

2024年03月01日

春节扰动放大经营主体差异

事件点评

2月PMI数据点评

- ◆ 事件：统计局公布2月制造业PMI，环比下降0.1至49.1；非制造业PMI继续提升0.7至51.4，连续3个月提升；综合PMI回升维持50.9。由于春节假期影响，2月制造业供给需收缩，但经营预期回升；节日出行和消费推高服务业PMI；整体而言，经济景气水平基本稳定。
- ◆ 一、制造业：春节假期企业员工返乡增多，生产端季节性收缩，企业被动去库；外需回调，内需反弹
- ◆ 1) 生产与投资端，生产由扩张转为收缩，产成品被动去库。2月生产指数回调0.5至49.8，去年6月以后重返荣枯线以下；投资扩张季节性收缩，采购量回落1.2至48.0、原材料库存继续下降0.2至47.4；需求稳定背景下企业被动去库，产成品库存回落1.5至47.9。
- ◆ 分行业看，食品及酒饮料精制茶、造纸印刷及文教体美娱用品、医药等行业生产指数高于53.0，相关行业生产增长较快；化工、非金属矿物制品等行业生产指数低于临界点，生产活动放缓。
- ◆ 2) 需求端新订单维持49.0，连续5个月处于收缩区间；外需回调，内需反弹；高耗能行业需求收缩幅度最大。2月，外需回落0.9至46.3，连续11个月处于收缩区间；内需“新订单-新出口订单”反弹。
- ◆ 从行业看，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的产、需指数均位于临界点以下。
- ◆ 3) 价格与利润方面，企业对下游议价能力环比改善，但仍处于荣枯线以下，且弱于原材料购进价格，企业利润继续承压。2月原材料购进价格继续回调0.3至50.1，仍高于荣枯线；出厂价格显著回升1.1至48.1，为近三个月最高。
- ◆ 4) 大型企业生产扩张幅度缩小，但产需持续处于扩张区间；中型企业生产端重回荣枯线以下，但需求收缩幅度显著改善，由47提升至49.4；小型企业受春节假日影响更为明显，各指标普遍在明显收缩区间内下滑，尤其是新出口订单大幅下滑7.1至37.5。2月大、中、小型制造业企业PMI分别变动0.0、0.2、-0.8至50.4、49.1、46.4。
- ◆ 5) 高技术制造业保持扩张，装备制造业回落至荣枯线以下。2月高技术制造业、装备制造业、消费品行业、基础原材料行业分别变动-0.3、-0.6、-0.1、0.3至50.8、49.5、50.0、47.9。
- ◆ 6) 供需偏弱影响，制造业企业用工景气度仍在恶化。2月从业人员指数进一步小幅下降0.1至47.5，为2023年以来最低点。
- ◆ 7) 企业预期稳定。生产经营活动预期指数为54.2，比上月上升0.2，表明企业对春节后市场发展信心有所增强。从行业看，木材加工及家具、汽车、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业经营活动预期指数均位于58.0以上较高景气区间。
- ◆ 二、非制造业：服务业扩张加快带动非制造业景气提高
- ◆ 1) 受春节假期及低温雨雪天气等因素影响，建筑业PMI回落0.4至53.5，其中业务活动预期显著下降（回调6.2至55.7）、销售价格回到荣枯线以下（回调1.5至48.9）、以及就业指标回到荣枯线以下（下降2.5至47.6）。需求侧，建筑业新订单回升0.6至47.3，但仍处于荣枯线以下。
- ◆ 2) 受节假日出行消费提振，服务业PMI提高0.9至51.0，为2023年8月以来最高。从行业看，与节日出行和消费密切相关的行业生产经营较为活跃，其中零售、铁路运输、道路运输、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业PMI位于53以上；

分析师 罗云峰
 SAC 执业证书编号：S0910523010001
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师 杨斐然
 SAC 执业证书编号：S0910523050002
 yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

- 拓普转债投资价值分析 2024.2.29
- 资产配置周报(2024-2-25)-下调十债收益率中枢预估 2024.2.25
- ESG 市场跟踪双周报(2024.1.29-2024.2.18)-三大交易所就可持续发展信息披露指引公开征求意见 2024.2.18
- 资产配置周报(2024-2-17)-静待扰动结束 2024.2.17
- 地方债发行计划半月报-2024年一季度地方债发行计划已披露 19135 亿元 2024.2.17



航空运输、货币金融服务、文化体育娱乐等行业 PMI 位于 60 以上高位景气区间。较弱的方面，房地产、居民服务等行业 PMI 则继续低于临界点。从市场预期看，服务业业务活动预期回落 1.2 至 58.1，持续位于较高景气区间，多数服务业企业对近期市场发展继续看好。

◆ **三、财新制造业 PMI 与中采 PMI 继续背离，但有部分一致性，中采 PMI 或更具广泛代表性；两者差异侧面反映不同规模企业经营情况的差异拉大。**

◆ **1) 2 月，国家统计局制造业 PMI 与财新中国制造业 PMI 连续第四个月出现背离。**

◆ 过去四个月，财新中国制造业 PMI 分别录得 50.7、50.8、50.8、50.9，经济景气度持续向好；国家统计局制造业 PMI 分别录得 49.4、49.0、49.2、49.1，持续低于荣枯线不过幅度有限。

◆ **2) 财新 PMI 显示生产、新订单、经营预期继续扩张，但供需改善尚未传递到就业、价格端。**

◆ **财新制造业 PMI 较上月微升 0.1 至 50.9，2021 年下半年以来首次连续四个月位于扩张区间，表明制造业景气度持续提升。**其中，产出与需求均继续扩张。当月制造业生产指数、新订单指数、新出口订单指数均在扩张区间上升，其中生产指数和新出口订单指数分别录得 9 个月和 12 个月以来最高；原材料库存指数连续两个月高于荣枯线，并录得 2020 年 12 月以来最高。

◆ **财新 PMI 显示，制造业企业家乐观情绪继续提升，2 月生产经营预期指数续创 2023 年 5 月以来新高，企业家预期未来一年全球经济回暖，内外部需求增加。**

◆ **财新 PMI 显示，供需改善尚未传递到就业、价格端，价格水平仍较疲弱，企业利润持续承压。**企业对增加用工保持审慎，就业指数连续第六个月位于荣枯线以下，且较上月略有下降。据调查，部分企业因公司重组和成本控制而减少用工。分子行业看，消费品生产企业人员的增加无法抵消投资品和中间品生产企业员工的减少。制造业出厂价格指数连续第二个月位于收缩区间，购进价格指数仅略高于荣枯线，两者均为 2023 年 8 月以来最低。

◆ **3) 历史数据显示财新 PMI 实际上与大企业景气度、国企的工业增加值相关性更高，且与制造业工业增加值、私企工业增加值相关性极低。**

◆ 2012 年以来，财新制造业 PMI 与中采制造业大、中、小企业 PMI 的相关系数分别为 0.66、0.59、0.50。财新制造业 PMI 与制造业工增同比、国企工增同比、私企工增同比的相关系数分别为 0.20、0.68、0.34，相比之下，中采制造业 PMI 与以上三者相关系数分别为 0.53、0.68、0.58。

◆ **4) 两种 PMI 的差异主要源自样本不同，由于调查样本量不同（统计局 3200 家，财新 650 家）或导致财新 PMI 更具波动性，而中采 PMI 或更具广泛代表性。**

◆ 两种 PMI 合并来看，共性的方面在于需求弱于生产、经营预期回升、就业承压、以及价格疲软，两者的差异之处或侧面印证了大、小企业之间以及国企、私企之间经营情况差异拉大，尤其是春节假期导致的数据波动放大了这一差异。

◆ **四、投资建议**

◆ **整体观察中国国家资产负债表，2 月实体部门负债增速或趋于收敛，金融市场的强劲表现，可能更多来自于实体经济走弱释放出更多的剩余流动性，这里面有去年 2 月基数效应的影响，预计 3 月金融市场的剩余流动性很难边际上进一步增加。**具体而言，预计一年期国债收益率中枢在 1.9%，2023 年 6、8 月两次降息期间形成的低点（1.73%）可以视为底部位置，2 月 20 日 LPR 非对称降息后，下调期限利差中枢预估至 60 个基点，对应十债收益率中枢在 2.5%，区间预估在 2.3-2.7%，三十年国债和十年国债的利差进一步压缩空间或已有限，下调年内三十年和十年国债利差压缩至 10 个基点左右（目前已经基本到位）。市场似乎来到了一个比较尴尬的位置，各期限债券收益率全面接近了我们预测的区间下沿位置，进一步向下突破的空间不大，而在缩表周期下，股债性价比偏向权益的幅度有限，风格上的确定性更高一些，即在连续三周成长跑赢价值后，价值重回相对占优的概率更高，新增判

断是红利指数和上证 50 指数目前或处于相对均衡的位置。

◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期	
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.78	0.84	(0.08)	0.97	0.86	0.40	0.47	0.79	0.89	0.57	0.59	
环比 (PMI原值)	2024年2月	49.10	49.80	49.00	46.30	43.50	47.90	48.00	46.40	48.10	50.10	47.40	47.50	48.80	54.20	
	2024年1月	49.20	51.30	49.00	47.20	44.30	49.40	49.20	46.70	47.00	50.40	47.60	47.60	50.80	54.00	
	2023年12月	49.00	50.20	48.70	45.80	44.50	47.80	49.00	46.40	47.70	51.50	47.70	47.90	50.30	55.90	
	2023年11月	49.40	50.70	49.40	46.30	44.40	48.20	49.60	47.30	48.20	50.70	48.00	48.10	50.30	55.80	
	2023年10月	49.50	50.90	49.50	46.80	44.20	48.50	49.80	47.50	47.70	52.60	48.20	48.00	50.20	55.60	
	2月较1月	↓	↓	→	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↑
	历史2月均值	49.98	51.04	50.87	48.04	45.56	47.00	50.34	47.79	51.17	56.35	46.89	47.55	48.33	56.78	
2月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓		
非制造业		PMI	新订单	新出口订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供货商配送时间					
与PMI相关系数		1	0.96	0.71	0.86	0.52	0.84	0.84	0.71	0.68	0.82					
环比 (PMI原值)	2024年2月	51.40	46.80	47.30	57.70	50.60	48.50	47.00	42.70	46.40	50.30					
	2024年1月	50.70	47.60	45.20	59.70	49.60	48.90	47.00	43.70	47.20	52.00					
	2023年12月	50.40	47.50	50.90	60.30	49.60	49.30	47.10	43.90	46.00	51.00					
	2023年11月	50.20	47.20	46.80	59.80	49.80	48.30	46.90	43.00	46.70	51.80					
	2023年10月	50.60	46.70	49.10	58.10	49.70	48.60	46.50	43.10	46.20	52.00					
	2月较1月	↑	↓	↑	↓	↑	↓	→	↓	↓	↓					
	历年2月均值	53.41	49.85	48.38	61.15	55.24	50.12	50.11	43.67	46.75	49.02					
2月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓						
建筑业		PMI	新订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	服务业								
与PMI相关系数		1	0.89	0.33	0.38	0.24	0.14	与PMI相关系数								
环比 (PMI原值)	2024年2月	53.5	47.3	55.7	52	48.9	47.6	2024年2月								
	2024年1月	53.9	46.7	61.9	52	50.4	50.1	2024年1月								
	2023年12月	56.9	50.6	65.7	51.4	51.7	51.7	2023年12月								
	2023年11月	55	48.6	62.6	53.1	51.3	48.2	2023年11月								
	2023年10月	53.5	49.2	61.4	49.9	50	46.4	2023年10月								
	2月较1月	↓	↑	↓	→	↓	↓	2月较1月								
	历年2月均值	49.74	46.93	49.96	66.52	54.97	51.11	历年2月均值								
2月较历史均值	↑	↑	↑	↓	↓	↓	2月较历史均值									

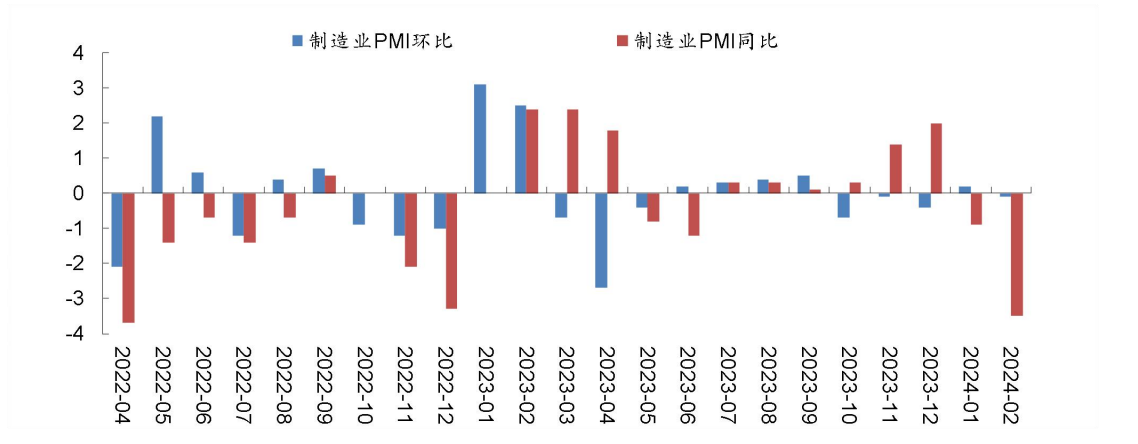
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

PMI	制造业	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	生产经营活动预期	在手订单	产成品库存	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	从业人员	供货商配送时间	
大型企业	2024年02月	50.4	51.2	51.3	47.1	49.1	49.4	54.8	47.7	51.8	52.6	49.2	48.8	47.8	48.9
	2024年01月	50.4	52.3	51.5	48.5	47.7	49.5	55.4	46	50.9	51.4	50.3	46.9	47.7	51.1
	2023年12月	50	51.5	50.2	47	45.3	49	57.9	46.3	49.1	50.9	52.7	49	48.1	49.8
	2023年11月	50.5	52.1	51.1	47.9	48.1	48.5	57	45.6	49.5	51.9	50.3	49.2	49.3	50.3
	2023年10月	50.7	53.1	50.8	47.8	47.9	49.6	56.7	45.1	49.6	51.6	53.7	47.6	48.8	49.9
中型企业	2024年02月	49.1	49.6	49.4	45.4	44.3	47.4	53.2	42.3	46.6	47	50.9	47.8	47.2	48.6
	2024年01月	48.9	52.4	47	43.1	47.3	48.7	56.7	45	50.7	49.8	51.1	47.7	47.1	50.4
	2023年12月	48.7	50.1	48.1	44.3	46.3	48	56.2	44.1	48.4	48.6	50.9	46	47.7	50.8
	2023年11月	48.8	50.5	48.8	46.2	45	46.9	56.3	43.6	47.8	47.4	50.6	47.3	46.7	50.1
小型企业	2024年02月	46.4	47.2	43.8	44.6	37.5	43.3	54.3	36.5	41.5	39.9	51.1	47.1	47.2	48.7
	2024年01月	47.2	47.8	46.4	44.3	44.6	42.2	47.5	39.8	44.8	44	49.7	45.9	48.2	50.6
	2023年12月	47.3	47.7	46.5	47.8	46.9	44.7	51.4	41.5	44.4	45.6	49.8	47.2	47.7	50.6
	2023年11月	47.8	48.2	46.7	46.4	40.9	48.3	52.7	42.9	46	47.9	51.8	47	47.5	50.6
	2023年10月	47.9	48.8	47.8	47.2	47.8	45.1	53.7	42.2	46.8	47.3	52.1	46.5	47	50.7

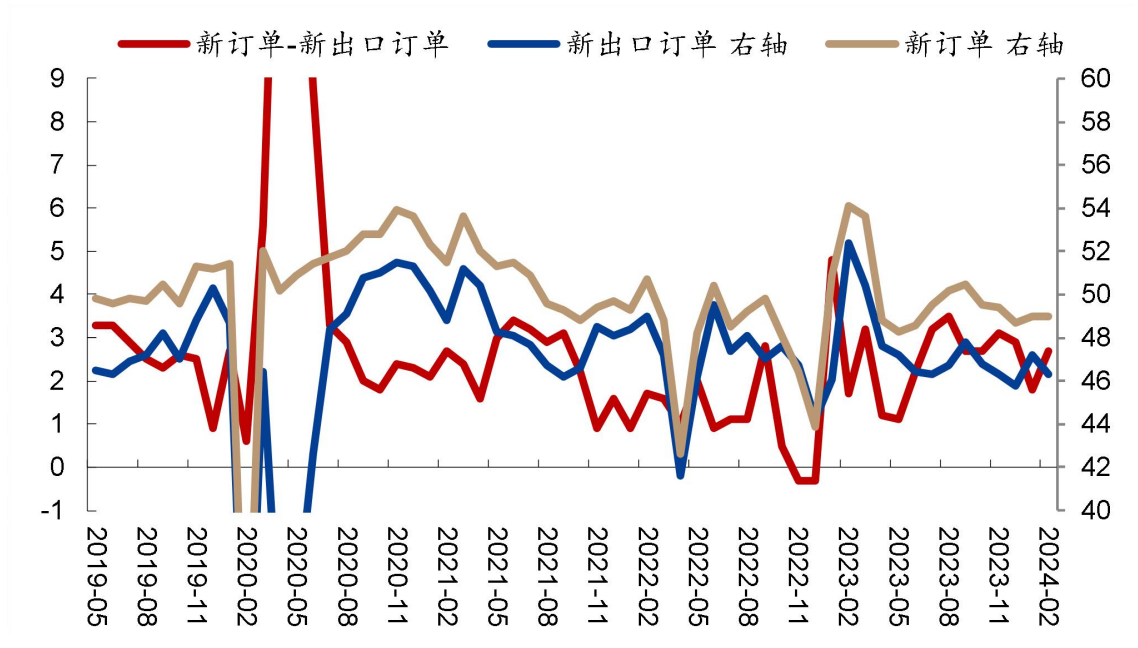
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图3：2月制造业PMI同比、环比均回落



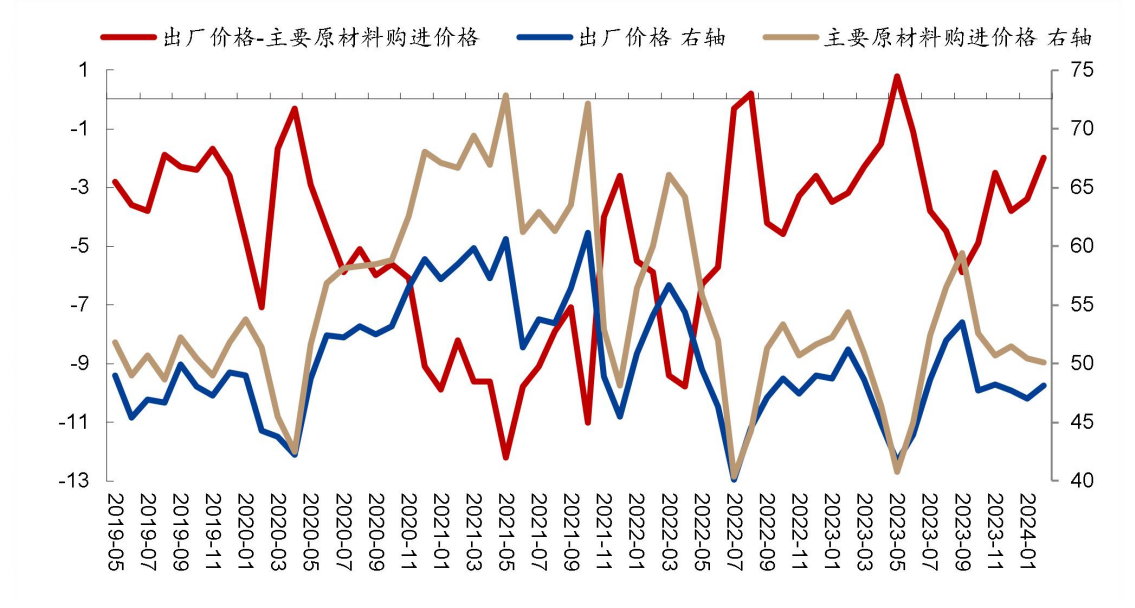
资料来源：Wind，华金证券研究所

图4：2月制造业外需走弱，内需回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 企业议价能力环比改善



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn