

“金三”如期回升，但季节性偏弱 ——2025年3月PMI数据点评

点评

- **制造业 PMI：供需两端指数均走高，后势不确定性较大。**春节假期影响逐步消退，企业生产经营活动加快，2025年3月制造业 PMI 较2月上升0.3个百分点至50.5%，连续两个月位于扩张区间，基本符合市场预期。但从季节性表现来看，2015年3月-2024年3月的平均制造业 PMI 为51.02%，2025年3月制造业 PMI 略低于季节性水平。**从需求端看**，春节因素消退，加之稳外贸政策加码，3月新订单指数较上月升高0.7个百分点至51.8%，连续两个月扩张；**从生产端看**，市场需求带动企业生产经营活动加快，3月生产指数小幅回升0.1个百分点至52.6%。3月，生产指数高于新订单指数0.8个百分点，新订单指数的回升幅度大于生产指数。**从企业预期来看**，企业对后市继续维持乐观态度，3月生产经营活动预期指数较上月回落0.7个百分点至53.8%，连续两个月走低，但仍维持在高位景气区间。**从就业情况看**，就业市场保持平稳，3月从业人员指数较上月下滑0.4个百分点至48.2%。在“金三”季节性推动下3月制造业 PMI 保持在扩张区间上涨态势，“银四”景气度可能会有季节性调整，且美国特朗普可能会在4月2日公布“对等关税”政策，后续我国出口可能面临较大不确定性，部分出口导向型的制造业企业可能会面临一定压力。但在国内政策的对冲下，预计制造业景气度仍有支撑。
- **从进出口情况来看，新出口订单指数上升，进口指数回落。**新出口订单指数和进口指数分别为49.0%和47.5%，分别较上月回升0.4个百分点和下降2个百分点，进口指数低于新出口订单指数1.5个百分点。截至3月初，美国已对来自中国的进口商品累计额外征收了20%的关税，而3月出口景气度仍走高，可能与节后复工后积压订单出口有关，但与季节性（2015-2024年同期平均值为49.44%）相比恢复偏弱，关税的负面影响或正逐步显现。进口景气度走低可能因为我国采取对美国的反制措施，3月10日起，我国对原产于美国的部分进口商品加征关税，如大豆、猪肉、玉米等。目前欧美日制造业景气走势分化，2025年3月美国 Markit 制造业 PMI 初值下滑至49.8%，跌至荣枯线之下，欧元区3月 Markit 制造业 PMI 初值为48.7%，连续三个月回升但仍在收缩区间，日本3月制造业 PMI 从49%降至48.3%，为2024年3月以来最低。当地时间3月31日，特朗普在空军一号上宣布即将于4月2日公布的对等关税政策将覆盖所有贸易伙伴国。特朗普关税政策可能会对全球贸易形成扰动，预计出口景气度后续或将有所回落，进口或部分受国内政策支撑。
- **从行业情况来看，除基础原材料行业外，其他三大行业景气度均回升。**在 Deepseek 以及国内创新驱动政策的带动下，3月高技术制造业 PMI 为52.3%，较上月上升1.4个百分点，连续两个月位于荣枯线上，装备制造业 PMI 为52.0%，比上月上升1.2个百分点；消费品制造业 PMI 为50.0%，比上月上升0.1个百分点，表现相对平稳；基础原材料行业 PMI 较上月回落0.5个百分点至49.3%，或与市场需求仍然偏弱，以及大宗商品价格调整有关。2025年政府工作报告指出要因地制宜发展新质生产力，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业。深化先进制造业和现代服务业融合发展试点，加快发展服务型制造，并大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备等。此外，还将安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新，随着政策落地，后续高技术制造业、消费品制造业有望保持较高景气度。
- **大型企业景气度走低，中、小企业景气度升高。**分企业规模看，3月，不同规模企业景气走势分化，大型企业 PMI 走低1.3个百分点至51.2%，但仍连续两个月扩张，而中、小型企业 PMI 分别走高0.7、3.3个百分点至49.9%、49.6%，

西南证券研究院

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

分析师：刘彦宏
执业证号：S1250523030002
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

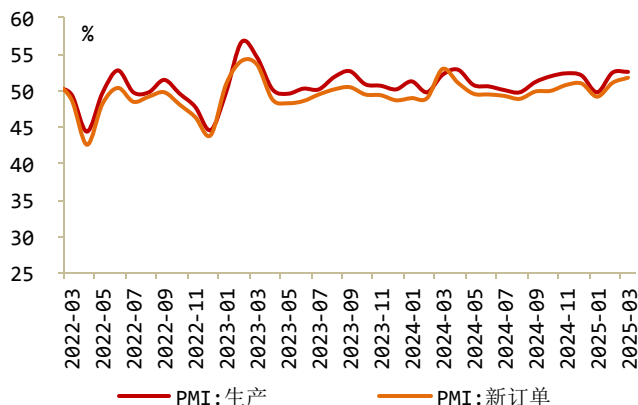
1. MLF 工具重磅调整，美国关税风云又起 (2025-03-21)
2. 促消费政策频出，美联储继续观望 (2025-03-21)
3. 开年经济稳中向好，新产业表现亮眼——1-2月经济数据点评 (2025-03-18)
4. 社融增速走高，政府债仍是支撑——2月社融数据点评 (2025-03-15)
5. 育儿补贴细则出炉，欧美贸易战打响 (2025-03-14)
6. 基数扰动进出口增速，“抢出口”效应仍在——1-2月贸易数据点评 (2025-03-09)
7. 宏观调控力度不减，德国财政大转向 (2025-03-07)
8. 稳中促新，“抓手”与“后手”——2025年全国“两会”解读 (2025-03-06)
9. 重回扩张区间，节后复工成色如何？——2月 PMI 数据点评 (2025-03-01)
10. AI+迎来投资机遇，德国大选结果出炉 (2025-02-28)



景气度回升但仍在收缩区间。其中，大型企业生产指数保持在 54%，新订单指数保持在接近 53% 的水平，显示大型企业供需继续保持较快增长；中型企业生产指数虽较上月下降 0.6 个百分点，仍保持在 51% 以上，新订单指数较上月上升 2.9 个百分点至 51% 以上，回到扩张区间；小型企业生产指数较上月上升 6.7 个百分点至接近 51% 的水平，新订单指数较上月上升 3.9 个百分点至接近 50% 的水平，显示中、小型企业需求均有所回稳。3 月，国务院总理李强签署国务院令，公布修订后的《保障中小企业款项支付条例》，自 2025 年 6 月 1 日起施行，增加规定大型企业应当自货物、工程、服务交付之日起 60 日内支付款项等。另外，中国央行等五部门联合召开金融支持民营企业高质量发展座谈会，要求引导金融机构“一视同仁”对待各类所有制企业，增加对民营和中小微企业信贷投放。随着中小企业相关保障、融资等支持政策落地，中小企业景气度有望逐步回稳向上。

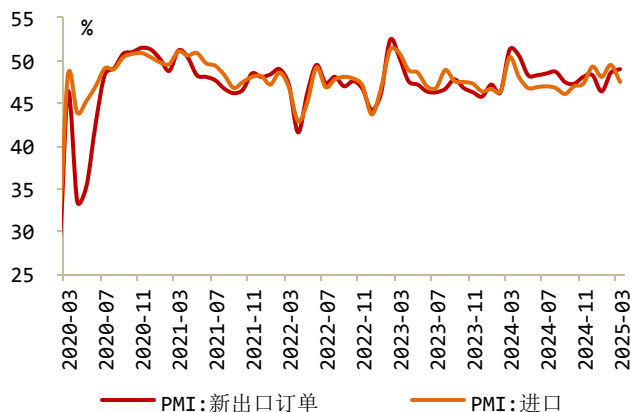
- **原材料购进价格指数再度收缩，产成品库存指数小幅回落。**3 月，由于需求边际回升，采购量指数较上月回落 0.3 个百分点至 51.8%，但仍连续两个月在荣枯线上。价格方面，主要原材料购进价格指数回落 1 个百分点至 49.8%，再度跌回收缩区间；出厂价格指数也回落 0.6 个百分点至 47.9%，连续 10 个月处于临界线之下。由于供大于求问题依然存在，以及能源与化工等行业成本存在下降趋势，基础原材料行业市场价格下行较为突出。国际上看，国际油价 3 月份继续走低，或主要受美俄和谈、OPEC+ 宣布增产、全球经济不确定性的影响。OPEC+ 宣布 2025 年 4 月将开始逐步增产，至 2026 年 9 月底完成 220 万桶/天增产，预计短期国际油价可能延续震荡偏弱；国内来看，供大于求压力逐步显现，加之天气转暖，钢材、煤炭等价格走低，而由于今年专项债前置发行、建筑工地陆续复工，水泥等价格有所回升。海外政治和经济局势多变，国际大宗商品价格短期或偏弱运行，而国内财政政策进一步加力，受国内需求驱动的商品价格可能将有所回升。3 月，BCI 企业销售、总成本前瞻指数分别回升 2.35、3.11 个百分点至 65.08、62.03，利润前瞻指数回落 1.92 个百分点至 49.38。3 月，配送方面，供应商配送时间指数为 50.3%，较上月回落 0.7 个百分点，连续 5 个月扩张，由于需求增多，供应商配送速度小幅减慢。库存方面，3 月，产成品库存指数为 48.0%，较上月回落 0.3 个百分点，原材料库存指数为 47.2%，较上月小幅回升 0.2 个百分点，库存指数继续保持在低位波动。
- **非制造业 PMI：服务业温和扩张，建筑业如期回升。**3 月，非制造业商务活动指数为 50.8%，较上月上升 0.4 个百分点，连续第 2 个月温和回升。3 月份，服务业商务活动指数回升至 50.3%（环比上升 0.3 个百分点），虽连续两个月回升，但扩张幅度有限，显示行业仍处于温和复苏阶段。从行业细分来看，零售业受“以旧换新”及消费补贴政策推动，商务活动指数和新订单指数均升至 52% 以上，表明政策刺激开始显现成效。此外，邮政业商务活动指数升至 55% 以上，新订单指数保持在 54% 以上，反映居民线上消费仍较为活跃。创新驱动以及政策激励推动电信运营服务业和互联网及软件技术服务业保持高景气，商务活动指数分别升至 60% 和 53% 以上，显示数字经济相关行业持续活跃。从具体指标来看，服务业新订单指数为 47.1%，较上月上升 1.2 个百分点，虽然需求下滑速度有所放缓，但仍处于收缩区间；销售价格指数下降 1 个百分点至 46.6%，连续 3 个月走低，显示终端消费能力仍然偏弱，企业在价格调整上存在一定压力；服务业业务活动预期指数上升 0.6 个百分点至 57.5%，显示企业对未来市场前景较为乐观。预计随着清明、五一假期临近，服务业景气度有望继续回升。建筑业方面，3 月，建筑业商务活动指数升至 53.4%，环比上升 0.7 个百分点，已连续两个月回升，或受春节后基建项目集中开工、专项债前置发行等因素支撑。但相较 2015 年以来同期的平均值 59.71% 而言，今年“金三”建筑业的复苏偏弱。分行业看，房屋建筑业和土木工程建筑业活动均保持扩张态势，商务活动指数均在 54% 以上。从分项指标看，建筑业新订单指数逆势下降 3.3 个百分点至 43.5%，显示市场需求有所收缩，项目接续动能不足；建筑业销售价格指数下降 1.6 个百分点至 47.5%，投入品价格指数则小幅回升 0.2 个百分点至 49.5%，市场需求不佳导致成本向终端传导不畅；建筑业从业人员指数降 4.2 个百分点至 41.4%，企业用工需求偏弱。但由于 2025 年两会上定调更加积极的财政政策，赤字率、地方专项债以及超长期特别国债等进一步加码，企业对未来市场仍持乐观态度，建筑业业务活动预期指数环比上升 0.6 个百分点至 55.3%，预计后续在财政政策的接续支持下，建筑业景气度有望保持在扩张区间。
- **风险提示：**海外需求超预期下降，政策落地不及预期。

图 1：2025 年 3 月生产、新订单指数均走强



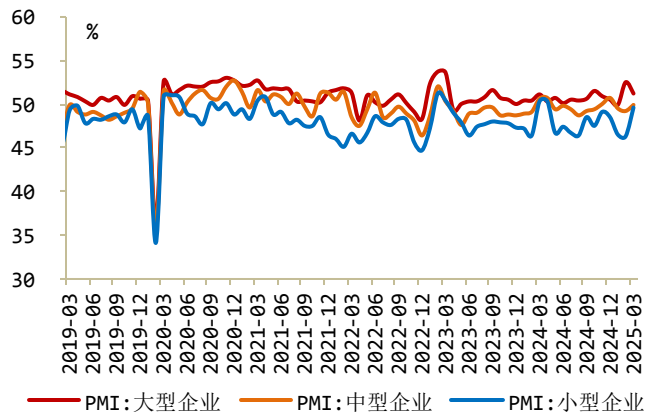
数据来源：wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数上升、进口指数回落



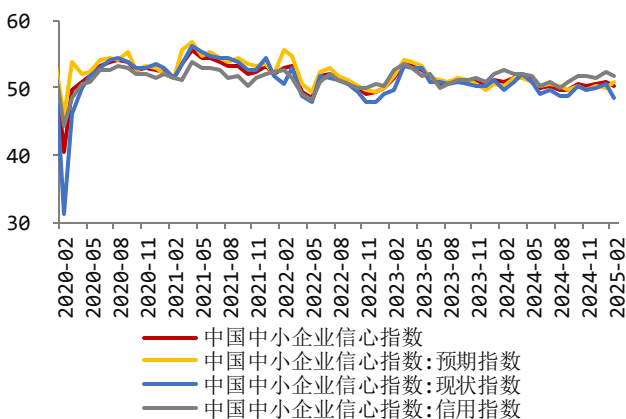
数据来源：wind、西南证券整理

图 3：大型企业 PMI 回落，中、小型企业 PMI 上升



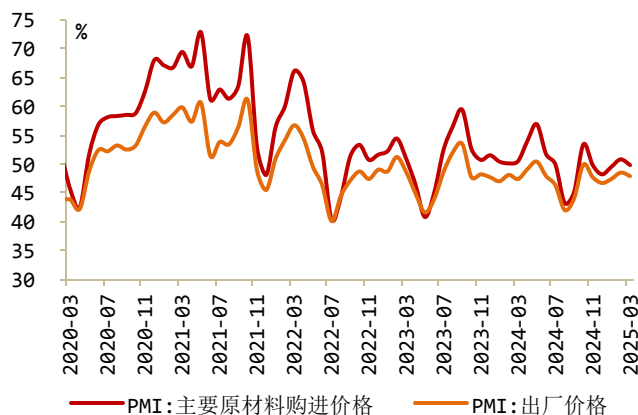
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：中小企业信心指数有所回落



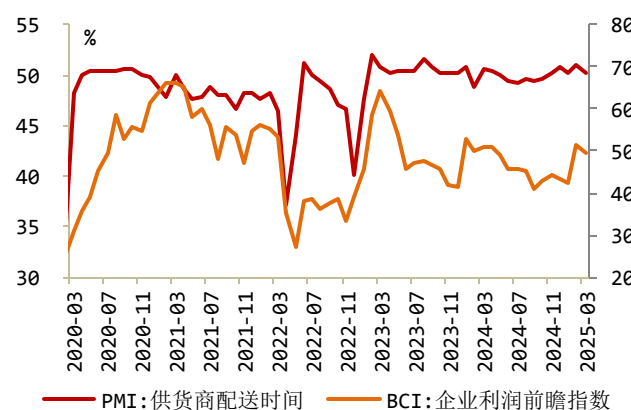
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：主要原材料购进价格、出厂价格指数回落



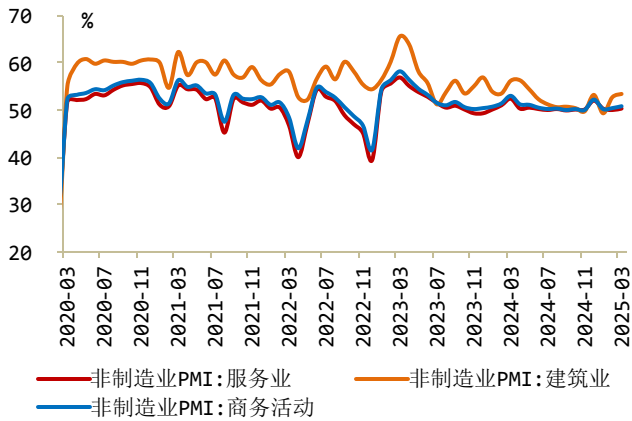
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：供应商配送时间指数、企业利润前瞻指数均回落



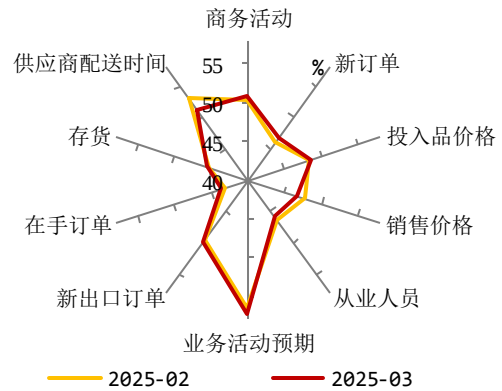
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：服务业 PMI、建筑业 PMI 均回升



数据来源: wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源: wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2023-12	2024-1	2024-2	2024-3	2024-4	2024-5	2024-6	2024-7	2024-8	2024-9	2024-10	2024-11	2024-12	2025-1	2025-2	2025-03
中采制造业PMI																
PMI总指数	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5	49.5	49.4	49.1	49.8	50.1	50.3	50.1	49.1	50.2	50.5
生产量	50.2	51.3	49.8	52.2	52.9	50.8	50.6	50.1	49.8	51.2	52.0	52.4	52.1	49.8	52.5	52.6
雇员	47.9	47.6	47.5	48.1	48.0	48.1	48.1	48.3	48.1	48.2	48.4	48.2	48.1	48.1	48.6	48.2
新订单	48.7	49.0	49.0	53.0	51.1	49.6	49.5	49.3	48.9	49.9	50.0	50.8	51.0	49.2	51.1	51.8
出口订单	45.8	47.2	46.3	51.3	50.6	48.3	48.3	48.5	48.7	47.5	47.3	48.1	48.3	46.4	48.6	49.0
现有订货	44.5	44.3	43.5	47.6	45.6	45.3	45.0	45.3	44.7	44.0	45.4	45.6	45.9	45.6	46.0	45.6
产成品库存	47.8	49.4	47.9	48.9	47.3	46.5	48.3	47.8	48.5	48.4	46.9	47.4	47.9	46.5	48.3	48.0
原材料库存	47.7	47.6	47.4	48.1	48.1	47.8	47.6	47.8	47.6	47.7	48.2	48.2	48.3	47.7	47.0	47.2
采购量	49.0	49.2	48.0	52.7	50.5	49.3	48.1	48.8	47.8	47.6	49.3	51.0	51.5	49.2	52.1	51.8
购进价格	51.5	50.4	50.1	50.5	54.0	56.9	51.7	49.9	43.2	45.1	53.4	49.8	48.2	49.5	50.8	49.8
供应商配送时间	50.3	50.8	48.8	50.6	50.4	50.1	49.5	49.3	49.6	49.5	49.6	50.2	50.9	50.3	51.0	50.3
进口	46.4	46.7	46.4	50.4	48.1	46.8	46.9	47.0	46.8	46.1	47.0	47.3	49.3	48.1	49.5	47.5
中采服务业PMI	49.3	50.1	51.0	52.4	50.3	50.5	50.2	50.0	50.2	49.9	50.1	50.1	52.0	50.3	50.0	50.3
中采建筑业PMI	56.9	53.9	53.5	56.2	56.3	54.4	52.3	51.2	50.6	50.7	50.4	49.7	53.2	49.3	52.7	53.4
综合PMI产出指数	50.3	50.9	50.9	52.7	51.7	51.0	50.5	50.2	50.1	50.4	50.8	50.8	52.2	50.1	51.1	51.4
非制造业商务活动指数	50.4	50.7	51.4	53.0	51.2	51.1	50.5	50.2	50.3	50.0	50.2	50.0	52.2	50.2	50.4	50.8
财新制造业PMI	50.8	50.8	50.9	51.1	51.4	51.7	51.8	49.8	50.4	49.3	50.3	51.5	50.5	50.1	50.8	-

数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn