

3 月 PMI 数据点评：制造业景气度连续改善



陈国文 分析师
Email: chenguowen@lcqz.com
证书: S1320524070001



沈夏宜 分析师
Email: shenxiayi@lcqz.com
证书: S1320523020004

投资要点：

事件：2025 年 3 月 31 日，国家统计局公布了 2025 年 3 月 PMI 数据，制造业 PMI 为 50.5%，比上月提高 0.3 个百分点；非制造业 PMI 为 50.8%，比上月提高 0.4 个百分点。

制造业 PMI 边际改善，连续位于荣枯线以上，但稍弱于季节性。需求端，新订单指数边际改善，连续位于荣枯线以上；在手订单指数边际下降，且低于荣枯线，指向制造业有效需求景气度不足。供给端，生产指数等位于荣枯线以上，指向制造业生产端景气度提高。库存方面，原材料和产成品库存均位于临界点以下，指向企业补库景气度不足。价格端，原材料购进价格和出厂价格均位于荣枯线以下。贸易端，新出口订单指数和进口指数均位于荣枯线以下。

服务业指数边际提高，指向服务业景气度回升。服务业指数边际上行，位于荣枯线以上。新订单指数位于荣枯线以下，指向需求端的新订单景气度不足。从业人员指数低于临界点，表明服务业企业用工活动景气度不足。业务活动预期指数位于荣枯线以上，指向服务业业务活动预期景气度较高。投入品价格指数和销售价格指数低于临界点，表明服务业投入品价格和销售价格景气度不足。

建筑业指数边际上升，连续处于扩张区间，指向建筑业景气度较高。建筑业新订单指数位于荣枯线以下，指向需求端承压。从业人员指数位于临界点以下，表明建筑业企业用工景气度不足。业务活动预期位于荣枯线以上，表明建筑业业务活动预期景气度较高。投入品价格指数和销售价格指数均位于荣枯线以下。

风险提示：基本面修复偏离预期，宏观政策超预期，地缘政治风险。

相关报告

特朗普 2.0 关税政策：进展、前景及影响测算

2025.03.31

1-2 月经济数据点评：供给强劲、需求改善

2025.03.25

2 月财政数据点评：收入负增，中央支出拉动财政支出改善

2025.03.25

目 录

1. 制造业 PMI 边际改善，连续处于扩张区间.....	4
2. 服务业指数边际上行，景气度提升.....	6
3. 建筑业指数上升，连续位于荣枯线以上	7
4. 总结	8
5. 风险提示	8

图目录

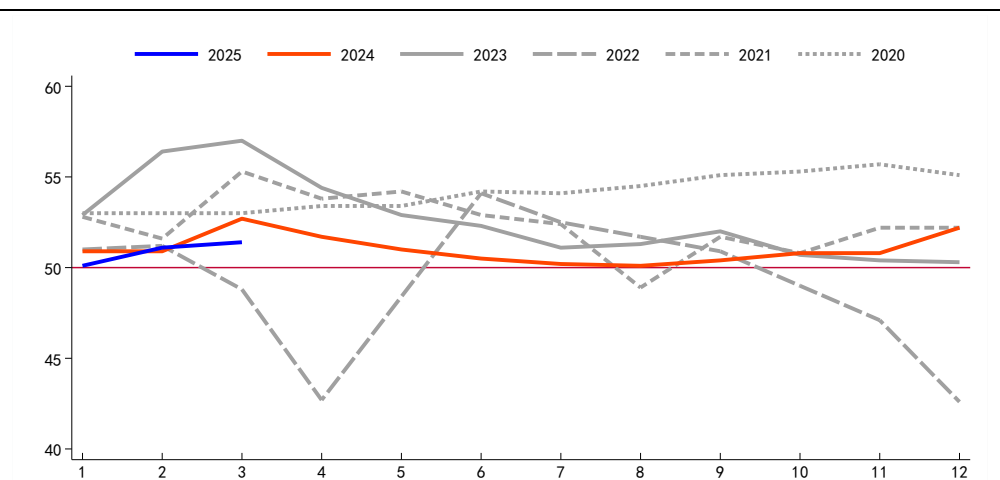
图 1	中国综合 PMI 产出指数 (%)	4
图 2	制造业 PMI 指数 (%)	4
图 3	制造业 PMI (需求)	5
图 4	制造业 PMI (供给)	5
图 5	制造业 PMI (库存)	5
图 6	制造业 PMI (价格)	5
图 7	制造业 PMI (贸易)	6
图 8	制造业新订单指数与新出口订单指数差额 (%)	6
图 9	制造业 PMI (大中小型企业)	6
图 10	制造业 PMI (重要行业)	6
图 11	服务业 PMI 指数 (%)	7
图 12	服务业新订单与从业人员指数位于临界点以下 (%)	7
图 13	服务业投入品价格和销售价格位于临界点以下 (%)	7
图 14	建筑业 PMI 指数 (%)	8
图 15	建筑业新订单与从业人员指数位于临界点以下 (%)	8
图 16	建筑业销售价格位于临界点以下 (%)	8

事件：2025 年 3 月 31 日，国家统计局公布了 2025 年 3 月 PMI 数据，制造业 PMI 为 50.5%，比上月提高 0.3 个百分点；非制造业 PMI 为 50.8%，比上月上升 0.4 个百分点。

1. 制造业 PMI 边际改善，连续处于扩张区间

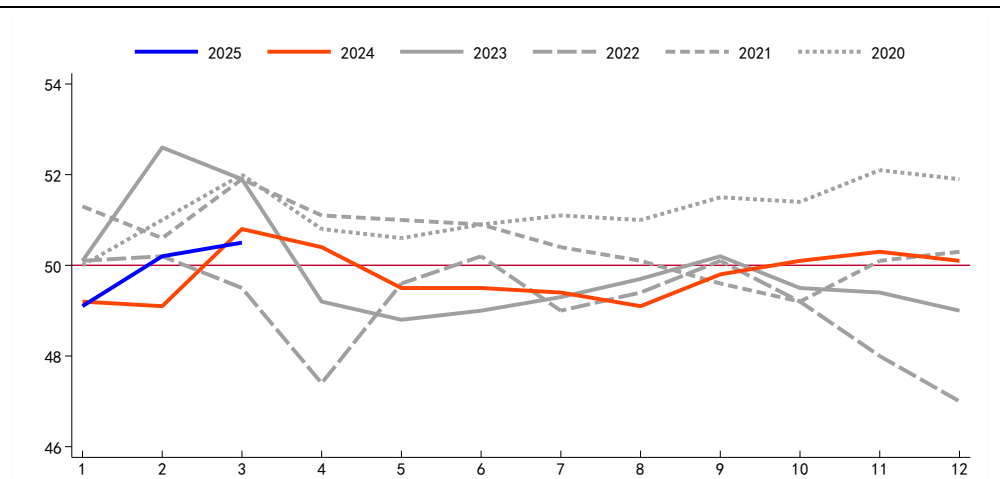
制造业 PMI 边际提高，连续位于荣枯线以上，但稍弱于季节性；综合 PMI 边际提高，位于荣枯线以上。（1）3 月制造业 PMI 录得 50.5%，较前值提高 0.3 个百分点。3 月制造业 PMI 上升属于季节性回升，但从回升幅度上看，稍弱于季节性，五年维度看表现中性偏缓。（2）中国综合 PMI 录得 51.4%，较前值提高 0.3 个百分点，位于荣枯线以上，指向我国经济继续不断修复，稳中向好。

图1 中国综合 PMI 产出指数 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院。2020 年 2 月中国综合 PMI 产出指数为 28.9%，因偏离太大未在图中显示。

图2 制造业 PMI 指数 (%)

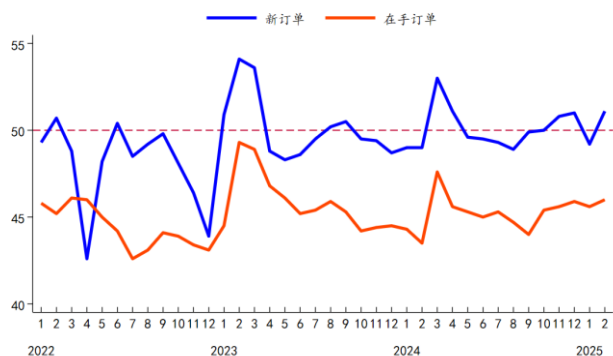


资料来源：同花顺，联储证券研究院。2020 年 2 月制造业 PMI 为 35.7%，因偏离太大未在图中显示。

从需求端看，制造业新订单位于荣枯线以上，在手订单指数边际下降。（1）3 月制造业 PMI 新订单录得 51.8%，较前值上升 0.7 个百分点；新订单指数位于荣枯线以上，指向制造业需求端不断改善。（2）制造业 PMI 在手订单录得 45.6%，较前值降低 0.4 个百分点，连续落入荣枯线以下，指向在手订单有效需求仍有待提高。

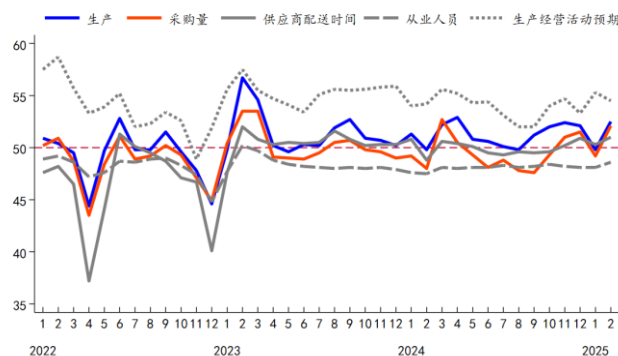
从供给端看，生产指数、采购量指数、供应商配送时间指数与生产经营活动预期指数位于荣枯线以上，从业人员指数低于临界点。(1) 3 月制造业 PMI 生产指数录得 52.6%，较前值提高 0.1 个百分点，位于荣枯线以上，表明制造业企业生产活动有所加快。(2) 采购量指数录得 51.8%，较前值下降 0.3 个百分点，指向生产采购活动仍然处于扩张区间。(3) 供应商配送时间指数边际下降，由 51% 下降至 50.3%，连续 5 个月位于临界点以上。(4) 从业人员指数录得 48.2%，较前值降低 0.4 个百分点，表明企业用工景气度仍有待改善。(5) 生产经营活动预期录得 53.8%，较前值降低 0.7 个百分点，连续位于荣枯线以上，指向企业生产经营活动预期继续改善。

图3 制造业 PMI (需求)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图4 制造业 PMI (供给)

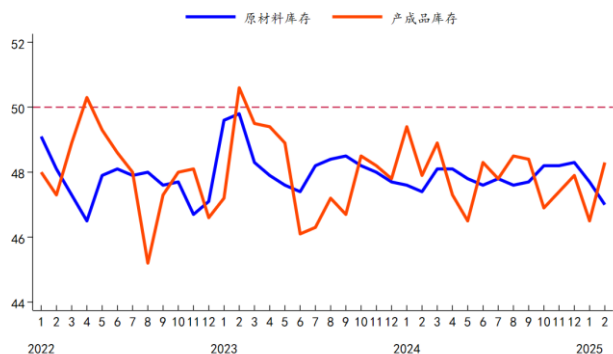


资料来源：同花顺，联储证券研究院

从库存角度看，制造业原材料库存和产成品库存指数均位于临界点以下。(1) 3 月制造业 PMI 原材料库存指数录得 47.2%，较前值提高 0.2 个百分点，连续位于荣枯线以下，指向制造业主要原材料库存量边际改善但景气度仍不足。(2) 制造业 PMI 产成品库存录得 48%，较前值降低 0.3 个百分点，连续落入荣枯线以下，指向产成品补库景气度不足。

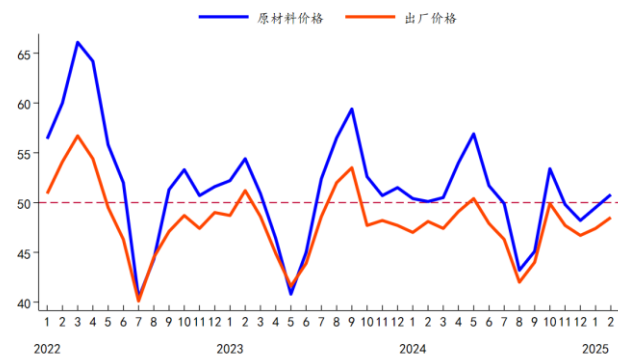
从价格端看，制造业原材料购进价格指数下降至荣枯线以下，出厂价格指数边际下降，连续位于荣枯线以下。(1) 3 月制造业 PMI 主要原材料购进价格录得 49.8%，较前值降低 1 个百分点，原材料购进价格指数下降至荣枯线以下，指向制造业对上游原材料需求边际下降，景气度不足。(2) 制造业 PMI 出厂价格指数录得 47.9%，较前值降低 0.6 个百分点，连续落入荣枯线以下，指向企业利润端承压。价格指数在下降，同时库存指数回落，指向企业通过牺牲价格来消化库存，“以价换量”的特征明显。

图5 制造业 PMI (库存)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

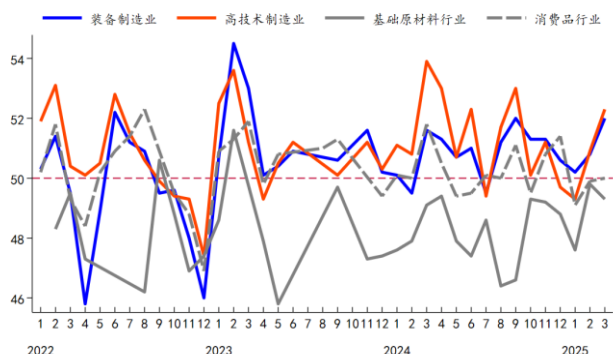
图6 制造业 PMI (价格)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

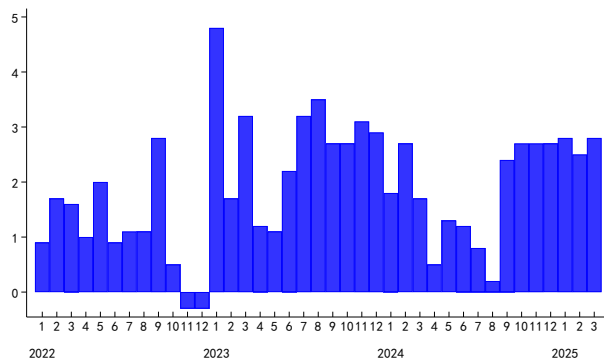
从贸易端看，制造业进口指数边际下降，新出口订单指数边际上升，但仍处于荣枯线以下。(1) 3 月制造业 PMI 进口指数录得 47.5%，较前值下降 2 个百分点，连续位于荣枯线以下，指向进口景气度有待改善。(2) 制造业 PMI 新出口订单指数录得 49%，较前值提高 0.4 个百分点，指向特朗普政府对出口至美国加征的关税，暂未对我国出口造成显著影响。(3) 新订单指数与新出口订单指数差额走阔，较前值提高 0.3 个百分点，达到 2.8%，指向国内需求边际改善。同时，在手订单指数边际走弱，说明企业加快了订单交付，生产经营效率边际提高。

图7 制造业 PMI (贸易)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

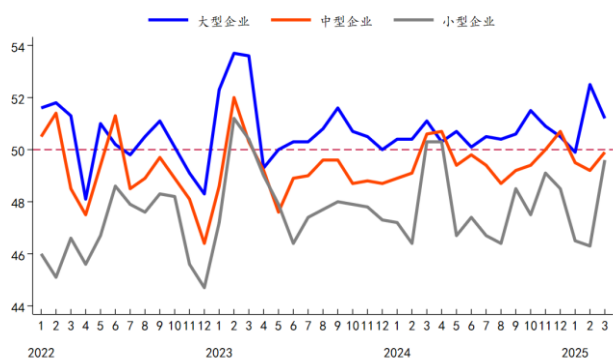
图8 制造业新订单指数与新出口订单指数差额 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

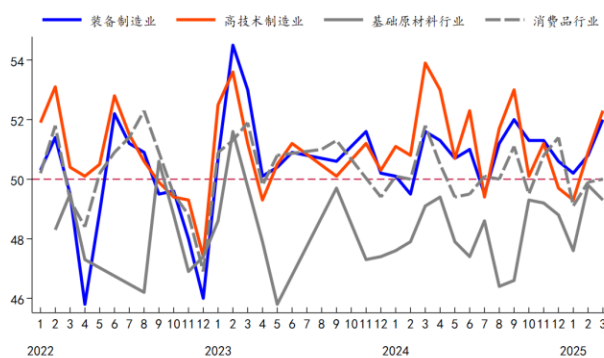
大型企业指数位于荣枯线以上，装备制造业和高技术制造业景气度相对较高。(1) 3 月制造业 PMI 大型企业指数录得 51.2%，较前值下降 1.3 个百分点，指向大型企业景气度相对较高。中型企业和小型企业指数分别录得 49.9% 和 49.6%，指向中小企业景气度仍有改善空间。(2) 重点行业中，装备制造业和高技术制造业均达到荣枯线以上，分别录得 52% 和 52.3%；消费品制造业指数和基础原材料行业指数分别录得 49.3% 和 50%，指向消费品制造业景气度不足。

图9 制造业 PMI (大中小型企业)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图10 制造业 PMI (重要行业)



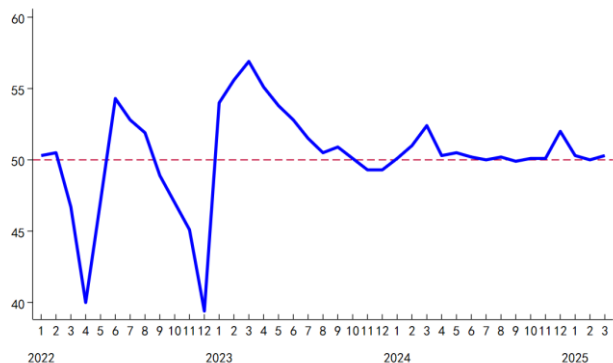
资料来源：同花顺，联储证券研究院

2. 服务业指数边际上行，景气度提升

服务业的 PMI 指数边际上升。(1) 3 月服务业指数录得 50.3%，较前值提高 0.3 个百分点，指向服务业景气度边际提升。(2) 从分项看，3 月服务业新订单指数有待提升，录得 47.1%，位于荣枯线以下，指向需求端的新订单景气度不足。从业人员指数录得 46.5%，

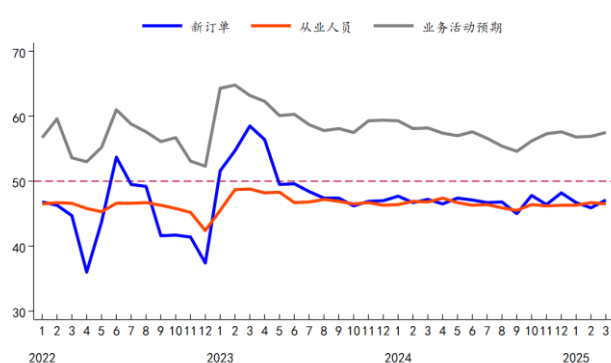
较前值降低 0.2 个百分点，指向企业用工景气度不足。业务活动预期指数录得 57.5%，连续位于荣枯线以上，指向服务业业务活动预期景气度较高。价格方面，投入品价格指数录得 48.4%，较前值提高 0.2 个百分点，销售价格指数录得 46.6%，较前值降低 1 个百分点，指向投入品和销售价格景气度均不足。

图11 服务业 PMI 指数 (%)



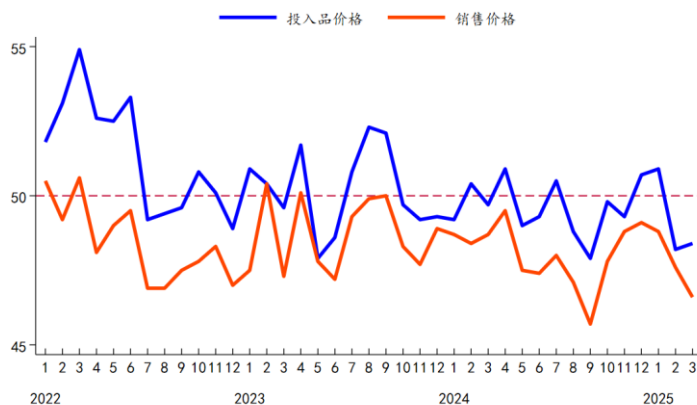
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图12 服务业新订单与从业人员指数位于临界点以下 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图13 服务业投入品价格和销售价格位于临界点以下 (%)

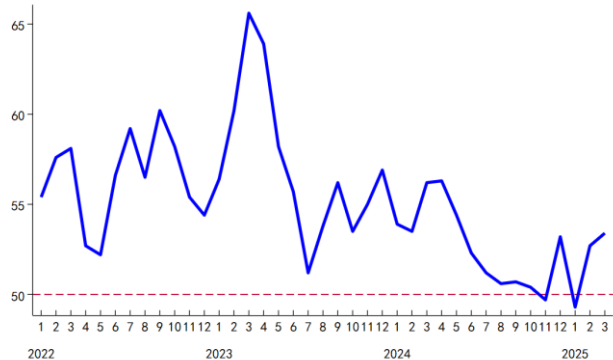


资料来源：同花顺，联储证券研究院

3. 建筑业指数上升，连续位于荣枯线以上

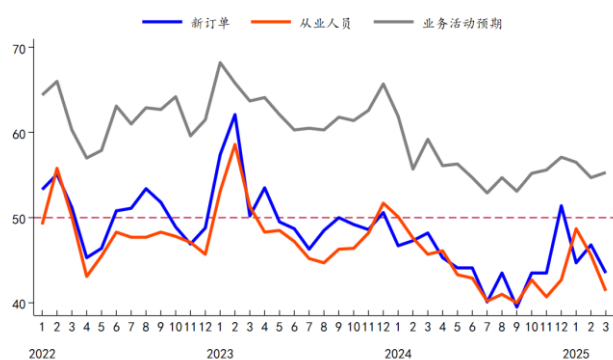
建筑业的 PMI 指数边际提高，连续位于荣枯线以上。(1) 3 月建筑业指数录得 53.4%，较前值提高 0.7 个百分点，位于荣枯线以上，指向建筑业景气度改善。(2) 从分项看，3 月建筑业新订单指数录得 43.6%，景气度有待提升。从业人员指数录得 41.4%，指向建筑业企业用工景气度不足。业务活动预期指数录得 55.3%，连续位于荣枯线以上。价格方面，投入品价格录得 49.5%，销售价格指数录得 47.5%，指向建筑业投入品价格和销售价格景气度有待提升。

图14 建筑业 PMI 指数 (%)



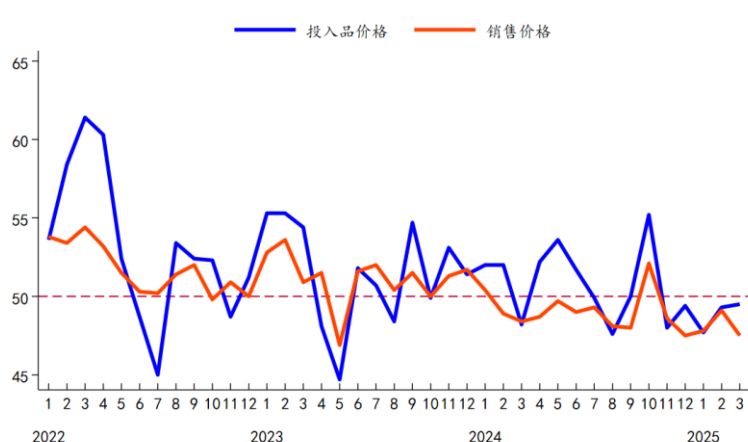
资料来源：同花顺，联储证券研究院

图15 建筑业新订单与从业人员指数位于临界点以下 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

图16 建筑业销售价格位于临界点以下 (%)



资料来源：同花顺，联储证券研究院

4. 总结

制造业 PMI 回升,连续位于荣枯线以上,服务业和建筑业 PMI 也均位于荣枯线以上。制造业 PMI 边际改善,但稍弱于季节性。需求端,新订单指数边际改善,连续位于荣枯线以上,在手订单指数仍低于荣枯线。供给端,生产指数等位于荣枯线以上,指向制造业生产端景气度提高。库存方面,原材料和产成品库存均位于临界点以下,指向企业补库景气度不足。价格端,原材料购进价格和出厂价格均位于荣枯线以下。贸易端,新出口订单指数和进口指数均位于荣枯线以下。服务业指数上升,指向服务业景气度提高。建筑业指数边际上升,连续位于荣枯线以上,指向建筑业处于扩张区间。同时,3月的全国两会推出了一系列刺激总需求的政策,随着政策效果显现,预计会利好 PMI 指数的进一步回升。

5. 风险提示

基本面修复偏离预期,宏观政策超预期,地缘政治风险。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 25F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000