

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师

执业编号: S1500523030001

邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 制造业部门大致企稳

2024年3月2日

### 摘要:

- **制造业部门大致企稳。**在前期报告《经济可能是“W型”修复》中，我们提出2023年是疫后正常化的第一年，全年经济呈现类似于“W”的形态。2024年1月金融数据“开门红”，社融、信贷数据均超出市场预期，且结构较好，M1增速也出现明显回升，反映出在货币政策的呵护下，经济内生动能有所恢复。2月PMI虽然仍在荣枯线之下，但边际下降幅度低于往年同期。同日公布的财新PMI为50.9，较上月上升0.1个百分点，连续四个月位于扩张区间，表明制造业景气度持续提升。
- **稳经济政策陆续出台，企业预期出现回稳迹象。**2月以来货币政策率先发力，五年期LPR调降25bp，有利于降低企业融资成本，提振投资意愿，也能够对稳定房地产预期起到积极的作用。2月中央财经委员会第四次会议提出，鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新。该政策有望为制造业带来增量需求。2月份制造业生产经营活动预期指数为54.2%，较上月上升0.2个百分点，我们认为主要来源于政策的带动。
- **需要警惕的依然是房地产的下行压力。**2024年开年之后，新房销售的高频数据仍处于历史低位，居民购房意愿仍待改善。房地产服务的PMI商务活动指数继续处在收缩区间。房地产的下行压力可能会制约经济进一步修复的高度。
- **服务业需求季节性释放，基建动能上升。**从行业看，受春节假日等因素带动，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商务活动指数较高。2月建筑业处于施工淡季，建筑业活动较上月有所放缓。值得关注的是，反映基础建设投资需求的土木工程建筑业供需呈现向好迹象。土木工程建筑业的商务活动指数和新订单指数较上月均有不同程度上升，且均升至60%以上，意味着基础建设投资需求有持续释放动能。
- **风险因素：**信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

## 目录

|                            |   |
|----------------------------|---|
| 一、制造业部门大致企稳.....           | 3 |
| 二、受到春节影响假期生产下降，需求保持稳定..... | 5 |
| 三、服务业需求季节性释放，基建动能上升.....   | 7 |
| 风险因素.....                  | 8 |

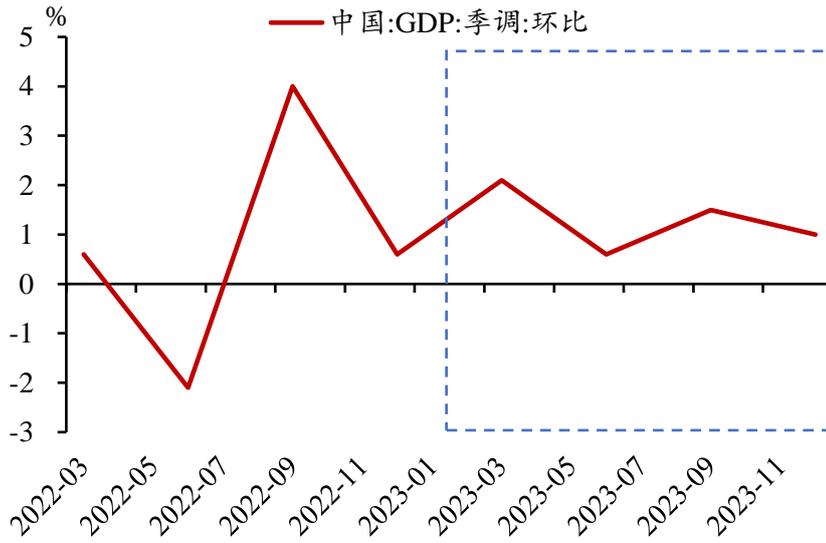
## 图目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1：2023 年 GDP 环比呈现类似于“W”的形态.....        | 3 |
| 图 2：2 月 PMI 虽然仍在荣枯线之下，但边际下降幅度低于往年同期..... | 4 |
| 图 3：大型、中型企业运行相对较好.....                   | 4 |
| 图 4：30 大中城市新房成交面积.....                   | 5 |
| 图 5：生产下降，新订单保持稳定.....                    | 6 |
| 图 6：制造业出厂价格指数上升.....                     | 6 |
| 图 7：服务业 PMI 延续上升.....                    | 7 |
| 图 8：建筑业 PMI 下滑.....                      | 8 |

## 一、制造业部门大致企稳

我们认为，去年四季度我国经济进入“W型”的第二个底。在前期报告《经济可能是“W型”修复》中，我们提出2023年是疫后正常化的第一年，全年经济修复经历了一些波折，一至四季度GDP环比分别为2.1%、0.6%、1.5%、1.0%，呈现类似于“W”的形态。2024年1月金融数据“开门红”，社融、信贷数据均超出市场预期，且结构较好，M1增速也出现明显回升，反映出在货币政策的呵护下，经济内生动能有所恢复。

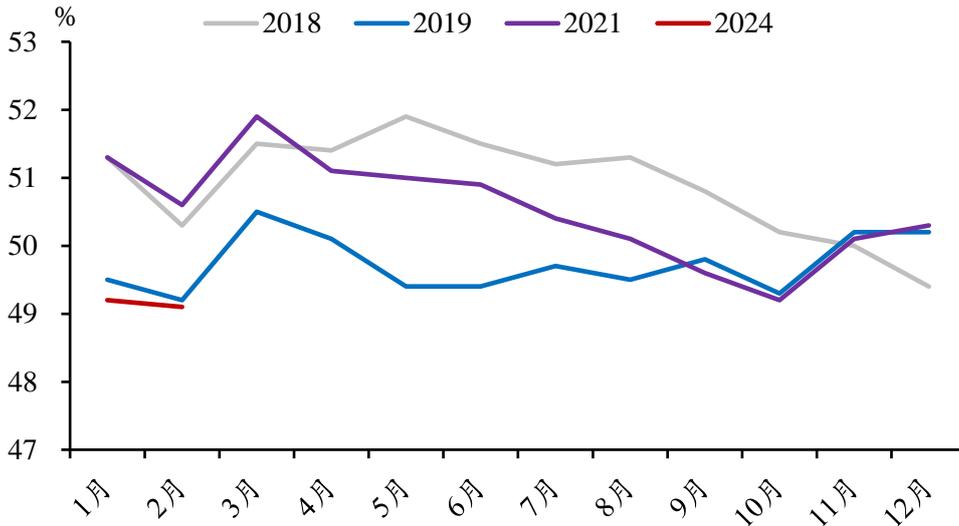
图 1：2023 年 GDP 环比呈现类似于“W”的形态



资料来源：万得，信达证券研发中心

2月PMI虽然仍在荣枯线之下，但边际下降幅度低于往年同期。2024年2月份中国制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，较上月小幅下降0.1个百分点。春节假期对我国制造业运行短期存在扰动，回顾历年春节时间相近的年份，2021年、2019年、2018年2月PMI分别下降0.7、0.3、1.0个百分点，说明本期PMI的表现好于季节性水平。同日公布的财新PMI为50.9，较上月上升0.1个百分点，连续四个月位于扩张区间，表明制造业景气度持续提升。

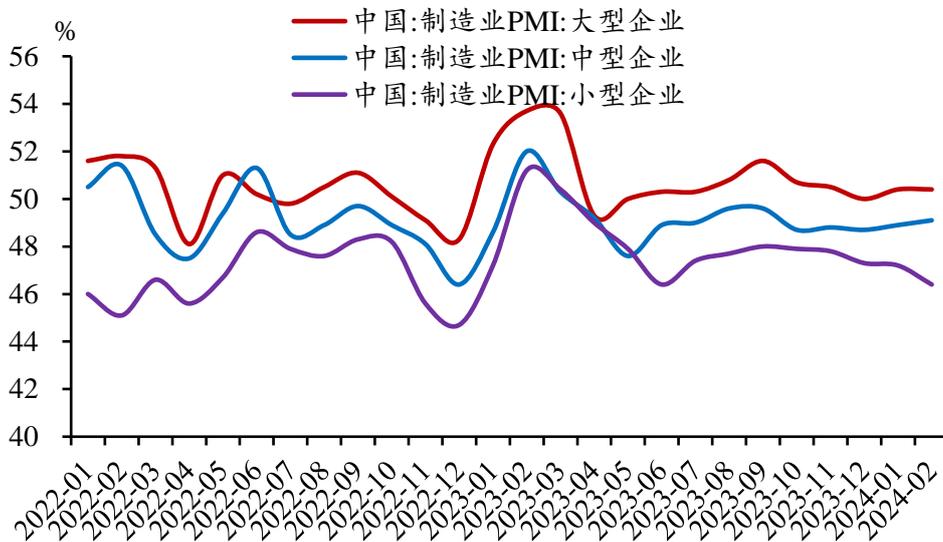
图 2：2 月 PMI 虽然仍在荣枯线之下，但边际下降幅度低于往年同期



资料来源：万得，信达证券研发中心

**大型、中型企业运行相对较好。**2 月份，大型企业保持平稳，大型企业 PMI 为 50.4%，与上月持平。中型企业边际好转，中型企业 PMI 为 49.1%，较上月上升 0.2 个百分点，连续 2 个月上升。小型企业运行偏弱，PMI 由上月的 47.2% 下降至 2 月的 46.4%，小型企业受春节假日影响更为明显。

图 3：大型、中型企业运行相对较好

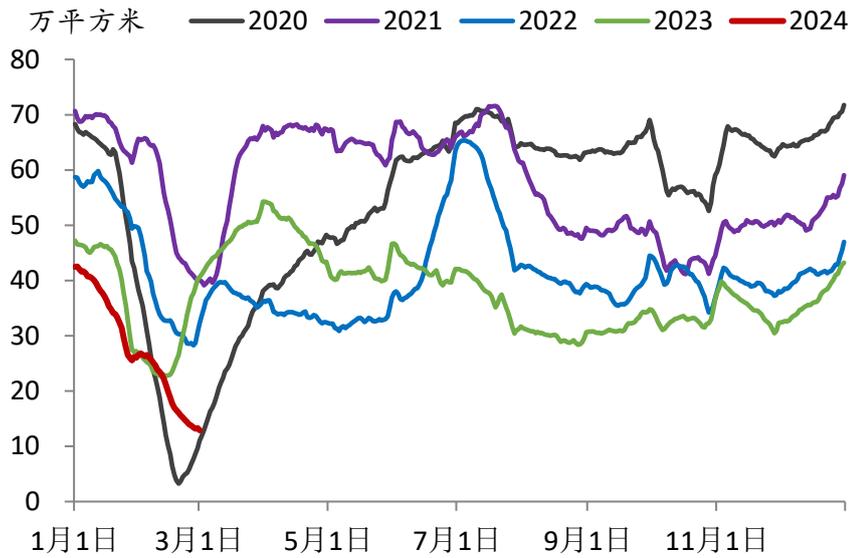


资料来源：万得，信达证券研发中心

**稳增长政策陆续出台，企业预期出现回稳迹象。**2 月以来货币政策率先发力，五年期 LPR 调降 25bp，有利于降低企业融资成本，提振投资意愿，也能够对稳定房地产预期起到积极的作用。2 月中央财经委员会第四次会议提出，鼓励引导新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，推动先进产能比重持续提升，高质量耐用消费品更多进入居民生活，废旧资源得到循环利用。大规模设备更新和消费品以旧换新有望为制造业带来增量需求。2 月份制造业生产经营活动预期指数为 54.2%，较上月上升 0.2 个百分点，我们认为主要来源于政策的带动。其中装备制造业和消费品制造业生产经营活动预期指数在 56% 以上的高位上进一步上升，显示这两个行业的企业预期较为乐观。

需要警惕的依然是房地产的下行压力。2024 年开年之后，新房销售的高频数据仍处于历史低位，居民购房意愿仍待改善。根据克而瑞的统计，2024 年 2 月，中国房地产市场继续承压，整体保持低位运行，累计业绩来看，百强房企 1-2 月实现销售操盘金额同比降幅较 1 月扩大近十五个百分点至 48.8%。房地产服务的 PMI 商务活动指数继续处在收缩区间。房地产的下行压力可能会制约经济进一步修复的高度。

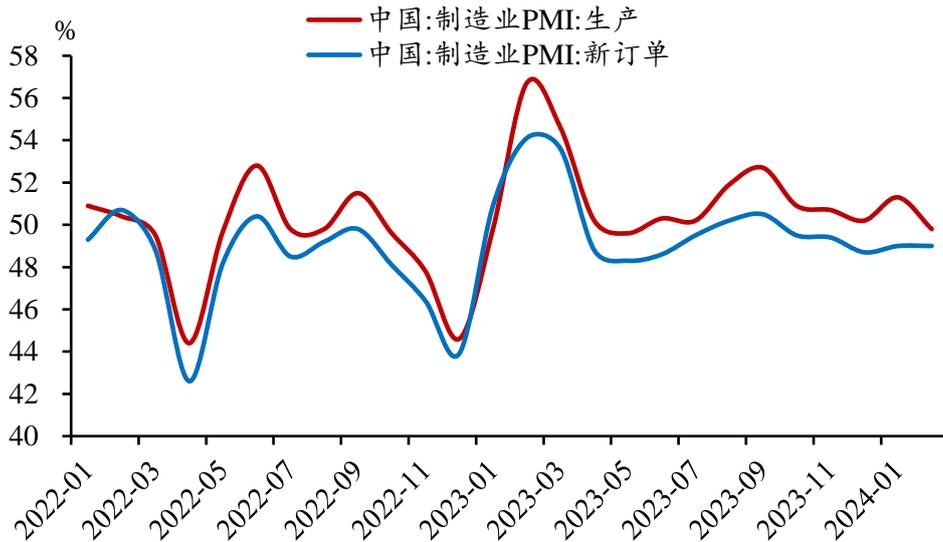
图 4：30 大中城市新房成交面积



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 二、受到春节假期影响生产下降，需求保持稳定

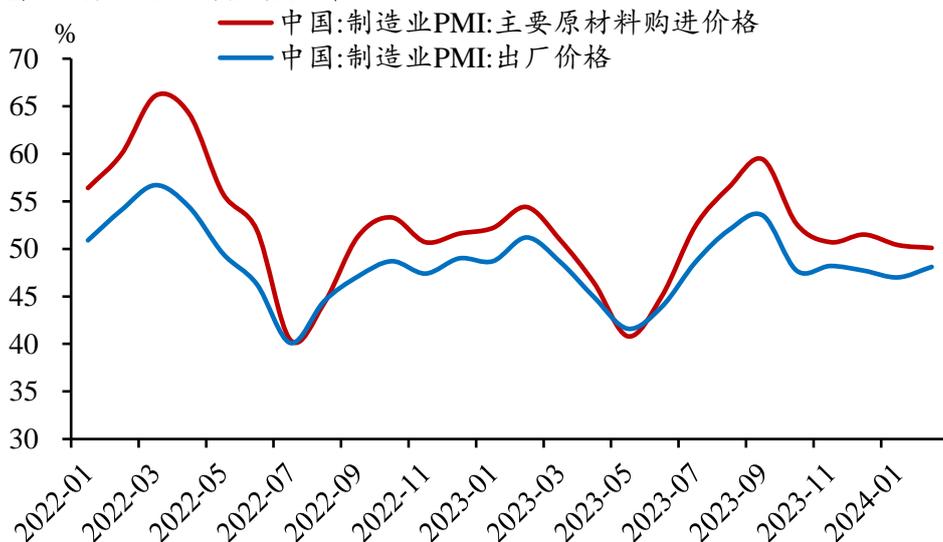
**生产下降，需求保持稳定。**生产指数为 49.8%，比上月下降 1.5 个百分点，受员工春节休假、返乡，叠加 2 月极端天气的影响，企业生产活动有所放缓。新订单指数为 49%，与上月持平。高技术制造业和消费品制造业需求较好释放，两个行业的新订单指数分别为 51.3% 和 52.3%，较上月上升 1.1 个和 2 个百分点。

**图 5：生产下降，新订单保持稳定**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**出口新订单环比走弱，后续需要继续跟踪。**1月出口新订单指数环比上升1.4个百分点，而2月由升转降，环比下降0.9个百分点至46.3%。出口新订单的下滑可能是受到春节扰动而2月越南出口同比增速下降至-4.1%（1月为+33.9%），显示全球的制成品需求可能边际降温。后续需要继续跟踪发达国家制造业景气度的变化。

**价格信号相对偏积极，制造业产品价格指数普遍回升。**继1月PPI环比降幅收窄之后，2月制造业出厂价格指数录得48.1%，较1月上升1.1个百分点。其中基础原材料行业和高技术制造业的出厂价格指数均较上月上升2个百分点左右，消费品制造业出厂价格指数较上月上升接近1个百分点。另一方面，购进价格指数为50.1%，较上月下降0.3个百分点，连续2个月下降，显示原材料价格上涨动力趋弱。

**图 6：制造业出厂价格指数上升**


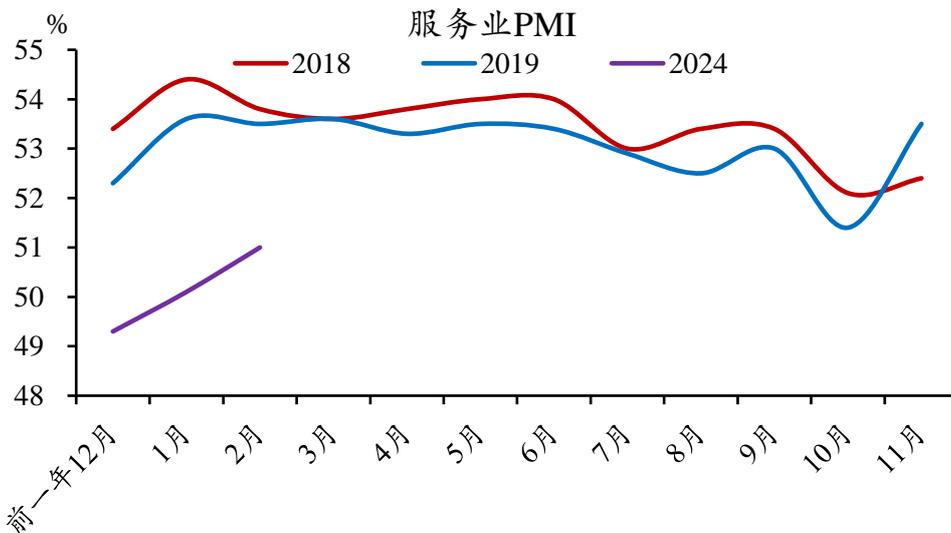
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 三、服务业需求季节性释放，基建动能上升

**服务需求季节性释放，服务业商务活动指数进一步扩张。**从行业看，受春节假日等因素带动，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商务活动指数位于 53.0% 以上；航空运输、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。2024 年 2 月服务业 PMI 录得 51.0%，较上月上升 0.9 个百分点。

**另外，金融业商务活动指数较上月有所上升。**根据中国物流与采购联合会的数据，金融业商务活动指数升至 60% 以上，特别是银行业活动表现较好。当前金融业对实体经济的支持力度较大，加之 2 月 5 年期以上贷款市场报价利率下调，有望进一步激发实体经济有效需求。

图 7：服务业 PMI 延续上升

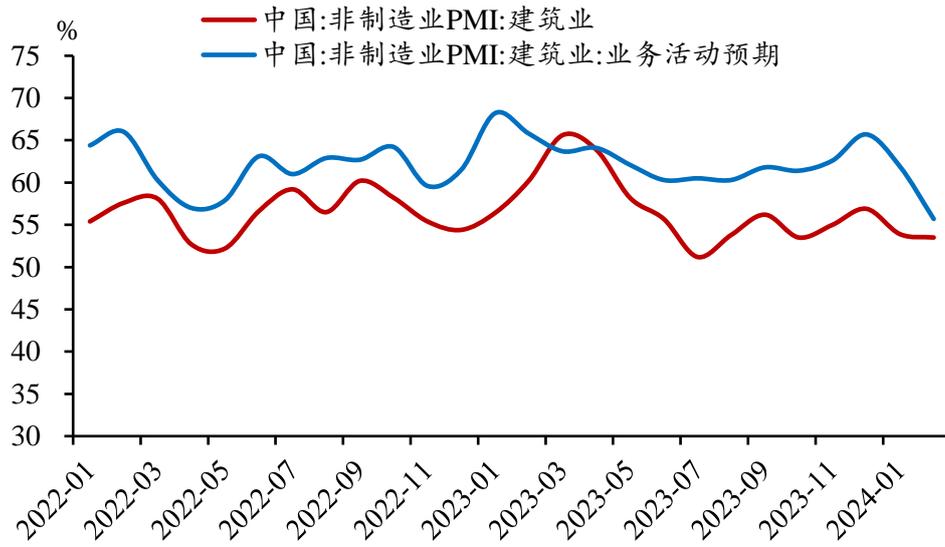


资料来源：万得，信达证券研发中心

**2月建筑业处于施工淡季。**2024 年 2 月份，建筑业 PMI 指数较上月下滑了 0.4 个百分点至 53.5%。受房屋建筑业和建筑装饰业淡季影响，建筑业活动较上月有所放缓，商务活动指数较上月下降。建筑业预期指数录得 55.7%，环比下降 6.2 个百分点，我们认为与年初房地产需求较为疲弱有关。

**值得关注的是，反映基础建设投资需求的土木工程建筑业供需呈现向好迹象。**土木工程建筑业的商务活动指数和新订单指数较上月均有不同程度上升，且均升至 60% 以上，意味着基础建设投资需求有持续释放动能。

图 8: 建筑业 PMI 下滑



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 风险因素

信贷政策收紧; 海外衰退幅度超预期。

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                       | 股票投资评级                        | 行业投资评级                  |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；<br>时间段：报告发布之日起6个月内。 | <b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；   | <b>看好：</b> 行业指数超越基准；    |
|   | <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； |
|   | <b>持有：</b> 股价相对基准波动在 ±5% 之间；  | <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。    |
|   | <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。    |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。