

相关研究

《11月经济：结构分化，政策积极——11月全国PMI数据解读》2023.12.01

2月经济：季节性回落，政策积极 ——2月全国PMI数据解读

投资要点：

- 2024年2月份，制造业PMI为49.1%，比上月下降0.1个百分点。建筑业商务活动指数为53.5%，比上月下降0.4个百分点；服务业商务活动指数为51.0%，比上月上升0.9个百分点。
- 与近年除夕所在月份相比，本月PMI不及近年同期水平，不过降幅略微弱于季节性。由于春节假期员工返乡增多，企业生产受到影响，本月产需指数一降一平，均处于荣枯线下。相应地，企业采购减少，库存下滑。
- 服务业景气度超季节性回升。与近年春节所在月份相比，本月服务业商务活动指数涨幅强于季节性。主因在于，春节假日等因素带动下，人员的流动较为活跃，假期消费恢复较好。从行业看，零售、铁路运输、道路运输、餐饮等与节日出行和消费密切相关的行业景气度较高。不过需要提醒的是，假期过后的日常消费的恢复需要持续跟踪，对于接下来服务业景气度能否持续扩大要保留一份谨慎。
- 建筑业景气度淡季回落。本月建筑业商务活动指数降幅弱于季节性，但是表现低于近年春节所在月份的水平。究其原因，一方面，房地产供需压力仍然存在。另一方面，年初以来，地方专项债发行偏慢。接下来，在化债背景下，广义财政的规模和节奏可能是影响基建活动的重要因素，基建的景气度有待进一步观察。
- 开年以来，政策环境较为积极。货币政策方面，2月5年期以上LPR下调25BP。产业政策方面，要推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。房地产方面，全力支持房地产在建项目融资和建设交付。接下来积极政策有望继续发力稳增长，重点关注积极政策的力度和规模。
- 风险提示：外需回落，政策不及预期。

分析师：梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师：侯欢

Tel:(021)23154658

Email:hh13288@haitong.com

证书:S0850522080004

目 录

1. 制造业 PMI: 季节性回落	4
2. 产需指数: 一降一平	5
3. 春节因素扰动: 采购减少, 库存下滑	6
4. 非制造业: 服务景气回升, 主因假期带动	7

图目录

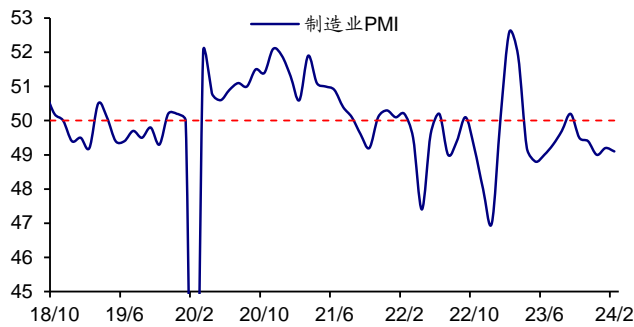
图 1	全国制造业 PMI (%)	4
图 2	近年各月制造业 PMI (%)，对齐春节)	4
图 3	制造业 PMI 及分项指标 (%)	4
图 4	制造业 PMI: 大、中、小型企业 (%)	5
图 5	制造业 PMI: 生产指数 (%)，对齐春节)	5
图 6	制造业 PMI: 新订单指数 (%)，对齐春节)	5
图 7	制造业 PMI: 新订单和新出口订单指数 (%)	6
图 8	欧美制造业 PMI 走势 (%)	6
图 9	越南、韩国出口同比增速 (%)	6
图 10	制造业 PMI: 购进价格、出厂价格指数 (%)	6
图 11	制造业 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比 (%)	6
图 12	制造业 PMI: 采购量、原材料库存和产成品库存 (%)	7
图 13	非制造业 PMI 与服务业 PMI (%)	7
图 14	非制造业 PMI: 服务业 (%)，对齐春节)	7
图 15	非制造业 PMI: 建筑业 (%)，对齐春节)	8
图 16	30 大中城市商品房日均成交面积: 周度 (万平方米)	8

1. 制造业 PMI：季节性回落

制造业 PMI 淡季回落。2024 年 2 月份，制造业 PMI 为 49.1%，比上月下降 0.1 个百分点，主要在于春节假日因素影响。2024 年除夕在阳历 2 月 9 日，2018 年、2019 年、2021 年的除夕分别在 2 月 15 日、2 月 4 日、2 月 11 日，这也意味着本月 PMI 与这些年份同期相对具有可比性。此外，为了缓解春节假期因素的扰动，我们也以春节对齐的方式，把本月的 PMI 与近年除夕所在月份比较。

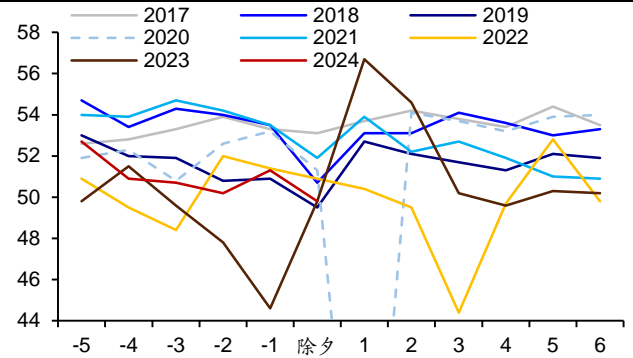
对比来看，本月 PMI 不及近年同期水平，不过降幅略微弱于季节性。

图1 全国制造业 PMI (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

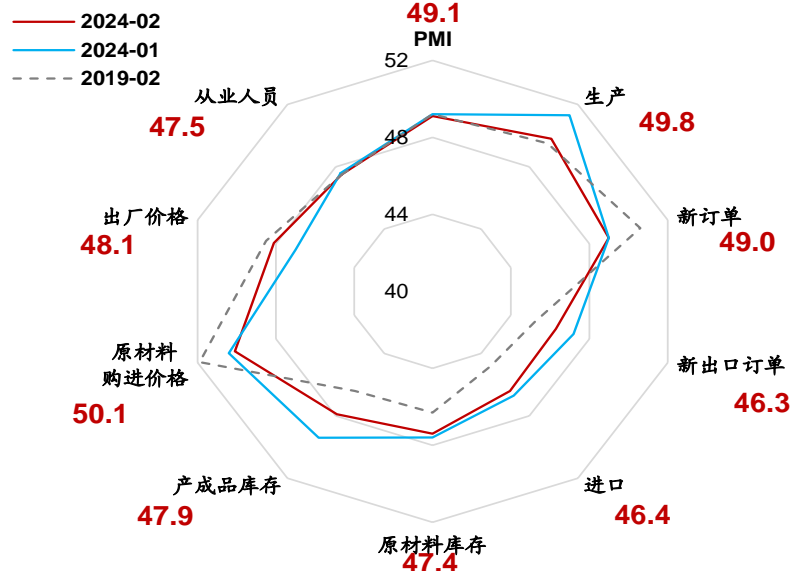
图2 近年各月制造业 PMI (%)，对齐春节



资料来源：Wind，海通证券研究所，横轴代表除夕前后的月份

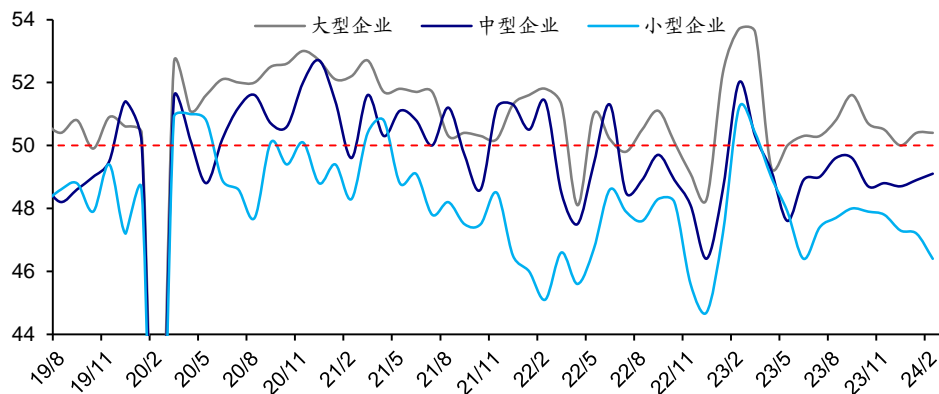
生产季节性回落，是本月 PMI 的主要拖累。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。其中，生产指数下拉本月 PMI 0.38 个百分点。

图3 制造业 PMI 及分项指标 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.4%，与上月持平。中型企业 PMI 为 49.1%，比上月上升 0.2 个百分点，其中生产指数回落 2.8 个百分点。小型企业 PMI 为 46.4%，比上月下降 0.8 个百分点，其中新订单指数回落 2.6 个百分点，受春节假日影响更为明显。

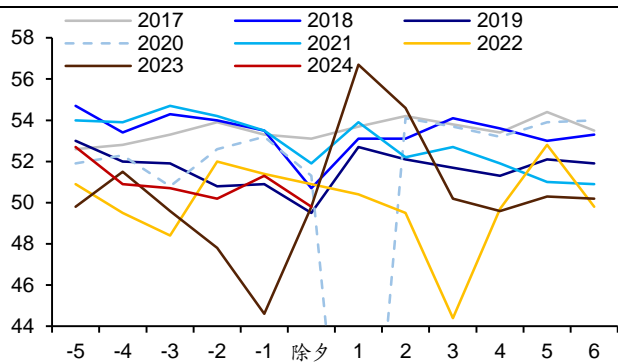
图4 制造业 PMI: 大、中、小型企业 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

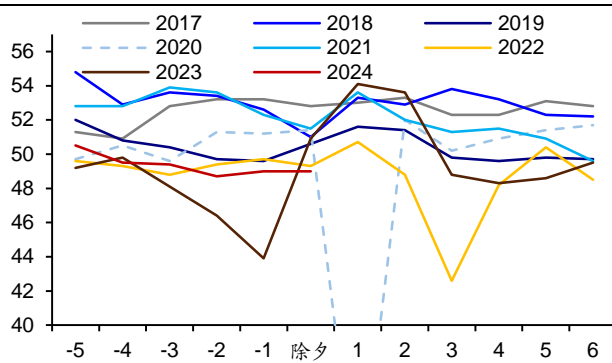
2. 产需指数: 一降一平

产需指数一降一平, 符合季节性。2024年2月份, 生产指数为49.8%, 比上月下降1.5个百分点。新订单指数为49.0%, 与上月持平。供需的变化主要与春节因素有关, 且幅度基本符合季节性。

从行业看, 根据统计局数据, 2月食品及酒饮料精制茶、医药、有色金属冶炼及压延加工、电气机械器材等行业的产需指数均连续两个月位于临界点以上; 化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均位于临界点以下。

图5 制造业 PMI: 生产指数 (% , 对齐春节)


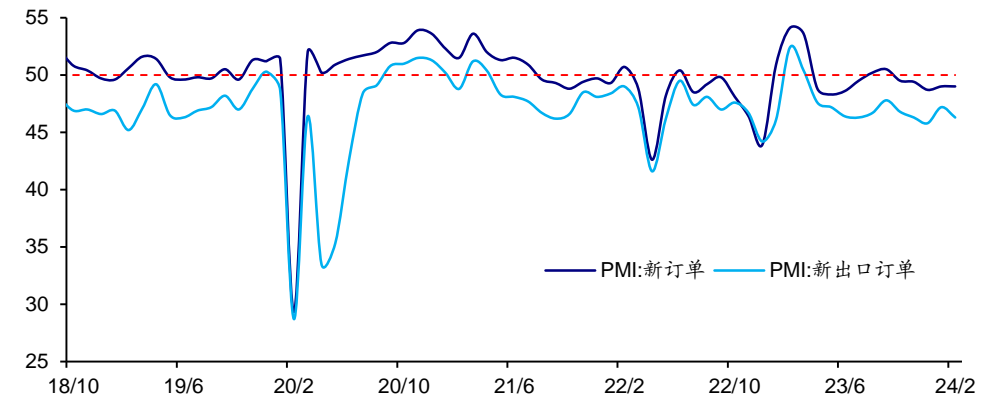
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴代表除夕前后的月份

图6 制造业 PMI: 新订单指数 (% , 对齐春节)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴代表除夕前后的月份

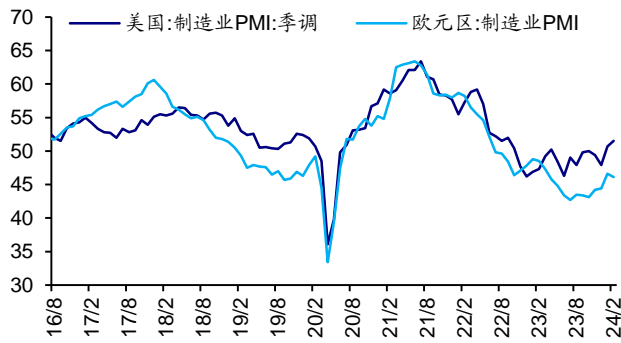
新出口订单指数短期回落, 或受春节扰动。2024年2月份, 新出口订单指数为46.3%, 比上月下降0.9个百分点。从疫情之前以及受疫情影响相对较小的年份看, 春节所在月份的新出口订单指数回落居多。2月美国和欧元区制造业 PMI 分别为51.5%和46.1%, 相比上个月, 前者上升0.8个百分点, 后者下降0.5个百分点。当前外需对我国出口的支撑仍然存在, 但是较紧的货币环境也使得我国出口短期面临不确定性。此外, 韩国、越南的出口经历前期改善后, 在近期有转弱迹象。

图7 制造业 PMI: 新订单和新出口订单指数 (%)



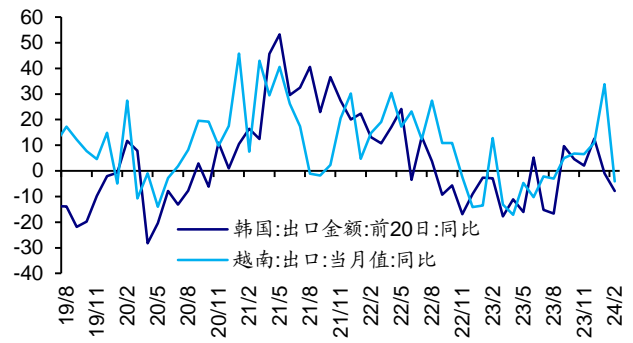
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 欧美制造业 PMI 走势 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 越南、韩国出口同比增速 (%)

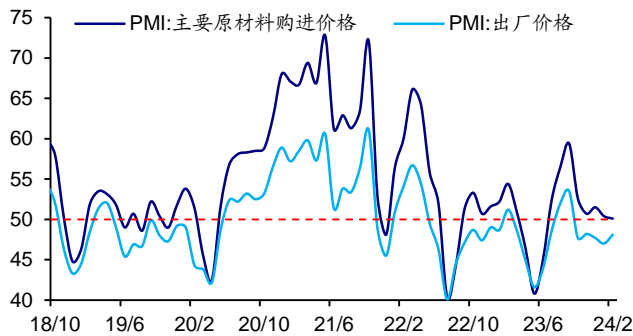


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3. 春节因素扰动: 采购减少, 库存下滑

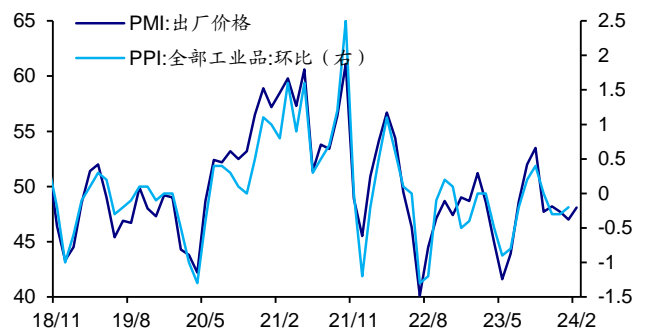
价格指数分化。2月主要原材料购进价格指数、出厂价格指数分别为 50.1%、48.1%，相比上个月，前者回落 0.3 个百分点，后者回升 1.1 个百分点。

图10 制造业 PMI: 购进价格、出厂价格指数 (%)



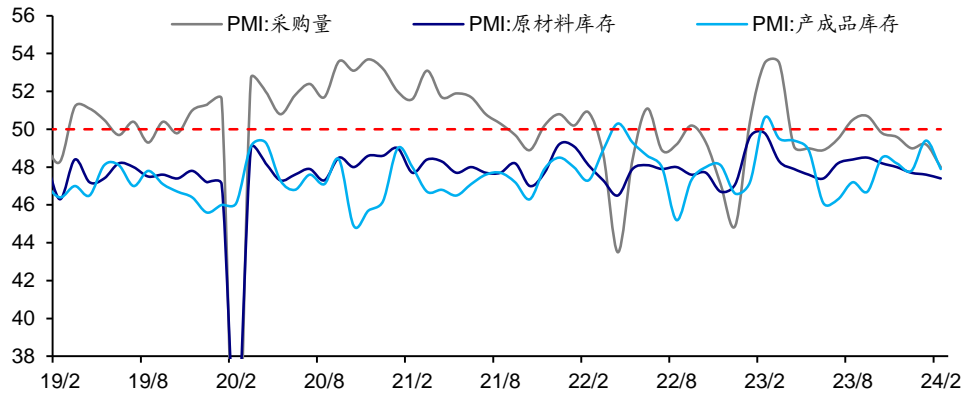
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 制造业 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

采购减少, 库存下滑。由于春节假期员工返乡增多, 企业生产受到影响, 2月采购量指数回落 1.2 个百分点至 48%。同时, 原材料库存指数、产成品库存指数分别为 47.4%、47.9%，比上月分别下降 0.2 个、1.5 个百分点。

图12 制造业 PMI: 采购量、原材料库存和产成品库存 (%)


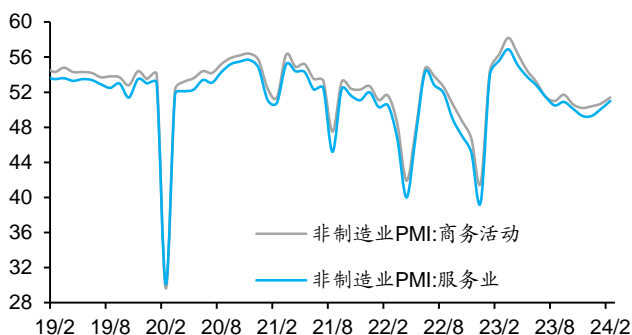
资料来源: Wind, 海通证券研究所

4. 非制造业: 服务景气回升, 主因假期带动

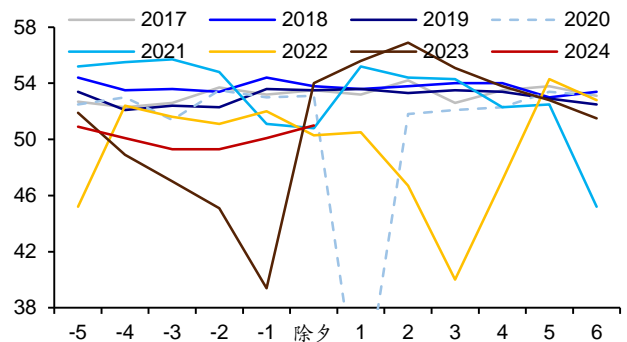
服务业景气度超季节性回升。2024年2月份, 服务业商务活动指数为51.0%, 比上月上升0.9个百分点。与近年春节所在月份相比, 本月服务业商务活动指数涨幅强于季节性。主因在于, 春节假日等因素带动下, 人员的流动较为活跃, 假期消费恢复较好。不过需要提醒的是, 假期过后的日常消费的恢复需要持续跟踪, 对于接下来服务业景气度能否持续扩大要保留一份谨慎。

根据交通部信息, 从今年春运前33天的情况看, 跨区域人员流动量达到了72.04亿人次, 比2023年同期增长了10.6%, 比2019年同期增长了9.1%。经文化和旅游部数据中心测算, 春节假期8天全国国内旅游出游4.74亿人次, 同比增长34.3%, 按可比口径较2019年同期增长19.0%; 国内游客出游总花费6326.87亿元, 同比增长47.3%, 按可比口径较2019年同期增长7.7%。

从行业看, 与节日出行和消费密切相关的行业景气度较高。根据统计局数据, 零售、铁路运输、道路运输、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数位于53.0%以上; 航空运输、货币金融服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间, 业务总量增长较快。同时, 房地产、居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点, 景气水平较低。

图13 非制造业 PMI 与服务业 PMI (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

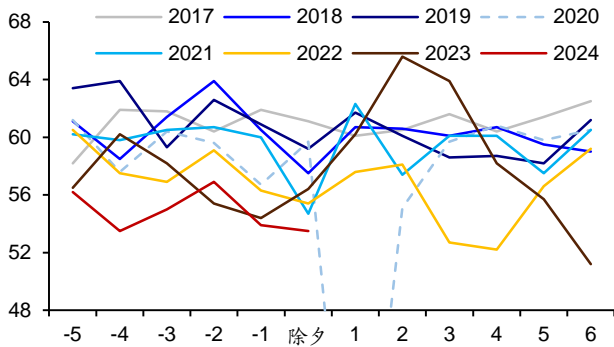
图14 非制造业 PMI: 服务业 (%) (对齐春节)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴代表除夕前后的月份

建筑业景气度淡季回落。2024年2月份, 建筑业商务活动指数为53.5%, 比上月下降0.4个百分点, 主要受春节假期及低温雨雪天气等因素影响。本月建筑业商务活动指数降幅弱于季节性, 但是表现低于近年春节所在月份的水平。究其原因, 一方面, 房地产供需压力仍然存在。另一方面, 今年2月份, 财政部表示, 已经向各地提前下达了部分2024年的新增地方政府债务限额, 支持重大项目建设。但是年初以来, 地方专项

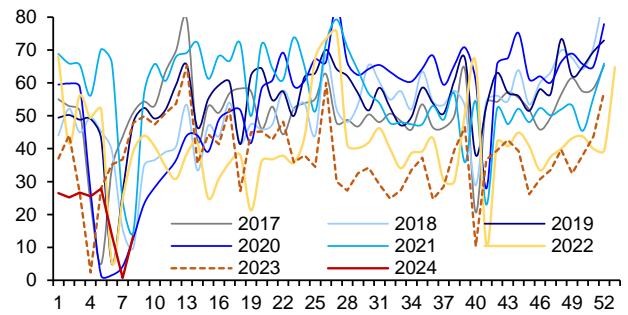
债发行偏慢。接下来，在化债背景下，广义财政的规模和节奏可能是影响基建活动的重要因素，基建的景气度有待进一步观察。

图15 非制造业 PMI: 建筑业 (%，对齐春节)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴代表除夕前后的月份

图16 30大中城市商品房日均成交面积: 周度 (万平方米)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 横轴代表周度

今年开年以来,政策环境较为积极。货币政策方面,2月5年期以上LPR下调25BP。产业政策方面,2月中央财经委员会第四次会议强调推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。房地产方面,2月住房和城乡建设部、金融监管总局联合召开城市房地产融资协调机制工作视频调度会议,全力支持房地产在建项目融资和建设交付。

总结来看,与近年除夕所在月份相比,本月PMI不及近年同期水平,不过降幅略弱于季节性。受春节因素影响,产需指数一降一平,均处于荣枯线下,变化符合季节性。相应地,企业采购减少,库存下滑。在非制造业,春节人员的流动较为活跃,假期消费恢复较好,使得服务业景气度超季节性回升,与节日出行和消费密切相关的行业景气度较高。但是假期过后的日常消费的恢复需要持续跟踪。建筑业景气度淡季回落,除了春季的影响,还与房地产供需压力、地方专项债发行偏慢相关。接下来积极政策有望继续发力稳增长,重点关注积极政策的力度和规模。

风险提示: 外需回落,政策不及预期。

信息披露

分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
侯欢 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。