

宏观 | 点评报告

证券研究报告

2025/3/31

3月PMI数据点评——

经济回升势头进一步明确

证券分析师： 徐超
分析师登记编号： S1190521050001

证券分析师： 万琦
分析师登记编号： S1190524070001

目录

- 1、经济进一步回归常态化运行，制造业PMI延续回升态势
- 2、服务及建筑业共同支撑，非制造业持续扩张

- 中国3月官方制造业PMI50.5，预期50.5，前值50.2。
- 中国3月非制造业PMI50.8，前值50.4。

图表1：PMI数据主要分项

项目	较前值	2025/3	2025/2	2025/1	2024/12	2024/11	2024/10	2024/9	2024/8	2024/7	2024/6	2024/5	2024/4	2024/3
制造业PMI	0.3	50.5	50.2	49.1	50.1	50.3	50.1	49.8	49.1	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8
生产	0.1	52.6	52.5	49.8	52.1	52.4	52.0	51.2	49.8	50.1	50.6	50.8	52.9	52.2
新订单	0.7	51.8	51.1	49.2	51.0	50.8	50.0	49.9	48.9	49.3	49.5	49.6	51.1	53.0
新出口订单	0.4	49.0	48.6	46.4	48.3	48.1	47.3	47.5	48.7	48.5	48.3	48.3	50.6	51.3
进口	-2.0	47.5	49.5	48.1	49.3	47.3	47.0	46.1	46.8	47.0	46.9	46.8	48.1	50.4
原材料库存	0.2	47.2	47.0	47.7	48.3	48.2	48.2	47.7	47.6	47.8	47.6	47.8	48.1	48.1
从业人员	-0.4	48.2	48.6	48.1	48.1	48.2	48.4	48.2	48.1	48.3	48.1	48.1	48.0	48.1
供应商配送时间	-0.7	50.3	51.0	50.3	50.9	50.2	49.6	49.5	49.6	49.3	49.5	50.1	50.4	50.6
采购量	-0.3	51.8	52.1	49.2	51.5	51.0	49.3	47.6	47.8	48.8	48.1	49.3	50.5	52.7
主要原材料购进价格	-1.0	49.8	50.8	49.5	48.2	49.8	53.4	45.1	43.2	49.9	51.7	56.9	54.0	50.5
出厂价格	-0.6	47.9	48.5	47.4	46.7	47.7	49.9	44.0	42.0	46.3	47.9	50.4	49.1	47.4
产成品库存	-0.3	48.0	48.3	46.5	47.9	47.4	46.9	48.4	48.5	47.8	48.3	46.5	47.3	48.9
在手订单	-0.4	45.6	46.0	45.6	45.9	45.6	45.4	44.0	44.7	45.3	45.0	45.3	45.6	47.6
生产经营活动预期	-0.7	53.8	54.5	55.3	53.3	54.7	54.0	52.0	52.0	53.1	54.4	54.3	55.2	55.6
非制造业PMI	0.4	50.8	50.4	50.2	52.2	50.0	50.2	50.0	50.3	50.2	50.5	51.1	51.2	53.0
建筑业	0.7	53.4	52.7	49.3	53.2	49.7	50.4	50.7	50.6	51.2	52.3	54.4	56.3	56.2
服务业	0.3	50.3	50.0	50.3	52.0	50.1	50.1	49.9	50.2	50.0	50.2	50.5	50.3	52.4

资料来源：iFinD，太平洋证券

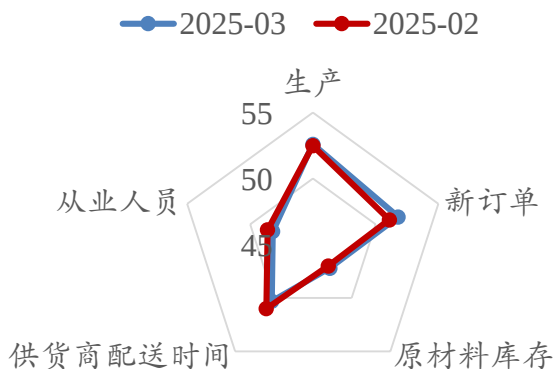
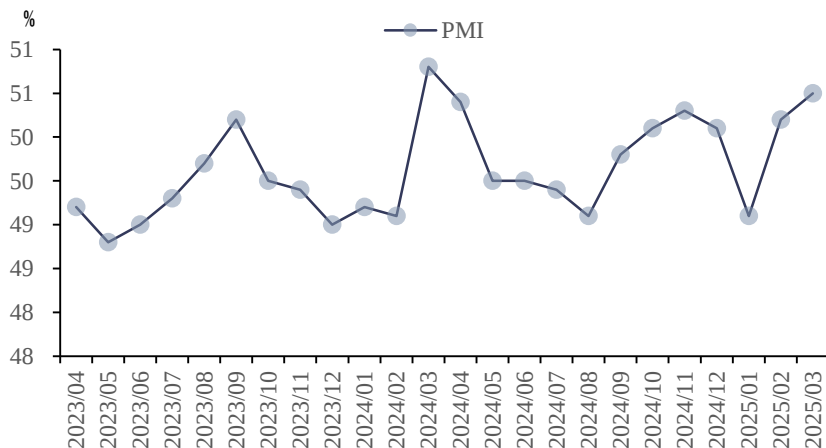
1、经济进一步回归常态化运行，制造业PMI延续回升态势

➤ **制造业PMI加快扩张。**3月制造业PMI较前值进一步上行0.3个百分点至50.5%，连续2个月运行在荣枯线以上。制造业PMI扩张速度加快，反映国内经济景气水平进一步回升。这一方面得益于春节假期影响逐渐消退，经济全面转向常态化运行。从历史数据来看，2005年至今，除2022年及2023年，其余年份3月制造业PMI环比均为正增长。另一方面经济回升态势进一步明确也是国内一揽子稳增长政策效果的体现。

➤ **主要分项多数边际改善。**结构上看，本月计算制造业PMI的5个扩散指数中，新订单指数、生产指数、供应商配送时间指数及原材料库存指数均对制造业PMI的持续上行构成积极贡献。生产指数、新订单指数、新出口订单指数和原材料库存指数较前值均有上升，上升幅度录得0.1至0.7个百分点。其中供应商配送时间指数相比上月虽有下降，但考虑到该指数为逆指数，在合成制造业PMI指数时进行反向运算，其边际下行仍对整体PMI形成向上的拉动。

图表2：制造业PMI

图表3：制造业PMI分项



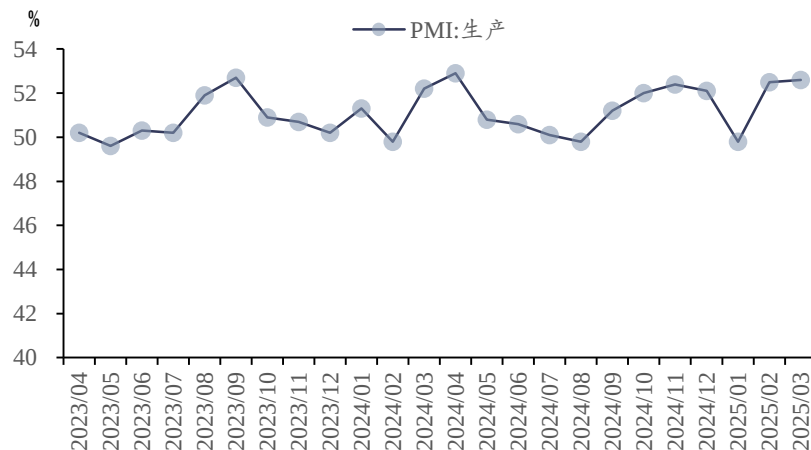
资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：Wind，太平洋证券

1、经济进一步回归常态化运行，制造业PMI延续回升态势

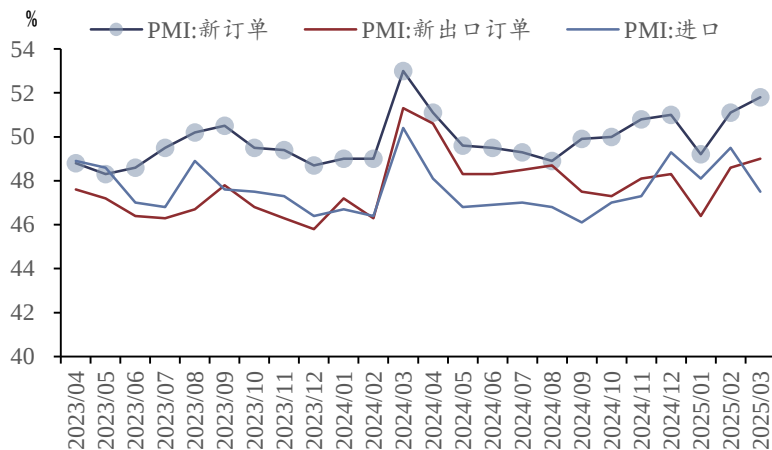
➤ **产需持续修复。**3月供给侧及需求侧延续边际改善态势，两者指数均加速扩张，连续2个月协同增长。生产指数为52.6%，较上月上升0.1个百分点，连续2个月运行在52%以上；制造业新订单指数为51.8%，较上月上升0.7个百分点，连续2个月运行在51%以上。新出口订单指数为49%，较上月上升0.4个百分点，连续2个月上升。供需延续改善的背后，一是春节因素影响退潮，经济向常态化运行进一步回归，企业生产经营活动加快；二是前期扩大内需等一系列政策助力需求侧的修复，市场需求的加速释放也提振了生产端的景气度；三是关税威胁下“抢出口”或未完全退潮，外需同样对国内制造业企业的生产经营形成拉动。

图表4：生产指数



资料来源：Wind，太平洋证券

图表5：新订单指数



资料来源：Wind，太平洋证券

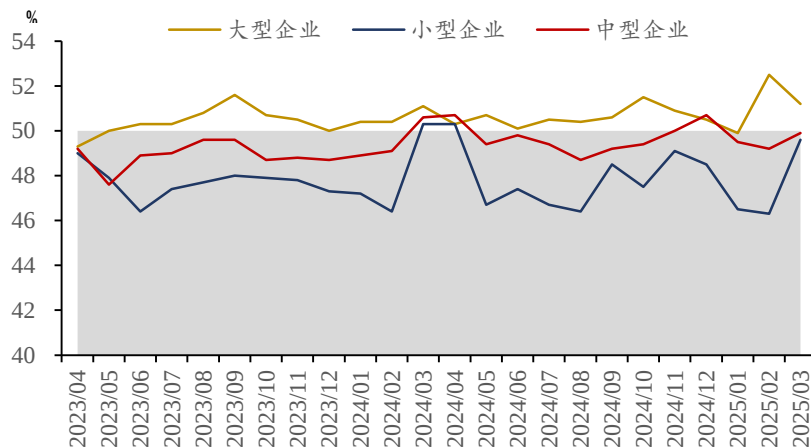
1、经济进一步回归常态化运行，制造业PMI延续回升态势

► **新动能行业拉动效应依旧突出。**不同制造业行业之间表现有所分化，其中在科技创新战略方向的指引下，新动能相关行业发展速度较快，对于整体制造业PMI的支撑相对突出。本月装备制造业、高技术制造业和消费品行业PMI分别为52.0%、52.3%和50.0%，比上月上升1.2、1.4和0.1个百分点，景气水平连续两个月回升；高耗能行业PMI为49.3%，比上月下降0.5个百分点。其中装备制造业以及高技术制造业的产需两侧均呈现出加速上升的特征。一方面装备制造业生产指数较上月上升0.8个百分点至55%左右，新订单指数较上月上升3.7个百分点至55%以上，也创下了2023年4月以来的新高，新出口订单指数则较上月上升0.8个百分点至51%以上。另一方面，高技术制造业生产指数较上月上升0.9个百分点至54%左右，新订单指数较上月上升4.1个百分点至56%左右，新出口订单持续运行在53%以上的高位区间。细分行业来看，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业贡献更为积极，其生产指数和新订单指数均升至55.0%以上较高景气区间。

1、经济进一步回归常态化运行，制造业PMI延续回升态势

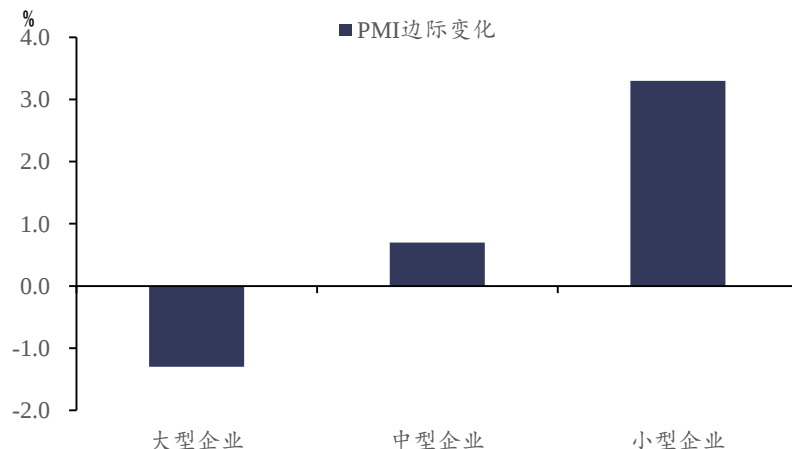
► **不同规模企业差距有所弥合。**2月大中小型企业生产经营活跃度差异显著，表现为大型企业持续发挥“压舱石”效应而中小企业相对较弱，本月随着政策助力以及复工复产的进一步推进，上述差距有所弥合。大型企业PMI持续扩张但增速有所放缓，中小企业边际改善相对明显，运行有所企稳。本月大型企业PMI为51.2%，比上月下降1.3个百分点；中、小型企业景气水平出现不同程度的修复，尤其是小型企业，改善更为明显。中小企业PMI分别为49.9%和49.6%，比上月上升0.7和3.3个百分点，其中小型企业生产指数和新订单指数分别为50.8%和49.8%，均较上月显著回升。

图表6：大中小型企业PMI



资料来源：Wind，太平洋证券

图表7：大中小型企业PMI边际变化

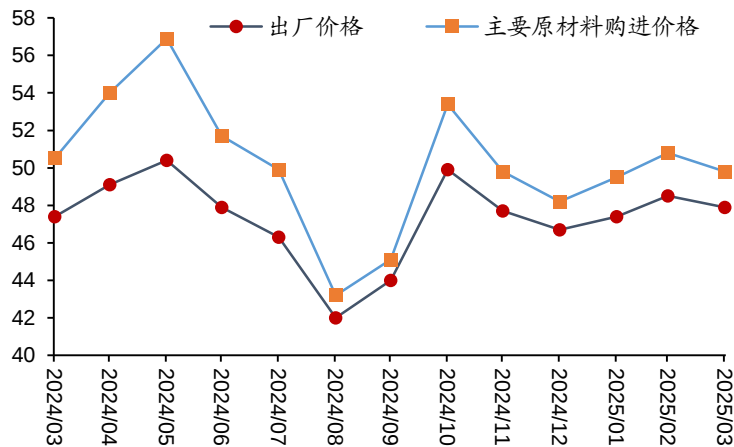


资料来源：Wind，太平洋证券

1、经济进一步回归常态化运行，制造业PMI延续回升态势

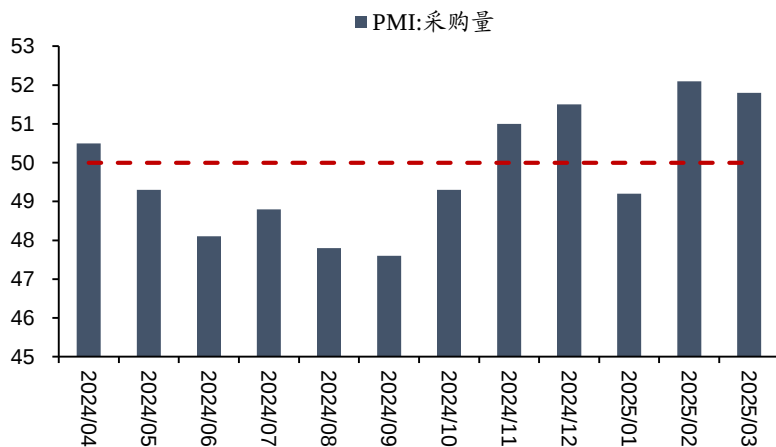
➤ **经济回升基础仍待巩固。**3月PMI数据持续释放积极信号，经济回升的走势更为明确。不过部分数据仍反映出经济恢复向好面临一定不确定性，加大宏观政策逆周期调节力度仍有必要。一则，供大于求的矛盾仍待缓和。一方面，从表征供需的生产指数以及新订单指数的绝对数值来看，生产指数持续高于新订单指数，恢复态势更为明显；另一方面，价格同样也是供需关系的映射，而本月两类价格指数边际再度下行，表明供求关系仍待平衡，尤其是基础原材料行业。3月制造业购进价格指数为49.8%，较上月下降1个百分点；出厂价格指数为47.9%，较上月下降0.6个百分点。其中基础原材料行业购进价格指数较上月下降5.4个百分点至45%左右，出厂价格指数较上月下降1.8个百分点至46%左右，是两类价格指数下行的主要拖累。二则，本月反映需求不足为主要困难的企业占比仍在60%之上。三则，生产端信心仍显不足，生产经营活动预期指数有所回落（生产经营活动预期指数为53.8%，比上月下降0.7个百分点），缺乏足够乐观预期叠加供大于求的现实背景，企业对于规模扩张较为审慎，本月企业采购量指数增势亦有效缓（采购量指数为51.8%，比上月下降0.3个百分点）。四则，部分内需定价行业产需表现均弱。本月木材加工及家具、石油煤炭及其他燃料加工等行业生产指数及新订单指数均低于临界点。

图表8：价格指数



资料来源：Wind，太平洋证券

图表9：采购指数

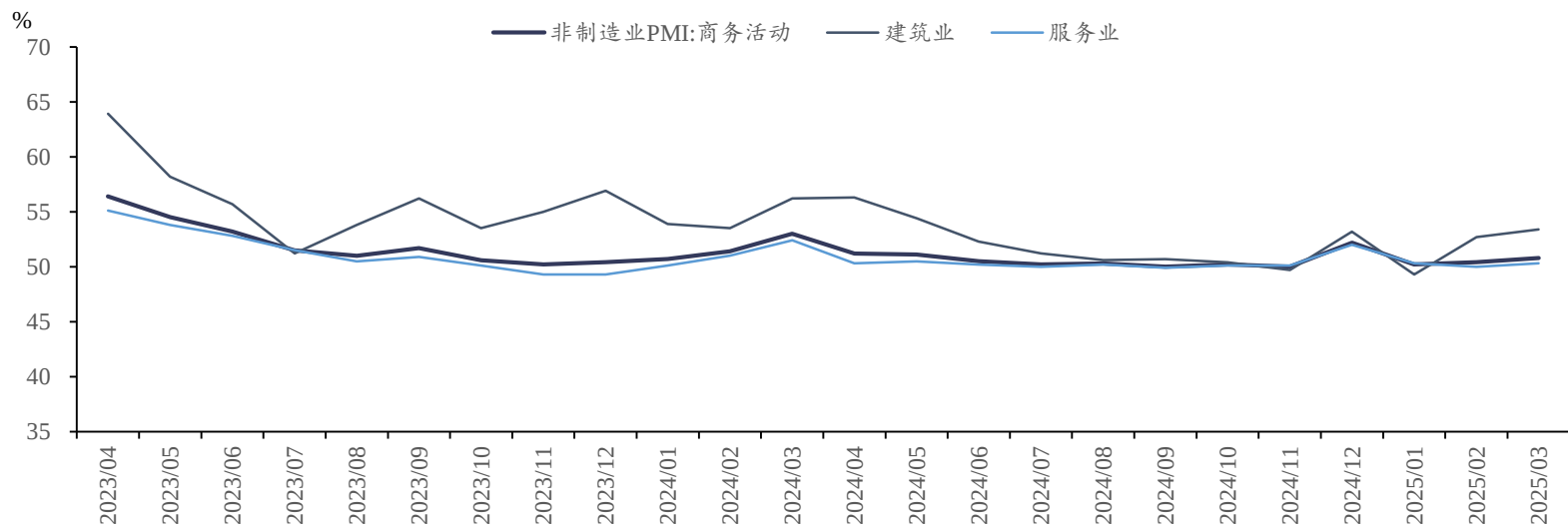


资料来源：Wind，太平洋证券

2、服务及建筑业共同支撑，非制造业持续扩张

► **非制造业扩张提速，服务及建筑业边际均现改善。**3月中国非制造业商务活动指数为50.8%，较上月上升0.4个百分点，延续上月的边际上行走势且环比升幅较前值稍有扩大。结构上看，建筑业以及服务业边际均有改善，同为非制造业景气度提升的贡献。背后既涉及到天气、假期等阶段性因素，也包含着促消费、扶持新质生产力等政策的带动作用。不过从改善程度上来说，服务业及建筑业边际上行幅度弱于季节性水平，这也意味着后续稳增长政策仍需加力。

图表10：非制造业PMI

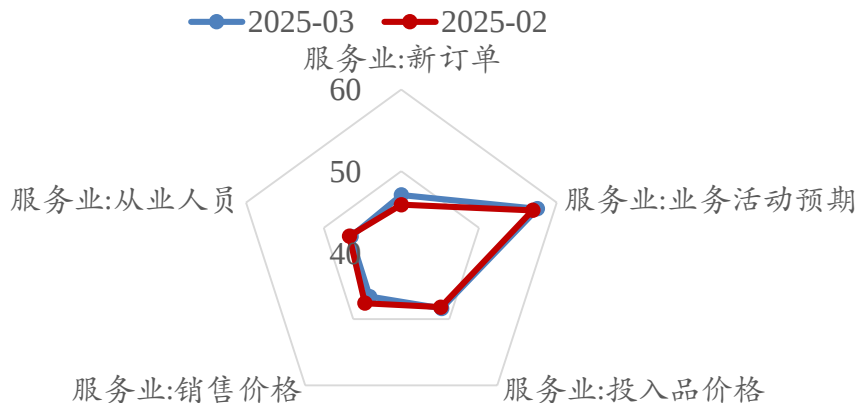


资料来源: Wind , 太平洋证券

2、服务及建筑业共同支撑，非制造业持续扩张

➤ **消费及新动能相关行业支撑服务景气度反弹。**本月服务业商务活动指数为50.3%，环比上升0.3个百分点，其中有两条主线值得关注，一是居民消费相关，二是新质生产力相关。一方面居民线上线下消费活跃度回升，或受“以旧换新”促消费政策驱动。本月零售业商务活动较上月明显上升至52%以上；邮政业商务活动指数环比亦有明显上行，运行在55%以上的高景气区间。两者新订单指数边际均有改善且处于荣枯线以上，业务活动预期指数也都处于高位水平，反映出居民消费活动热度有所提升，这可能受益于扩内需、促消费政策的落地显效。另一方面，新动能相关行业同样为服务业商务活动指数的环比改善做出贡献。3月电信运营相关服务业商务活动指数升至60%以上，互联网及软件信息技术服务业商务活动指数升至53%以上。随着技术创新的持续推进，新质生产力相关服务业的扩张走势及其对整体非制造业的支撑效应料将延续。

图表11：服务业分项

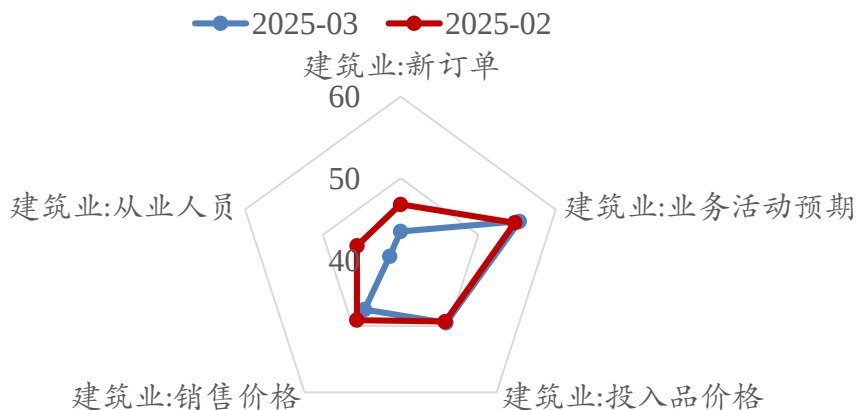


资料来源：iFinD，太平洋证券

2、服务及建筑业共同支撑，非制造业持续扩张

► **建筑业保持在扩张区间。**本月建筑业商务活动指数为53.4%，环比上升0.7个百分点，连续2个月边际上行且处于扩张区间。其中房屋建筑业和土木工程建筑业活动均保持在临界水平以上，商务活动指数均超出54%。表明基建及地产施工进度或均有加快。一方面可能受天气回暖因素的影响，另一方面节后施工回归正常节奏，投资项目加快向实物工作量转化也是指数持续回升的助力。向后看，建筑业活动扩张的持续性有待观察。一是地产销售回暖的持续性以及向投资、施工的传导还有待数据验证。二是今年以来地方政府发债重点用于化债，对于基建投资的撬动及向实物工作量的转化还需看到财政资金更多的投入。

图表12：建筑业分项



资料来源：iFinD，太平洋证券

风险提示

- 国内政策落地不及预期；
- 外贸环境变化超预期。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路926号同德广场写字楼31楼



投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券
构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。