

# 产需偏弱去库加速，亟需刺激有效内需

## 事件点评

### PMI 点评（2024.2）

#### 投资要点

- ◆ **2月 PMI 受去库存再度加速导致生产放慢的影响而小幅下行，需求侧持续偏冷的情**况未有明显改善。2月制造业 PMI 低位再度小幅下行 0.1 至 49.1，处于近一年来次低水平，产需同步偏弱的背景下未能改善低位波动的态势，主要呈现以下特征：1）去库存再度加速严重拖累企业生产，2月 PMI 生产指数大幅下行 1.5 至 49.8，成为 2023 年 1 月以来次低水平，是当月下行的主要拖累因素。2）2月新订单指数持平于 49 的低位水平，虽未见明显的改善趋势，但在房地产市场持续调整的背景下呈现低位企稳的态势，显示中等收入群体的预期或不再随房地产市场而持续大幅降温，各方面迹象初步呈现筑底的特征；出口方面因春节假期的影响较为显著，新出口订单指数大幅下行 0.9 至 46.3 的较低水平。3）去库存速度的短暂放缓趋势未能得到延续，2月去库存再度加速，PMI 产成品库存指数大幅下行 1.5 至 47.9，去库存对 PMI 的拖累仍在持续。
- ◆ **服务业 PMI 回升至 51，连续第二个月有所改善；建筑业 PMI 受极端天气和地方债务**风险去化的共同影响而再度小幅回落。2月服务业 PMI 连续第二个月有所改善，上行 0.9 至 51，正如我们在此前报告《春节期间海内外宏观经济金融市场综述》中所提及，中等收入人群在消费意愿方面未进一步受到财富效应预期较弱的拖累，尤其是服务消费的意愿在筑底期正呈现逐步小幅改善的态势，这也与春节假期期间的各项服务消费数据结构相匹配。建筑业 PMI 再度小幅下滑 0.4 至 53.5，2月全国各地不同程度的极端天气对建筑施工造成较大影响，此外，地方债务风险持续去化构成另一重要因素。据统计局官方披露，建筑业业务活动预期指数为 55.7，建筑业企业对未来行业发展整体较为乐观，随着 2023 年中增发的万亿国债的逐步落地，预期有望进一步改善。
- ◆ **单从 PMI 产成品库存指数来看去库存速度在去年底短暂放缓后再度有所加速，去**库存和内需偏弱正同时对 PMI 产生拖累。2月工业企业经营数据尚未公布，但 PMI 产成品库存指数的大幅下行一定程度上反映去库存的阶段性再度加速。本轮去库存至今已延续长达 16 个月，阶段性加速或源于短期扰动，我们仍然预计本轮去库存有望在 2024 年上半年见底，对 PMI 的压制也将逐步减轻，未来工业企业的生产信心加强仍将系于工业品需求能否在政策引导下实现改善。
- ◆ **去库再度有所加速进一步反映了工业企业信心受需求偏弱的拖累程度较深。当前**发展新质生产力亟需优先刺激有效国内需求，两会在即，预计推升大宗可选商品消费将对工业企业信心改善起到关键性作用。在外需持续降温、外部竞争压力日渐加大的经济环境下，我们预计 2024 年财政货币等宏观经济政策将倾向以更加积极主动的方式引导内需改善，中央财经委会议已经强调“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”，或可视为今年政策将大力推动大宗可选商品消费的序幕，在此基础上，工业品需求和工业企业信心都将得到改善。考虑到当前中等收入群体的预期初步呈现稳定迹象，财富效应收缩的影响小幅消退，通过财政扩张在收入端形成更强有力的支撑，同时货币政策积极主动配合形成宽松保障，或许能够有效拉动中等收入群体的消费。维持 2024 年仍需降准 50BP 的预测不变，同时对财政进行更大力度的个税减税保持期待。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

分析师

秦泰

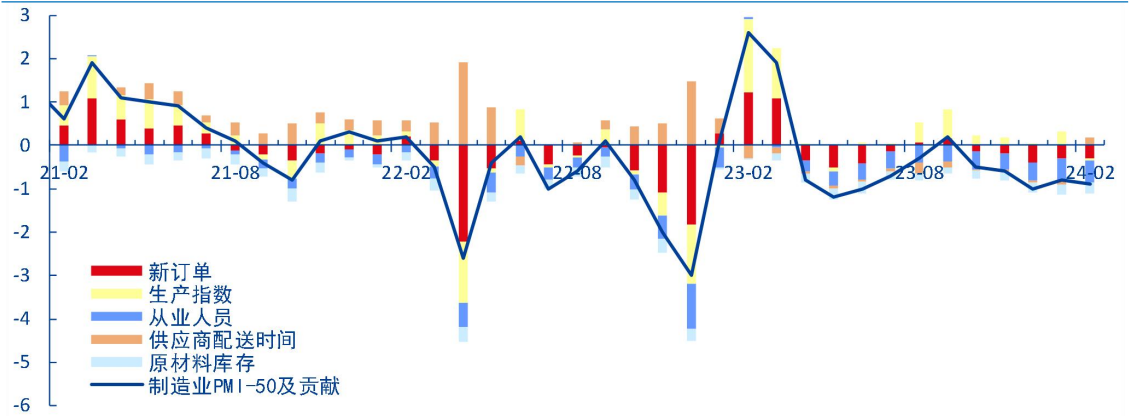
 SAC 执业证书编号：S0910523080002  
 qintai@huajinsec.com

#### 相关报告

- 房价延续普跌，银行“保卫”息差——华金宏观·双循环周报（第 45 期） 2024.2.23
- 5Y LPR 降息：稳地产促化债，传导债市利率 2024.2.20
- 春节期间海内外宏观经济金融市场综述 2024.2.18
- 信用“开门红”再现，为何仍强调“盘活存量”？——金融数据、《货币政策执行报告》速评 2024.2.9
- 春节错位消费平稳，内需主动力仍需夯实——CPI、PPI 点评（2024.1） 2024.2.8

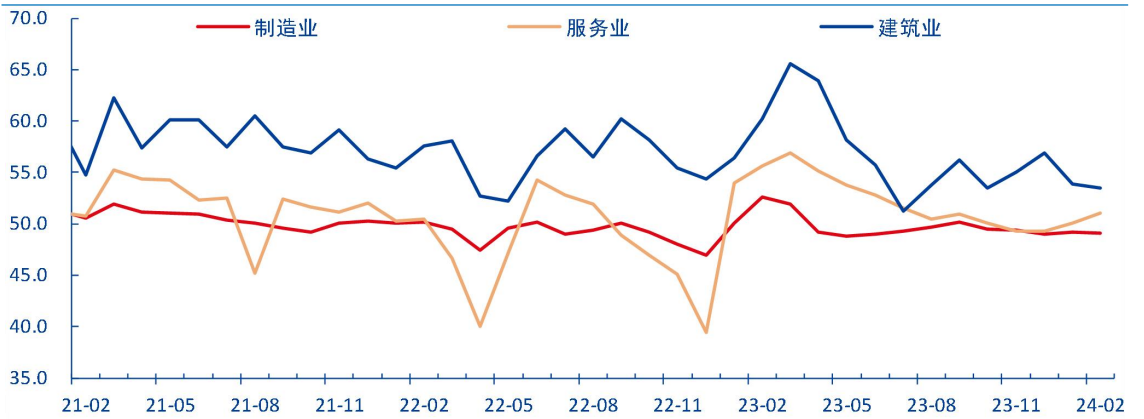


图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



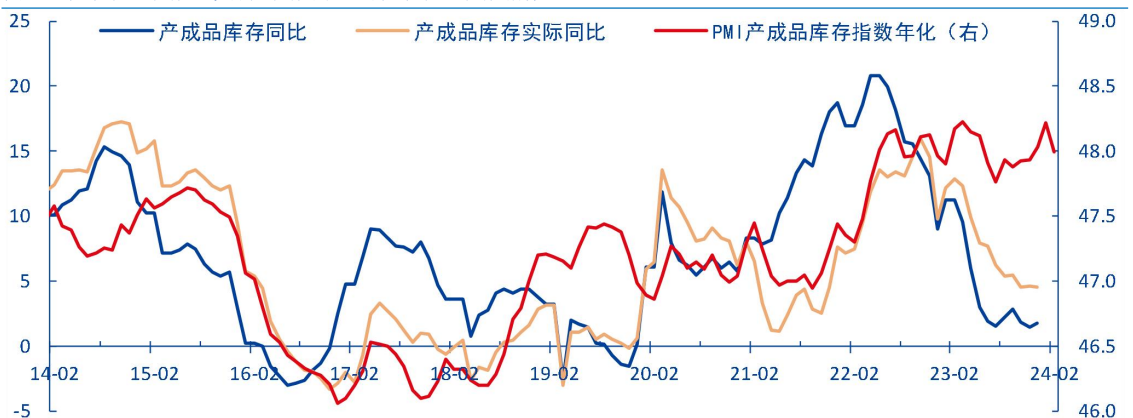
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 分析师声明

秦泰声明，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