

受政策与季节性影响，一季度经济增长动能边际改善

基本结论

数据：3月官方制造业PMI录得50.5（前值49.2），非制造业PMI录得54.8（前值54.3），综合PMI产出指数录得54.0（前值52.4）

1、3月制造业PMI回升较多，超过季节性，且大部分指标均有所回升，整体表现为，需求回升带动生产和价格上行。

（1）供需角度看，生产高于上月（+3.2至52.7），新订单指数上行（+1.0至51.6），表明春节后复产开工，生产与需求明显回复。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内上行（+2.1至48.4），产成品库存在收缩区内上行（+0.6至47.0）。与此对应的是采购量大幅上行（+2.9至51.2），体现春节后工厂备料，原材料和产成品库存上行。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数持续上行（+1.6至53.5），出厂价格指数重回扩张区间（+2.9至51.4）。

（4）进出口看，进口收缩区内上行（+3.9至48.7），出口在收缩区间内上行（+1.9至47.1），体现春节过后，贸易恢复正常，进出口均有所回升。

（5）企业规模上看，大型企业下行（-0.4至51.1），中型企业收缩区间内大幅上行（+3.0至49.9），小型企业收缩区内大幅上行（+4.0至49.3），中小企业生产明显恢复。

（6）未来看，生产经营活动预期指数上升，表明当前市场信心有所恢复。

2、3月非制造业商务活动回升，基本符合季节性规律，建筑业回升较多，服务业略微上行。从行业情况看，受制造业生产加快影响，生产性服务业景气度明显回升，其中铁路运输、装卸搬运及仓储、邮政、电信等行业商务活动指数处在较好景气区间。建筑业景气度回升较多，表明在政策支撑下，基建投资继续保持回升态势。

3、政策与季节性影响，一季度经济增长动能边际改善。政策刺激带动需求回升，叠加季节性上升影响，3月经济景气度回升。3月制造业和非制造业PMI均有所上行，经济景气度有所回升，原因主要来自于两个方面：一方面，季节性因素影响。从历年经验来看，春节过后，企业经营活动逐渐恢复，3月制造业PMI均会上升。此外，今年春节在2月上旬，按照春节后15天工人陆续到岗，3月初大部分企业经营活动基本完全恢复，因此，今年的季节性回升幅度要比其他春节在2月份的年份要稍强一些。另一方面宽松政策带动需求回升。去年四季度以来，财政政策更加积极，财政支出增速明显上升，带动基建投资增速逐渐回升。与此相印证的是，3月建筑业PMI回升，建筑业新订单指数上升到去年以来的最高水平，且建筑业从业人员指数达到较高位置。此外，宽信用政策逐渐发挥效果，1月份社融增速明显回升。在地方政府专项债发行提速的带动下，3月社融增速不仅能够维持高位，且相较于2月份可能有所回升。在基建和社融改善的带动下，需求逐渐回升。与此相印证的是，制造业新订单指数连续两月回升。**3月生产较好，相较于去年4季度，1季度经济平稳。**3月制造业生产指数明显回升，非制造业商务活动也有所上行。在制造业和非制造业生产活动均有所改善的带动下，3月综合PMI产出指数达到54.0，比2月高出1.6。1季度综合PMI产出指数均值为53.2，略高于去年4季度，低于去年1季度，表明经济增速依然偏低，但走势变得平稳。经济大幅下滑的风险降低，进一步验证我们在去年10月提出的从需求角度来看，经济增速已经渡过快速下行期。

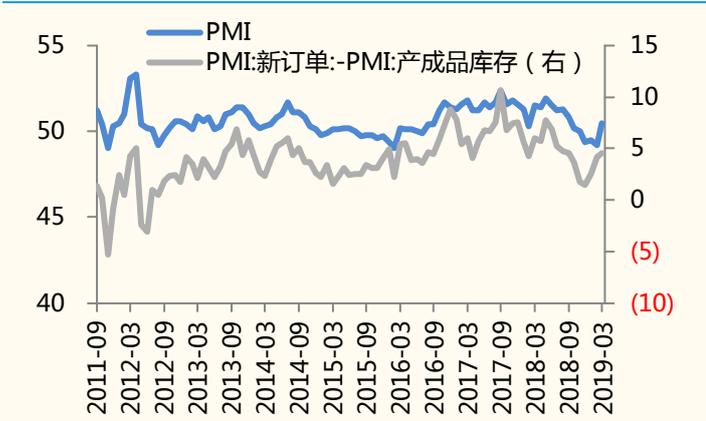
风险提示：1. 物价下滑，名义利率上升，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内部需求下降对经济产生负面影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

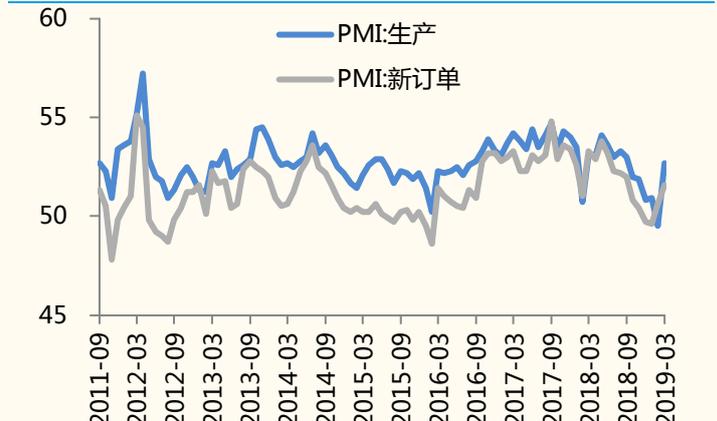
林玲 联系人
linling1@gjzq.com.cn

图表 1：3月份制造业 PMI 上升



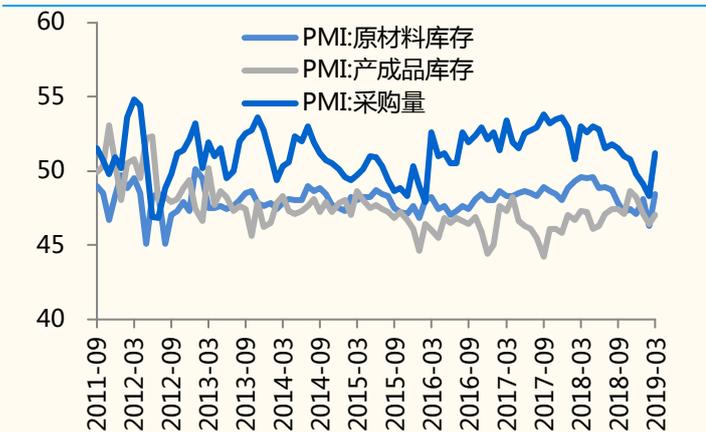
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业生产、新订单大幅上升



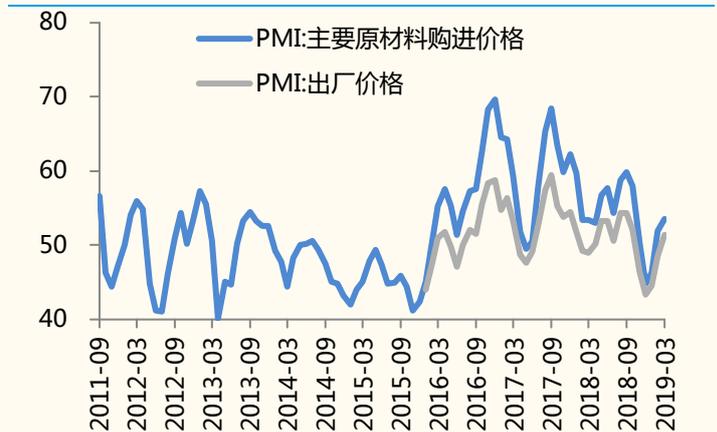
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：原材料库存、产成品库存、采购量均回升



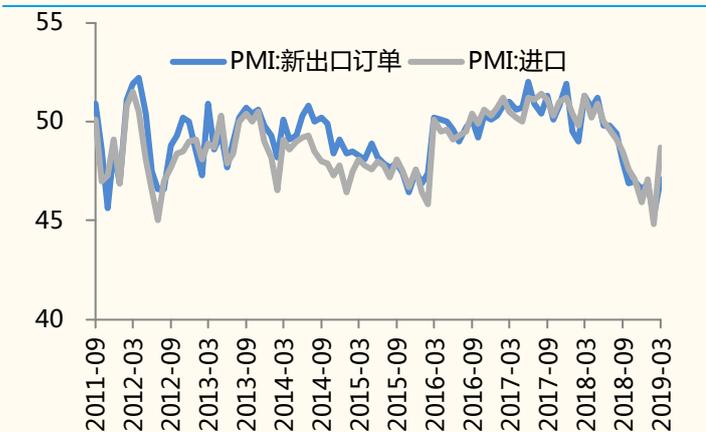
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要原材料和出厂价格继续回升



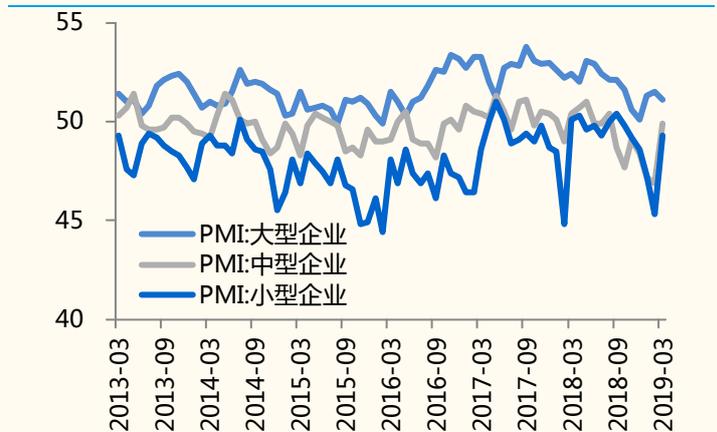
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 5：进口和出口均回升



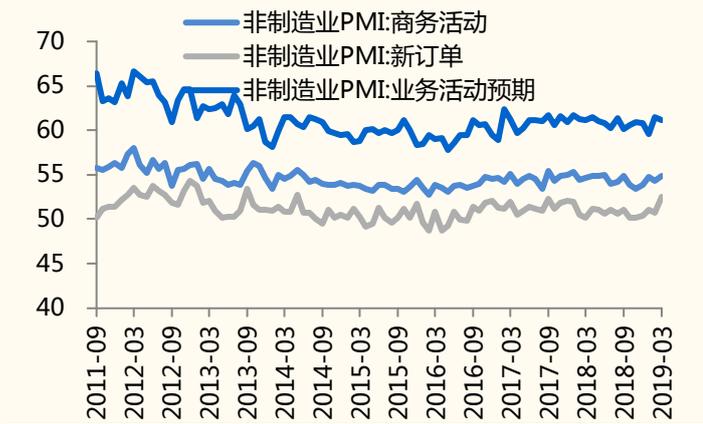
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：大企业景气度下行，中小企业景气度回升



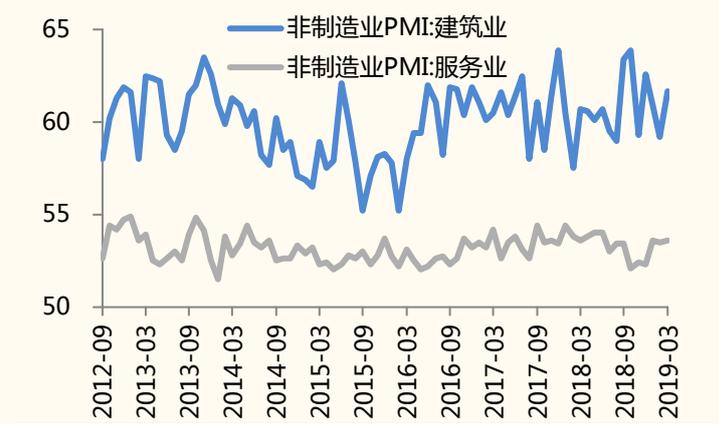
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：非制造业商务活动指数上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业和服务业均上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：1. 物价下滑，名义利率上升，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内部需求下降对经济产生负面影响。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13434

