

## 有三处改善，也有两项矛盾

### ——2月制造业 PMI 分析

#### 核心要点:

**事件:** 2月中采制造业 PMI 为 49.1% (前值 49.2%)，延续 2023Q4 以来的收缩状态；但 2月财新中国制造业 PMI 加速至 50.9% (前值 50.8%)，连续 4 个月运行在临界值以上。2月服务业 PMI 升至 51.4% (前值 50.7%)，建筑业 PMI 回落至 53.5% (前值 53.9%)。

- **中采与财新制造业 PMI 矛盾:** 中采样本更偏向国内企业、规模更大；财新样本更偏向沿海、规模更小。目前房地产市场持续调整；但出口增速已于 2023Q4 转正，同时春节消费有所恢复。
- **出口新订单指数继续收缩，但美国制造业 PMI 已连续两个月扩张，中国出口增速已经于 2023Q4 实现转正，这一矛盾可能是转口或滞后所致，需要进一步观察。** 2月美国 Markit 制造业 PMI 升至 51.5%，连续 2 个月维持扩张。欧元区制造业仍在收缩区间。中国制造业 PMI 的新出口订单指数降至 46.3% (前值 47.2%)，进口指数 46.4% (前值 46.7%)。虽然中国制造业的出口新订单指数仍在继续收缩，但 2023Q4 美国利率见顶回落之后，美国销售增速已实现转正，美国库存增速也开始筑底；同期美国制造业 PMI 逐渐走出收缩区间，中国出口已经实现转正。制造业 PMI 出口新订单持续收缩与中国出口增速已实现转正之间的矛盾，可能是美国需求回升向中国出口订单传导过程中存在间接转口或滞后效应所致，可进一步关注。
- **供需缺口短暂缓解:** 此前制造业 PMI 呈现生产指数持续扩张、新订单指数持续收缩的状态，这是 PPI 连续 5 个季度负增长的成因。2月生产指数降至 49.8% (前值 51.3%)，首次转入收缩区间，可能与春节假期有关。而新订单指数维持 49.0% (前值 49.0%)。所以“有效需求不足、局部产能过剩”问题出现短暂缓解，这有助于促进价格指数回升。可以看到，2月制造业 PMI 出厂价指数也回升至 48.1% (前值 47.0%)，收窄降幅。
- **购进价涨幅回落，出厂价收窄降幅:** 2月出厂价指数回升至 48.1% (前值 47.0%)，收窄降幅，原材料购进价指数回落至 50.1% (前值 50.4%)，保持扩张。此前购进价扩张出厂价收缩的情况有所缓解，有利于企业盈利的修复。
- **库存周期尚未启动，但政策持续加力、出口实现转正，有助于实现 PPI 转正。** 2月制造业 PMI 采购量指数、原材料库存和产成品库存指数都在收缩。在 PPI 转正之前，企业盈利预期修复有限，加库存周期不会全面启动。目前 PPI 已经连续 5 个季度负值，但逆周期调节政策逐渐加力 (特别是 2月 5 年期 LPR 调降 25BP)，出口增速已经在 2023Q4 实现转正，预计 PPI 将在 2024Q3 实现转正。

#### 分析师

高明

☎: 18510969619

✉: gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

图: 2023Q4 美国销售增速转正库存周期开始筑底

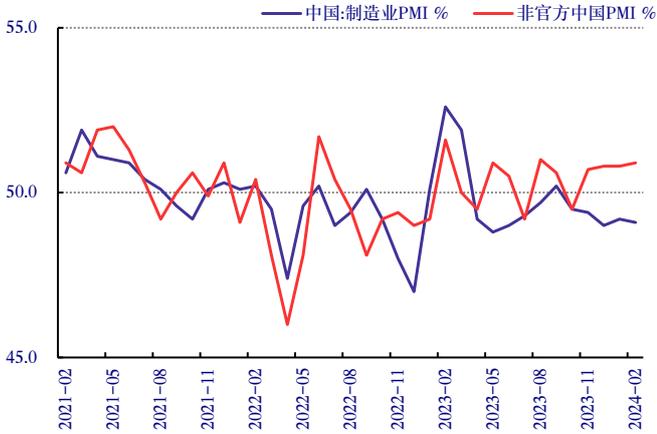


来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 风险提示:

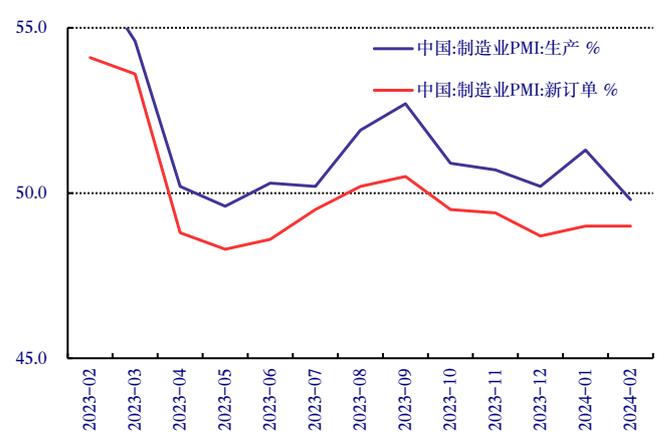
1. 政策时滞的风险
2. PPI 持续为负的风险

图 1. 中采制造业 PMI 连续收缩，财新制造业 PMI 连续扩张



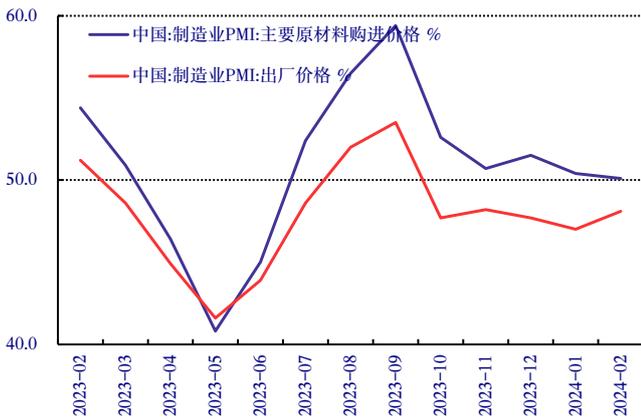
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2. 2 月生产指数降至临界值以下，新订单指数仍然低于临界值



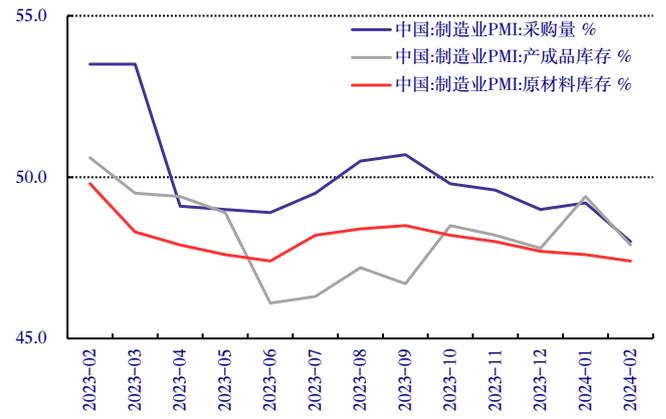
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3. 2 月购进价指数扩张放缓，出厂价格指数收窄降幅



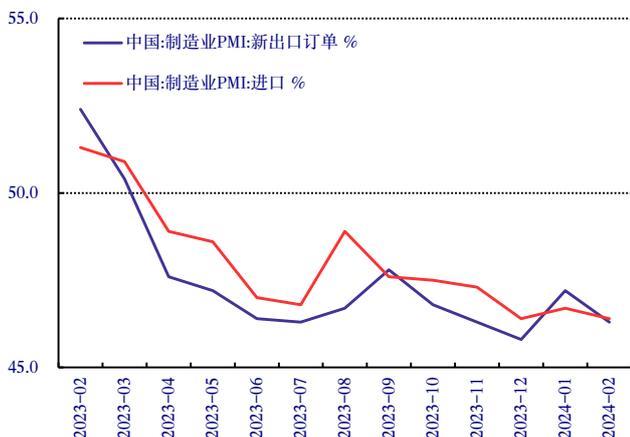
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 4. 2 月制造业采购量和产成品库存都继续收缩



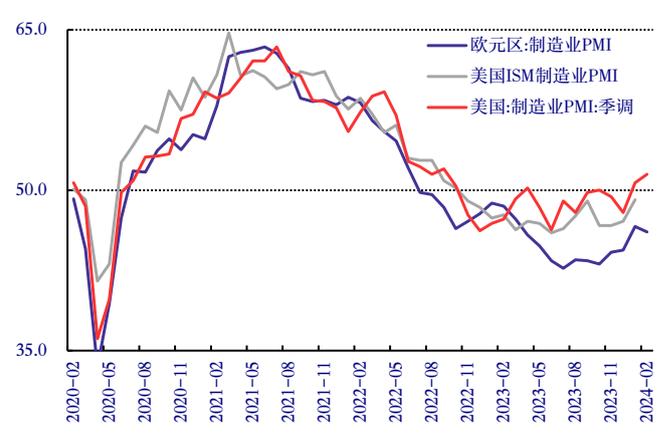
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5. 2 月出口新订单指数和进口指数仍然运行在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6. 2 月美国制造业 PMI 升至 51.5% ( % )



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：宏观经济分析师，宏观经济研究组组长。中国人民大学国民经济学博士，招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2022年11月加入中国银河证券。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn