

PMI 重回高点：顺风与逆流

2025 年 03 月 31 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**3 月 31 日，国家统计局发布 2025 年 3 月中国采购经理指数运行情况。3 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.5%，比上月上升 0.3 个百分点，制造业景气水平继续回升。

➤ **今天公布的 3 月制造业 PMI 重回一年高点，但是否会重演去年的“剧本”？**去年年内 PMI 的高点恰好落在 3 月（为 50.8%），今年 3 月 50.4% 的 PMI 是否同样存在冲高回落的风险，这需要比较两年的异同之处。

与去年相同的是，在春节影响消退、企业运行步入正常后，3 月 PMI 均在季节性上升。**不同的是**，去年 3 月 PMI 更靠短暂脉冲效应助推（去年春节开启得较晚、3 月 PMI 脉冲效应更强）；而今年更靠微观“体感”的边际改善以及“含科量”的进一步加强——今年 3 月 54.8% 的长江商学院 BCI 高于去年同期的 52.1%，同时 3 月环比上升 10.6pct 的 EPMI 为近两年来最高增速，这为 3 月 PMI 上升“埋下伏笔”。

➤ **如何解读 3 月 PMI “成绩单”？新订单上升成为最大拉动。**3 月 PMI 新订单指数录得 51.8%（环比+0.7pct），成为 3 月制造业 PMI 的最大拉动项。**与此前不同的是**，3 月生产复苏的进度并不如需求——3 月 PMI 生产指数虽然也在进一步上行，但其环比增速仅为 0.1pct、小于 PMI 新订单指数，主因可能是前期生产已经“足量”，生产进一步扩张的空间受限。

➤ **与不确定性抢时间：“抢出口”仍在继续。**其他分项指标中，表现最亮眼的便是出口。3 月 PMI 新出口订单指数在荣枯线之下继续抬升，环比增速为 0.4pct。这或许也解释了为何 3 月小型企业 PMI 的上升幅度最为明显，其 3.3pct 的环比增速远超过大型企业的-1.3pct、以及中型企业的 0.7pct。

➤ **不过，需求复苏的可持续性有待观察。**3 月 PMI 传达出很多积极的信号，但背后也不无一些潜在的风险。**3 月 PMI 新订单指数的强势上升可能还有政策驱动部分行业需求上行的“加持”，但还是有一些数据显现出需求偏弱的现状：**

➤ **第一，两大价格指标的表现偏弱。**3 月 PMI 两大价格指标双双转升为降，其中 PMI 原材料购进价格指数为 49.8%（环比-1.0pct）、PMI 出厂价格指数为 47.9%（环比-0.6pct），说明 3 月 PPI 的抬升仍存在一定压力。

➤ **第二，进口偏弱显现内需不足的“短板”。**3 月 PMI 进口指数录得 47.5%，环比大幅下降 2.0pct，揭露了当前内需仍然较弱的现状。

➤ **第三，企业观望情绪仍存。**一方面，PMI 生产经营活动预期指数进一步下滑，从 2 月的 54.5% 继续下降至 3 月的 53.8%；另一方面，PMI 从业人员指数环比下降 0.4pct，企业用工需求并不高，可能优先利用现有库存或通过加班等方式提升产能。

➤ **谨慎看待非制造业景气度的边际上升。**虽然 3 月建筑业 PMI、服务业 PMI 均有上升（环比增速分别为 0.7pct、0.3pct），但两大指标的上升斜率都弱于季节性，二季度政策加码的必要性持续提升。

➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

相关研究

1. 美国经济点评：美国经济周期性走弱才刚开始-2025/03/30

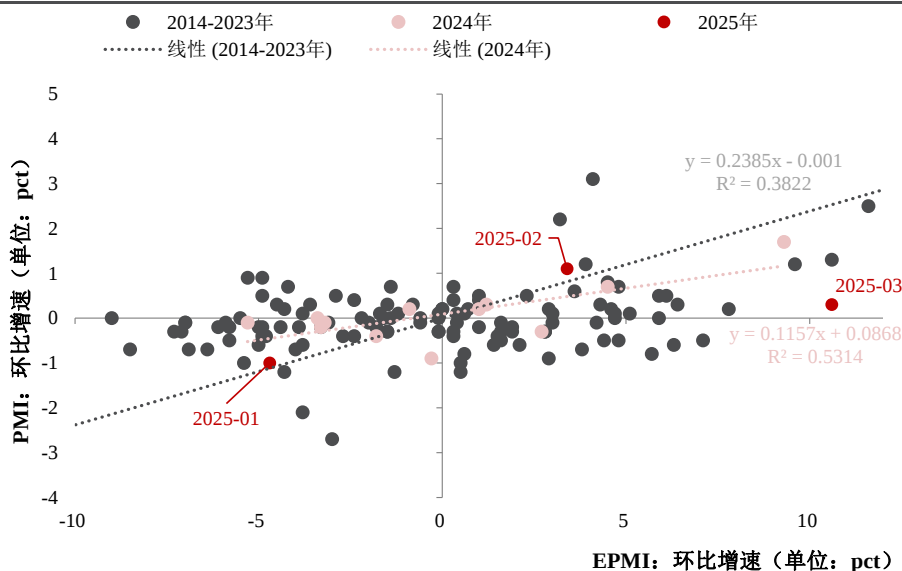
2. 宏观经济专题：注定不对等：对等关税分析指南-2025/03/27

3. 2025 年 1-2 月工业企业利润点评：开年工业“哪家强”？-2025/03/27

4. 经济动态跟踪：关税下的出口：已知压力和未知风险-2025/03/26

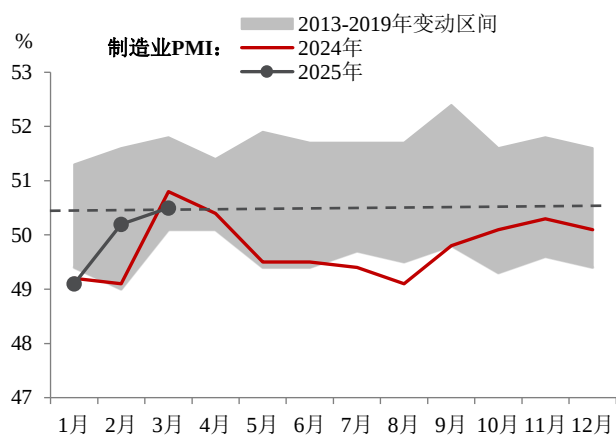
5. 2025 年 1-2 月财政数据点评：如何理解开年财政个税高增长？-2025/03/25

图1：EPMI 与 PMI 走势相关性较高（尤其是 2024 年后，拟合度进一步增强）



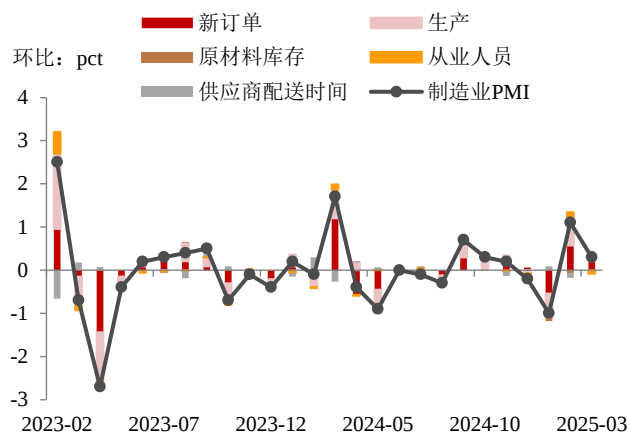
资料来源：iFind，民生证券研究院

图2：3 月制造业 PMI 多会季节性上升



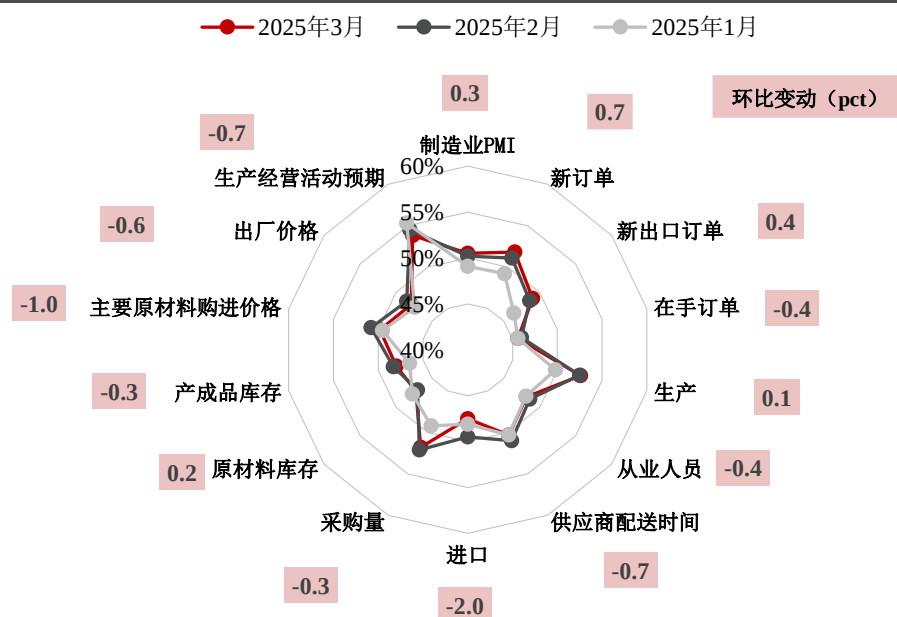
资料来源：iFind，民生证券研究院

图3：PMI 新订单指数是 3 月 PMI 上升的最大拉动项



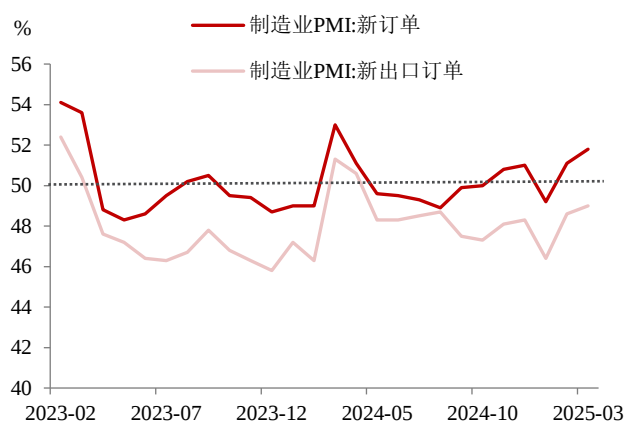
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：3月制造业 PMI 细项指标表现



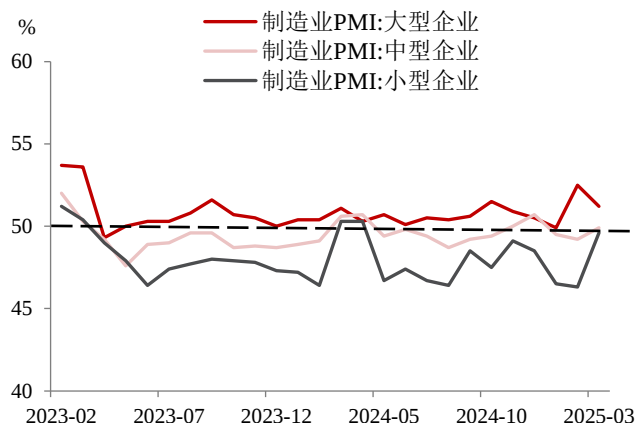
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5：3月 PMI 新出口订单指数也在进一步抬升



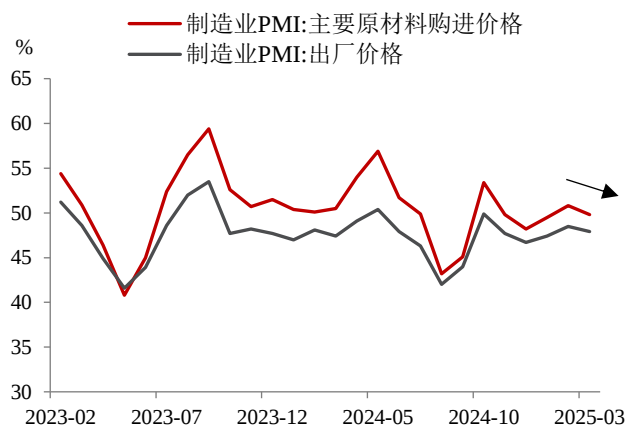
资料来源：iFind，民生证券研究院

图6：3月小型企业 PMI 上行态势显著



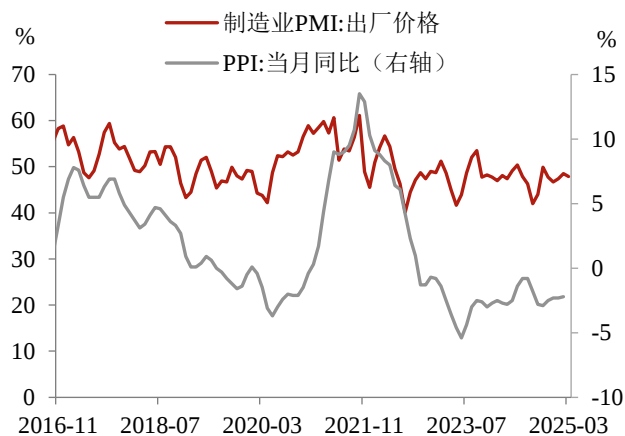
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：3月PMI两大价格指标双双下降



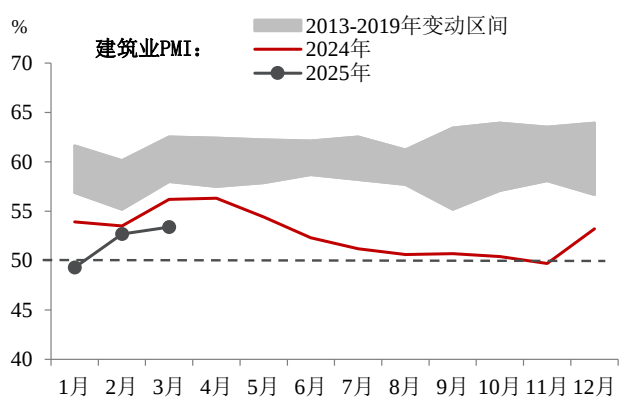
资料来源：iFind，民生证券研究院

图8：PMI出厂价格指数与PPI同比相关性较高



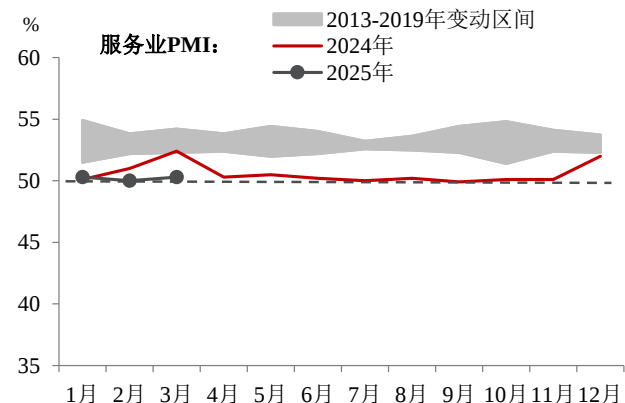
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：3月建筑业PMI上升幅度弱于季节性



资料来源：iFind，民生证券研究院

图10：3月服务业PMI上升幅度同样偏弱



资料来源：iFind，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048