

宏观点评

真正考验在二季度—3 月 PMI 超预期的背后

事件：2026 年 3 月制造业 PMI 为 50.4%（前值 49%）；非制造业 PMI 为 50.1%（前值 49.5%）；综合 PMI 为 50.5%（前值 49.5%）。

核心观点：3 月制造业 PMI 时隔两月重回线上，供需均回升、外需回升更多，应与春节季节性因素消退后全面复工复产、出口偏强、全国两会定调偏积极等因素有关。伊朗局势的影响开始在数据中显现，尤其是原材料购进价格指数本月大升（“胀”的影响），指向 3 月 PPI 同比由负转正的概率进一步提高。但需注意，原材料购进价格指数升幅显著大于出厂价格指数，若此现象持续，将对企业利润空间构成压制（“滞”的影响）。倾向于认为，结合 1-2 月经济数据和 3 月 PMI 数据，一季度经济“开门红”可期，预计一季度 GDP 增速有望至少 4.8%-5%（25 年 Q4 为 4.5%）。往后看：伊朗局势已超一月、未见快速停战的迹象，预示高油价还要持续时日，对经济、政策、市场的冲击无疑会更严重，二季度才是考验的开始，预计 4 月底政治局会议应会有新部署，典型如 2018-2021 年 4 月政治局会议、多因外部冲击明显加大了刺激力度。继续提示：面对“油价走高—通胀上行—美联储暂停降息甚至加息—滞胀可能性增大甚至衰退”的可能情形，当前资产价格应定价不足，需警惕后续深度调整的可能性，短期紧盯伊朗局势进展。

1、3 月制造业 PMI 超季节性回升，时隔两月重回线上。3 月制造业 PMI 为 50.4%，环比回升 1.4 个百分点，强于季节性（2016-2025 年 3 月制造业 PMI 环比变动中位数为 1.2 个百分点），重回扩张区间。3 月非制造业 PMI 环比回升 0.6 个百分点至 50.1%，弱于季节性（2016-2025 年 3 月非制造业 PMI 环比变动中位数为 1 个百分点），其中服务业回升 0.5 个百分点、建筑业 PMI 回升 1.1 个百分点。3 月综合 PMI 产出指数环比回升 1 个百分点至 50.5%，其中制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 51.4%和 50.1%，指向整体经济生产活动较上月扩张，应与春节季节性因素消退后全面复工复产、出口偏强、全国两会定调偏积极等因素有关。

2、分项看，关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端 5 大信号：

1) 供需均回升、外需回升更多。供给端，3 月 PMI 生产指数为 51.4%，较上月回升 1.8 个百分点，制造业生产活动明显加快。结合高频看，3 月汽车半钢胎开工率、PTA 开工率均上行。**需求端**，3 月 PMI 新订单指数回升 3 个百分点至 51.6%，重返扩张区间，其中新出口订单指数回升 4.1 个百分点，指向供需均回升、外需回升更多。行业看，农副食品加工、有色金属冶炼及压延加工等行业供需两端处于高位；纺织服装服饰、化学纤维及橡胶塑料制品等行业供需两端则相对偏弱。

2) 新出口订单明显回升，预计 3 月出口保持韧性。出口端，3 月新出口订单指数回升 4.1 个百分点至 49.1%，指向外部需求明显回暖，但依旧处于收缩区间；高频看，3 月韩国前 20 日出口同比 50.4%（前值

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 戴琨

执业证书编号：S0680525120004

邮箱：daikun@gszq.com

相关研究

- 1、《政策半月观—伊朗局势持续紧张，怎么看、怎么办？》 2026-03-29
- 2、《1-2 月经济喜大于忧，成色几何？》 2026-03-16
- 3、《PMI 连续两月超季节性回落的背后》 2026-03-04
- 4、《1 月 PMI 超季节性回落的背后》 2026-01-31
- 5、《2026 “国补” 4 大看点—兼评 12 月 PMI 超季节性回升》 2025-12-31

23.5%)，预计 3 月出口保持韧性；进口端，3 月进口订单指数回升 4.2 个百分点至 49.8%，仍处收缩区间，侧面反映内需回暖但仍有压力。

3) 价格指数大升，伊朗局势影响开始在数据中显现，预计 3 月 PPI 有望由负转正。价格端，3 月原材料购进价格指数回升 9.1 个百分点、出厂价格回升 4.8 个百分点，指向制造业市场价格总体水平明显回升，其中石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等行业两个价格指数均高于 70%，石油、化工等原材料价格大涨，叠加物流运价的抬升，预计 3 月 PPI 有望由负转正。但需注意，本月原材料购进价格指数升幅（+9.1 个点）显著大于出厂价格指数（+4.8 个点），若此现象持续，将对企业利润空间构成压制。库存端，3 月 PMI 原材料库存回升 0.2 个百分点、产成品库存回升 0.9 个百分点。

4) 大、中、小企业景气均回升，就业压力仍大。3 月大中小型企业 PMI 分别环比回升 0.1、1.5、4.5 个百分点；3 月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别环比+0.6、-0.4、-3.4 个百分点，就业压力仍大。

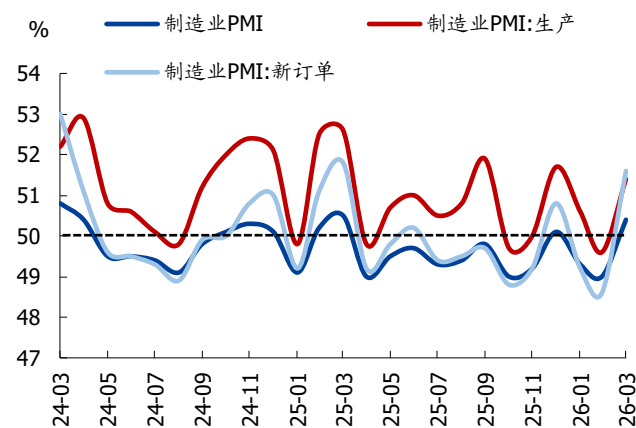
5) 服务业、建筑业回升，但均弱于季节性。服务业方面，3 月服务业 PMI 回升 0.5 个百分点至 50.2%，重回扩张区间，弱于季节性（2016-2025 年 3 月服务业 PMI 环比变动中位数为 0.9 个百分点）。行业看，铁路运输、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数较高，零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数较弱。建筑业方面，3 月建筑业 PMI 回升 1.1 个百分点至 49.3%，仍处于收缩区间，弱于季节性（2016-2025 年 3 月建筑业 PMI 环比变动中位数为 2.8 个百分点），主要与节后各地建筑项目逐步恢复施工等因素有关。

3、总体看，3 月制造业 PMI 超季节性回升、时隔两月重回线上，部分原因是春节季节性因素消退后，企业复工复产、市场需求释放，也与出口偏强、全国两会定调偏积极有关。3 月制造业 PMI 回升、强于季节性、重回扩张区间；结合高频数据看，3 月 30 城地产销售降幅收窄、出口边际走强，指向内外需求压力均缓解。3 月制造业生产经营活动预期指数录得 53.4%，连续 2 月回升，指向制造业企业预期依旧良好。目前看，伊朗局势的影响主要体现在价格端，尤其是原材料购进价格指数本月大升，指向 3 月 PPI 由负转正的概率进一步提高。但另外需要注意的一点是，本月原材料购进价格指数升幅显著大于出厂价格指数，若此现象持续，将对企业利润空间构成压制。

4、往后看，PMI 超预期指向一季度经济“开门红”，但随着伊朗局势影响的进一步传导，二季度才是考验的开始，紧盯伊朗局势进展。倾向于认为，结合 1-2 月经济数据和 3 月 PMI 数据，一季度经济“开门红”可期，预计一季度 GDP 增速有望至少 4.8%-5%（25 年 Q4 4.5%）。往后看，伊朗局势已超一月、未见快速停战的迹象，预示高油价还要持续时日，对经济、政策、市场的冲击无疑会更严重。二季度才是考验的开始，预计 4 月底政治局会议应会有新部署，典型如 2018-2021 年 4 月政治局会议、多因外部冲击明显加大了刺激力度。继续提示：面对“油价走高—通胀上行—美联储暂停降息甚至加息—滞胀可能性增大甚至衰退”的可能情形，当前资产价格应定价不足，需警惕后续深度调整的可能性，短期紧盯伊朗局势进展。

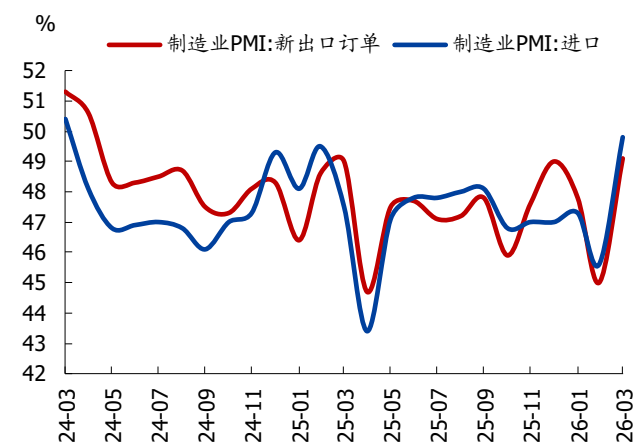
风险提示：政策力度超预期、外部环境超预期变化、统计口径调整。

图表1: 3月制造业 PMI 回升



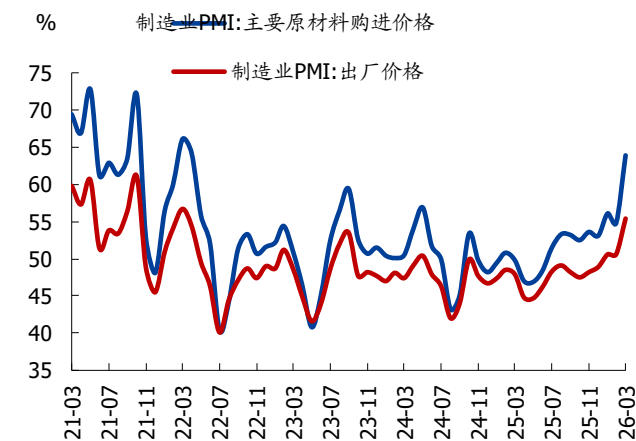
资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

图表2: 3月 PMI 新出口订单回升



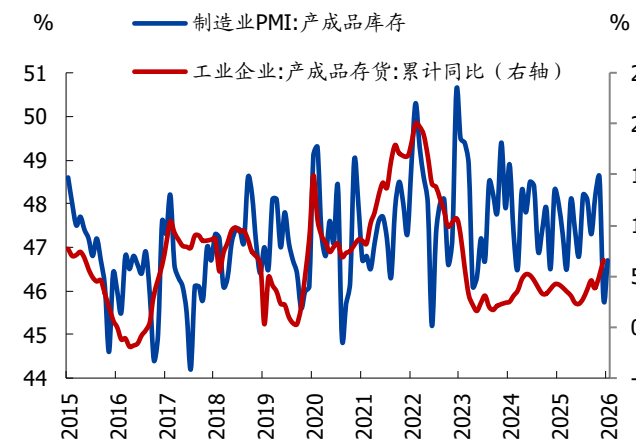
资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

图表3: 3月原材料购进价格指数、出厂价格指数回升



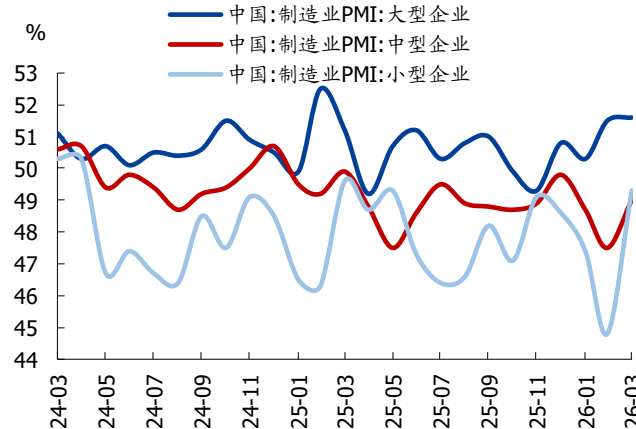
资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

图表4: 3月 PMI 产成品库存指数回升



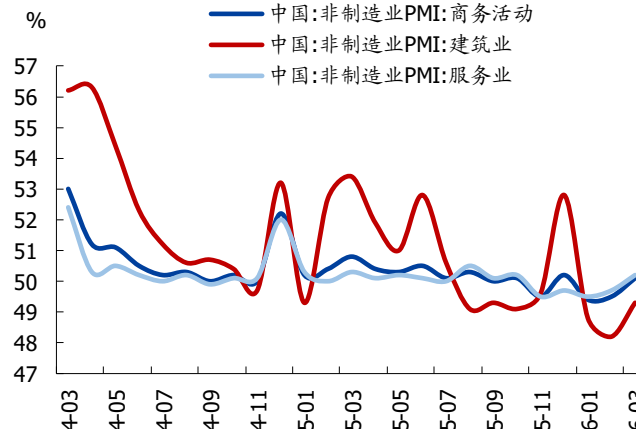
资料来源: 同花顺 iFinD, 国盛证券研究所

图表5: 3月大、中、小企业景气回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 3月服务业景气回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

政策力度超预期、外部环境超预期变化、统计误差和口径调整。

免责声明

国盛证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com