

# 财政、出口“双轮驱动”，PMI 继续回升

——2025 年 3 月 PMI 数据点评

宏观点评

3 月经济活跃度较前 2 月继续改善，PMI、BCI 指数均回升。一方面，财政前置发力，“两重”“两新”相关需求较强；另一方面，全球制造业 PMI 回升加之“抢出口”，出口仍有韧性。未来，需要警惕出口回落：（1）美国等国经济衰退预期增强；（2）美国“对等关税”即将落地，全球经贸风险加大；（3）韩国半导体出口等先行指标已经回落。

**工业生产同比增速或继续上升。**3 月，制造业 PMI 上升 0.3 个百分点至 50.5%，虽然上升幅度低于 2014-2024 年（除 2020 年）3 月 PMI 变化均值（0.6 个百分点），但高于春节在 1 月末的年份，比如 2014 年、2017 年 3 月 PMI 上升幅度分别为 0.1、0.2 个百分点。生产指数从 52.5% 上升至 52.6%。2024 年 3 月工业生产环比下降 0.05%，形成了低基数，2025 年 3 月工业生产增加值同比增速可能继续上升。工业生产景气度延续的动力来自两方面，一是出口韧性，二是财政前置发力。出口韧性既因为外需较强，也因为“抢出口”。海外经济欧强美弱，美国经济衰退预期增强，但欧洲经济有所好转，欧洲制造业 PMI 从 2024 年 12 月的 45.2% 持续上升至 2025 年 3 月的 48.7%。从港口集装箱吞吐量来看，3 月“抢出口”继续存在。3 月，新订单指数从 51.1% 上升至 51.8%，财政前置发力是经济的另一大动力。前 3 月政府债券加快发行，其中国债净融资约 1.5 万亿元，比上年同期多融资 9855 亿元，地方债净融资 2.63 万亿元，比上年同期多融资 1.67 万亿元。

**内需分化，物价仍待改善。**3 月，PMI 主要原材料购进价格指数、PMI 出厂价格指数分别从 50.8%、48.5% 下降至 49.8%、47.9%。PMI 出厂价格指数和 PPI 环比增速同趋势，预计 3 月 PPI 环比增速或将回落。12 个月 PMI 出厂价格指数均值和 PPI 同比增速同趋势。3 月，12 个月 PMI 出厂价格指数均值从 47.28% 小幅上升至 47.32%，预计 PPI 同比增速可能小幅上升或持平于 -2.2%。PMI 较强而物价较弱，从外部环境来看，海外经济衰退预期增强，CRB 指数均值从 2 月的 547 下降至 3 月的 542，同比增速从 1.7% 下降至 -1%；从内部看，供给和需求分离，内需也存在分化。在中央财政支持下，“两重”领域的电力、水利设施投资维持较快增长，“两新”相关需求也比较旺盛。而传统基建投资以及房地产投资等仍较弱。

**政策推动下服务业或将持续扩张。**3 月服务业 PMI 从 50% 上升至 50.3%，景气度再次回升。这主要是因为部分行业企业生产经营活动加快，生产性服务业加速扩张，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。而餐饮、文化体育娱乐等消费性服务业活动指数继续回落。《2025 年政府工作报告》对促进服务消费作了系统部署，预计后续服务消费方面将会出台更多有力措施，推动服务业持续扩张。

● **风险提示：**美国“对等关税”即将落地，全球经贸风险加大；房地产投资仍较弱；服务消费也需提振。

邢曙光（分析师）

xingshuguang@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280520050003

钟 山（研究助理）

zhongshan01@cctgsc.com.cn

登记编号：S0280123070001

## 相关报告

《复工复产叠加“抢出口”，PMI 超季节性回升》2025-03-02



## 目 录

|                        |   |
|------------------------|---|
| 1、 工业生产同比增速或继续上升.....  | 3 |
| 2、 内需分化，物价仍待改善.....    | 5 |
| 3、 政策推动下服务业或将持续扩张..... | 7 |

## 图表目录

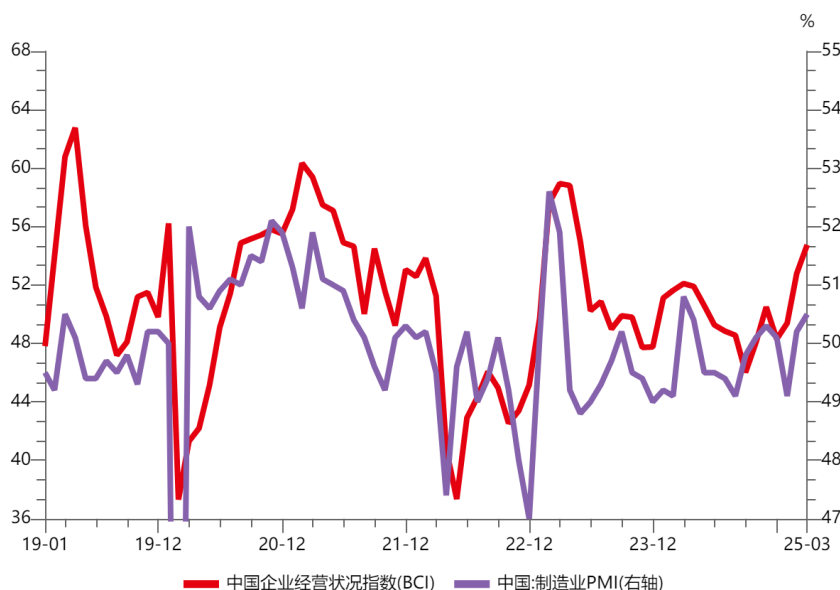
|                            |   |
|----------------------------|---|
| 图 1： PMI 和 BCI 指数均回升 ..... | 3 |
| 图 2： 出口订单上升.....           | 4 |
| 图 3： 3 月出口仍较强.....         | 4 |
| 图 4： 中央财政支出增速高于地方 .....    | 4 |
| 图 5： 公共财政支出增速高于财政收入.....   | 4 |
| 图 6： 高炉开工率高于上年同期.....      | 5 |
| 图 7： 铁水产量高于上年同期.....       | 5 |
| 图 8： 汽车轮胎开工率略高于上年同期.....   | 5 |
| 图 9： PTA 开工率低于上年同期 .....   | 5 |
| 图 10： 沥青开工率处于低位.....       | 6 |
| 图 11： 水泥发运率基本持平上年同期.....   | 6 |
| 图 12： 新房销售处于历史同期低位.....    | 6 |
| 图 13： 二手房销售高于上年同期.....     | 6 |
| 图 14： CRB 或拖累 PPI 增速 ..... | 7 |
| 图 15： PPI 同比增速仍处于低位 .....  | 7 |
| 图 16： 非制造业 PMI 上升 .....    | 8 |

3 月经济活跃度较前 2 月继续改善，PMI、BCI 指数均回升。一方面，财政前置发力，“两重”“两新”相关需求较强；另一方面，全球制造业 PMI 回升加之“抢出口”，出口仍有韧性。

未来，需要警惕出口回落：（1）美国等国经济衰退预期增强；（2）美国“对等关税”即将落地，全球经贸风险加大；（3）韩国半导体出口等先行指标已经回落。

2025 年以来，服务业扩张动能有所减弱，3 月服务业 PMI 再次回升，主要是生产性服务业景气度较高，消费性服务业景气度继续下滑。服务消费相关政策需要尽快落地，推动服务业持续扩张。

图1： PMI 和 BCI 指数均回升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 1、工业生产同比增速或继续上升

3 月，制造业 PMI 上升 0.3 个百分点至 50.5%，虽然上升幅度低于 2014-2024 年（除 2020 年）3 月 PMI 变化均值（0.6 个百分点），但高于春节在 1 月末的年份，比如 2014 年、2017 年 3 月 PMI 上升幅度分别为 0.1、0.2 个百分点。

生产指数从 52.5% 上升至 52.6%。2024 年 3 月工业生产环比下降 0.05%，形成了低基数，2025 年 3 月工业生产增加值同比增速可能继续上升。从高频数据看，3 月汽车轮胎平均开工率 75.89%，高于 2 月的 60.48%；日均铁水产品 237.34 万吨，高于 2 月的 236.31 万吨；高炉开工率 81.06%，高于 2 月的 78%；不过，PTA 产业链开工率 81.21%，略低于 2 月的 81.86%。从高频数据的同比增速看，3 月钢铁产业链生产同比增速较 1-2 月继续上升。

工业生产景气度延续的动力来自两方面，一是出口韧性，二是财政前置发力。

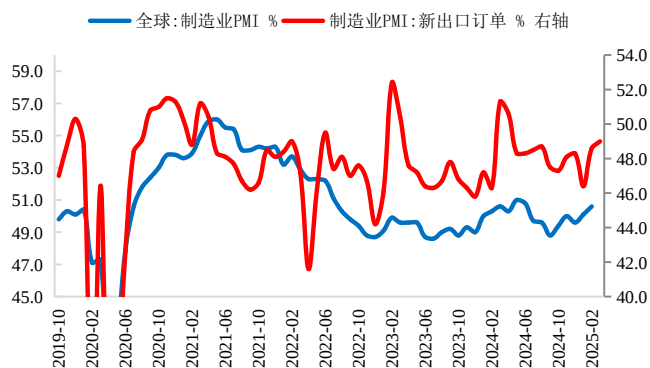
出口韧性既因为外需较强，也因为“抢出口”。新出口订单从 48.6% 上升至 49%。前 2 月出口交货值同比增速 6.2%，高于 2024 年全年的 5.1%，预计 3 月出

口继续正增长。一方面，海外经济欧强美弱，美国经济衰退预期增强，但欧洲经济有所好转，欧洲制造业 PMI 从 2024 年 12 月的 45.2% 持续上升至 2025 年 3 月的 48.7%。与此同时，2 月全球制造业 PMI 上升至 50.6%，连续两个月上升。3 月前 20 日，韩国出口同比增长 4.5%，仍保持正增长。

另一个方面，特朗普就职之后，在 2 月、3 月对中国商品各加征 10% 关税，由于预期后续可能继续加征关税，从港口集装箱吞吐量来看，3 月“抢出口”继续存在。关注 4 月 2 日特朗普“对等关税”落地情况以及对中国出口的影响。

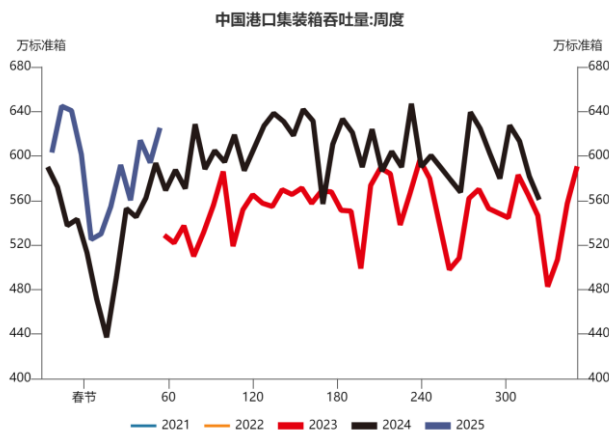
3 月，新订单指数从 51.1% 上升至 51.8%，财政前置发力是经济的另一大动力。前 3 月政府债券加快发行，其中国债净融资约 1.5 万亿元，比上年同期多融资 9855 亿元，地方债净融资 2.63 万亿元，比上年同期多融资 1.67 万亿元。在政府债券融资的支持下，前 2 月财政支出保持了一定的强度，公共财政支出同比增长 3.4%，其中，中央财政支出同比增速 8.6%，高于 2024 年全年的 6.5%；地方财政支出同比增速 2.7%，低于 2024 年全年的 3.2%。预计 3 月中央财政支出继续保持较快增长，支持“两重”“两新”政策。

图2： 出口订单上升



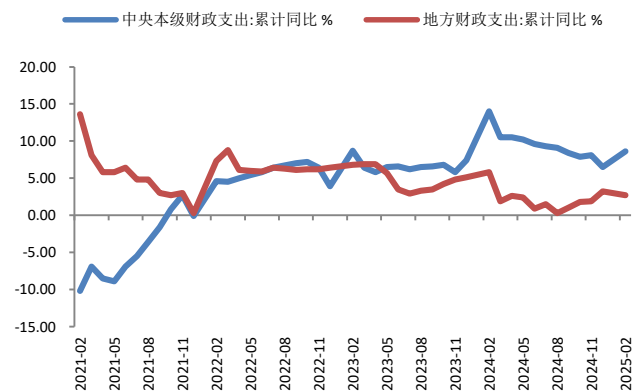
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 3 月出口仍较强



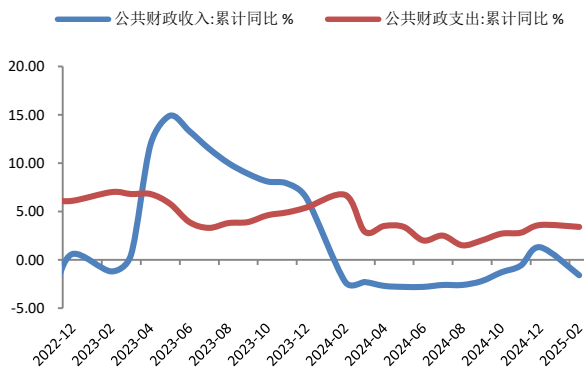
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图4： 中央财政支出增速高于地方

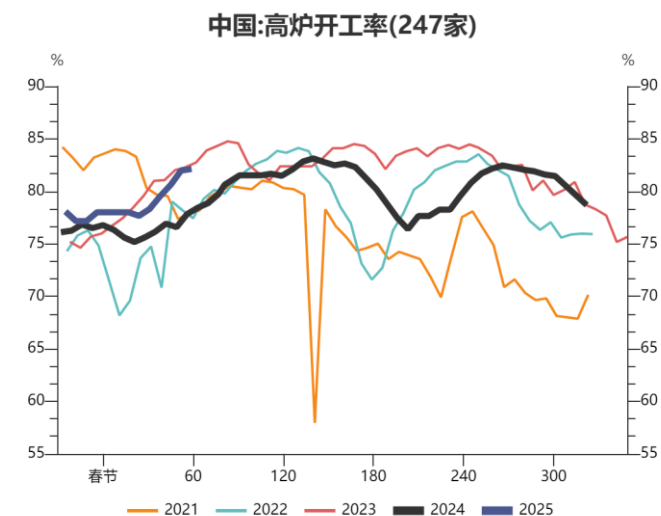


资料来源：Wind，诚通证券研究所

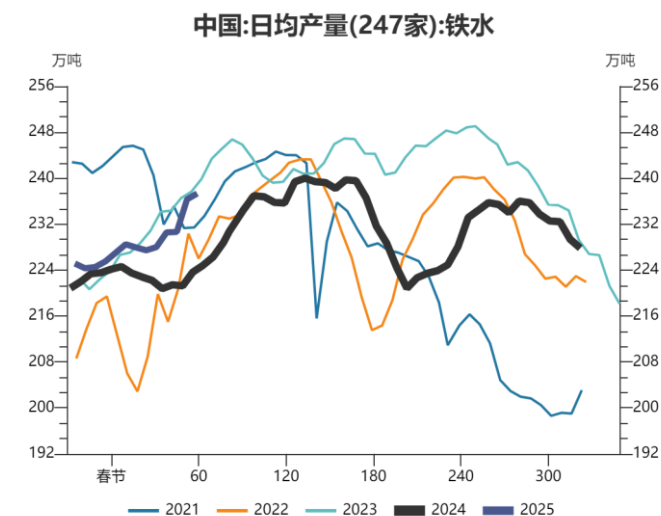
图5： 公共财政支出增速高于财政收入



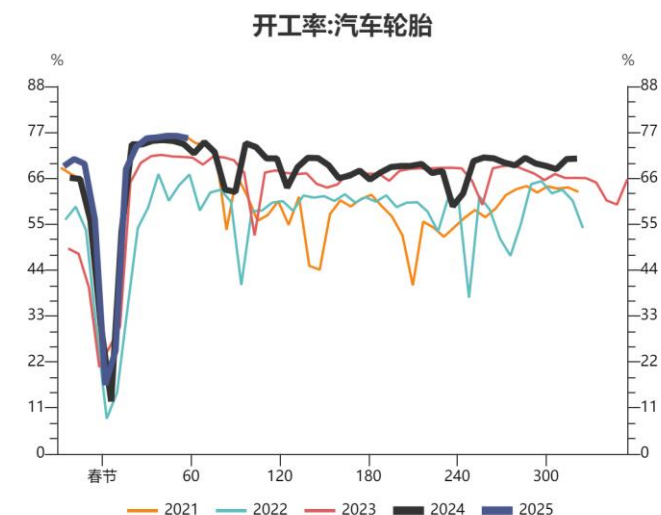
资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图6：高炉开工率高于上年同期**

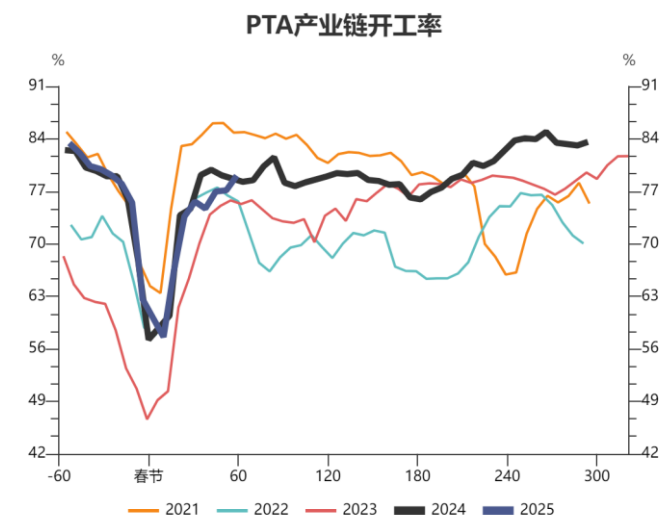
资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图7：铁水产量高于上年同期**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图8：汽车轮胎开工率略高于上年同期**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

**图9：PTA 开工率低于上年同期**

资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 2、内需分化，物价仍待改善

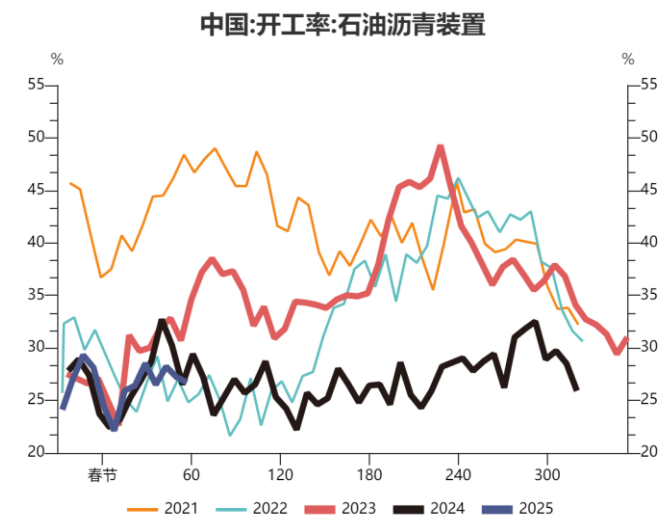
3月，PMI主要原材料购进价格指数、PMI出厂价格指数分别从50.8%、48.5%下降至49.8%、47.9%。PMI出厂价格指数和PPI环比增速同趋势，预计3月PPI环比增速或将回落。12个月PMI出厂价格指数均值和PPI同比增速同趋势。3月，12个月PMI出厂价格指数均值从47.28%小幅上升至47.32%，预计PPI同比增速可能小幅上升或持平于-2.2%。

**PMI较强而物价较弱，从外部环境来看，海外经济衰退预期增强，CRB指数均值从2月的547下降至3月的542，同比增速从1.7%下降至-1%；从内部看，供给和需求分离，内需也存在分化。在中央财政支持下，“两重”领域的电力、水利设施投资维持较快增长，“两新”相关需求也比较旺盛。3月1-23日，全国乘用车市场零售115.4万辆，同比去年3月同期增长18%，较上月同期增长**

25%，今年以来累计零售 433 万辆，同比增长 5%。而传统基建投资以及房地产投资等仍较弱，下游螺纹钢等工业品价格仍较弱。

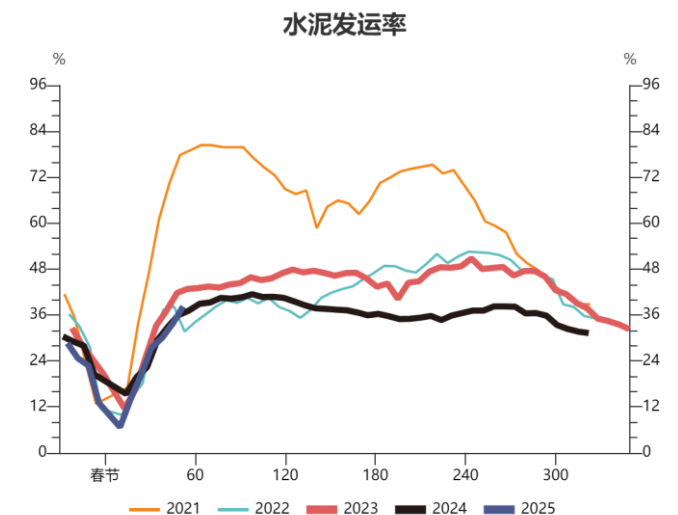
整体看，供需存在背离，物价压力仍较大，PPI 同比增速在-2.2%左右，CPI 增速也处于低位，GDP 平减指数恢复正增长仍存在较大难度。

图10： 沥青开工率处于低位



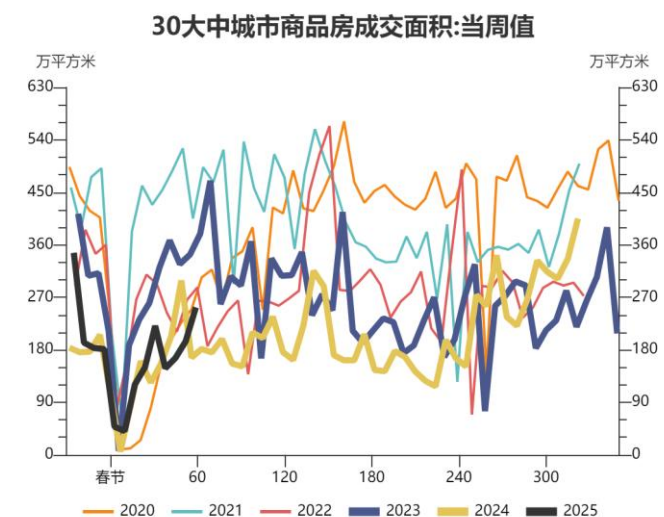
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图11： 水泥发运率基本持平上年同期



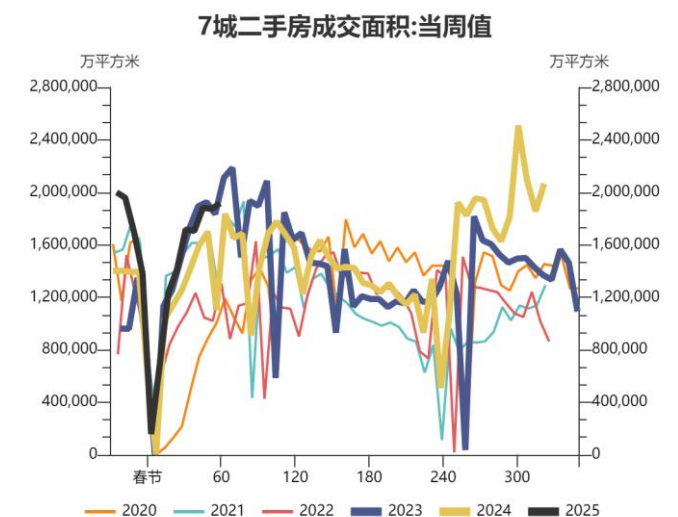
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图12： 新房销售处于历史同期低位



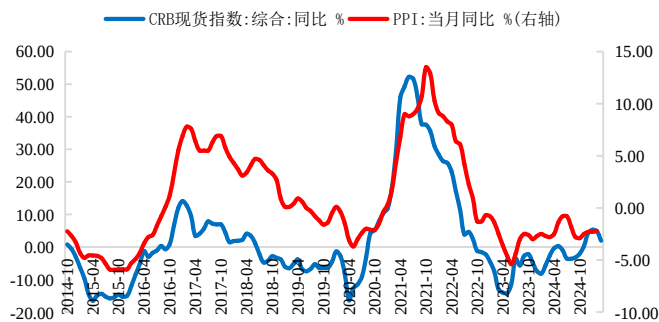
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图13： 二手房销售高于上年同期



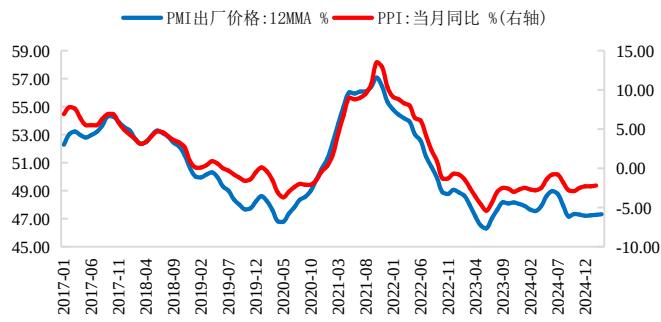
资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14: CRB 或拖累 PPI 增速



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图15: PPI 同比增速仍处于低位



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

### 3、政策推动下服务业或将持续扩张

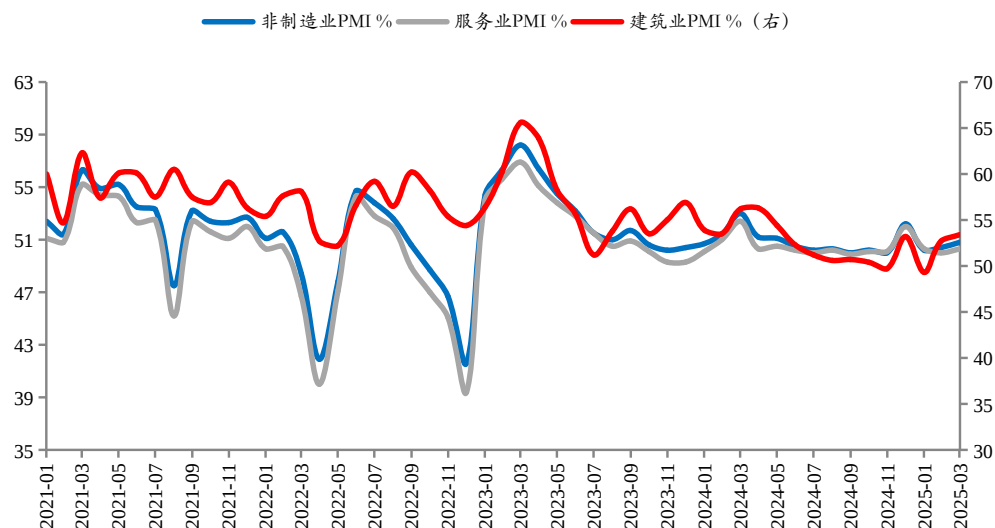
3月，建筑业PMI从52.7%上升至53.4%，一方面是因为气温转暖、季节性复工，另一方面是中央财政主导下的电力、水利基建投资扩张。而房地产投资预计仍较弱。前2月，房地产投资累计同比增速-9.8%，仍较低。房企信心不足，房地产开工面积降幅从2024年全年的23%扩大至29.6%。

3月，服务业PMI从50%上升至50.3%，景气度再次回升。这主要是因为部分行业企业生产经营活动加快，生产性服务业加速扩张，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。而餐饮、文化体育娱乐等消费性服务业活动指数继续回落。

在金融市场、房地产销售拉动下，2024年四季度服务业PMI停止下滑，并从9月的49.9%上升至12月的52%。进入2025年，服务业景气度有所减弱。前2月，餐饮消费同比增速4.3%，较往年同期处于低位。服务零售额累计同比增速从2024全年的6.3%下降至4.9%。1月-3月两市日均成交额分别为1.2万亿、1.8万亿、1.5万亿元，较2024年四季度有所回落。

《2025年政府工作报告》对促进服务消费作了部署，要求“从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手，扩大健康、养老、助残、托幼、家政等多元化服务供给”“落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力”。中办、国办印发的《提振消费专项行动方案》也提出“促进生活服务消费”“扩大文旅旅游消费”“稳步推进服务业扩大开放”。预计后续服务消费方面将会出台更多有力措施，推动服务业持续扩张。

图16： 非制造业 PMI 上升



资料来源：Wind，诚通证券研究所

## 特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 投资评级说明

### 诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

### 诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

## 联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所  
北京市朝阳区东三环北路27号楼12层  
公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn>

邮编：100020