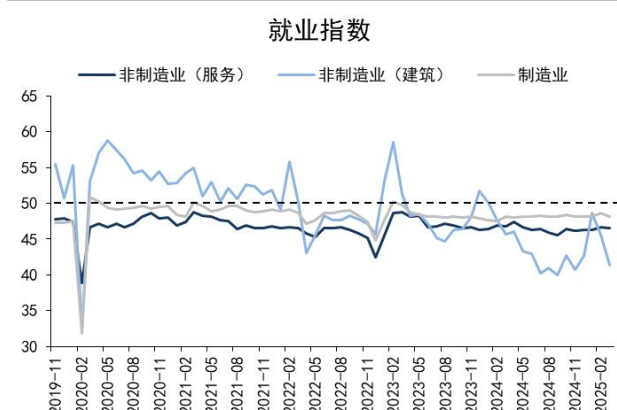
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



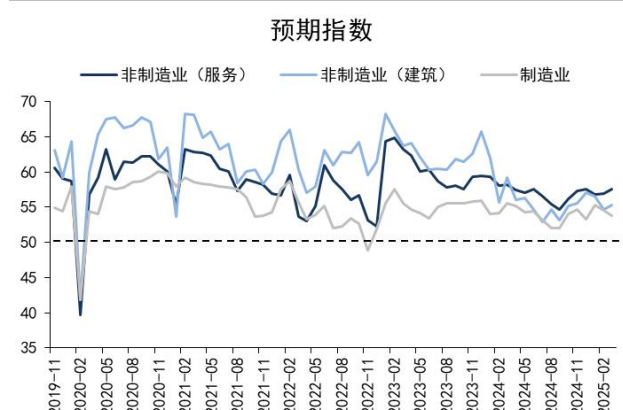
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 建筑业就业明显走弱



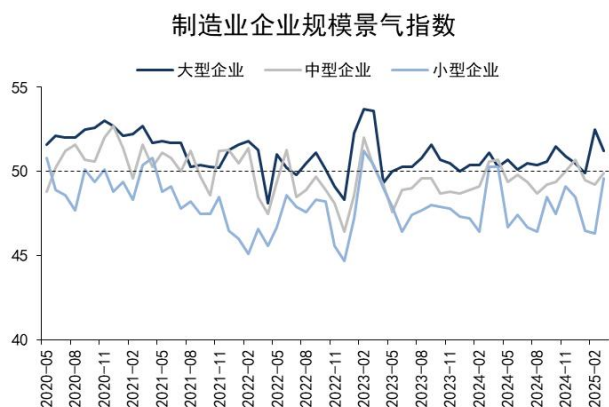
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 服务业预期边际改善



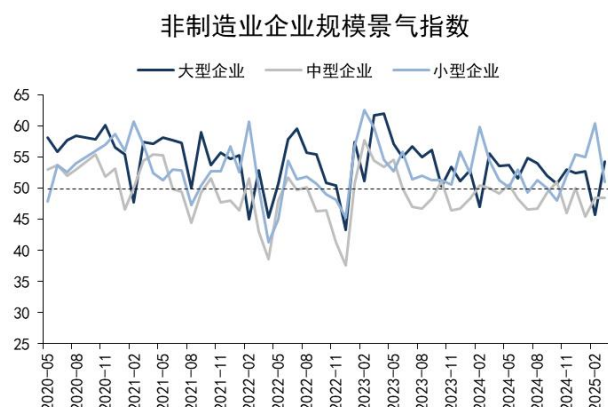
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大型与中小制造业企业景气度背离



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 大型非制造业企业景气度显著改善



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外市场动荡，海外经济进入衰退。

相关研究报告:

- 《宏观经济数据前瞻-2025 年 3 月宏观经济指标预期一览》 ——2025-04-01
- 《2025 年 1-2 月财政数据快评-开年财政收入承压》 ——2025-03-25
- 《收紧还是放松? -DeepSeek 如何解读货币政策委员会 Q1 例会》 ——2025-03-23
- 《美国 3 月 FOMC 会议点评-美联储表态“中性”，关注关税风险》 ——2025-03-20
- 《2 月金融数据解读-信贷偏弱只是“跷跷板”效应吗? 》 ——2025-03-15

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032