

宏观

1-2 月内需弱改善，生产依然偏快

——2024 年 2 月 PMI 点评

2024 年 03 月 03 日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

核心观点：

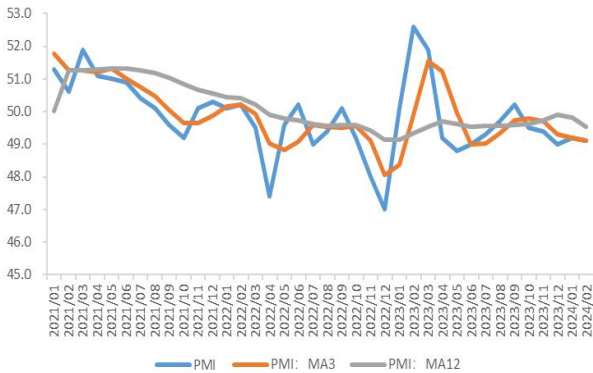
- **2 月制造业景气度略回落，非制造业景气度回升。**2 月制造业 PMI 为 49.1%（前值 49.2%）。由于 2 月经济受季节性影响，合并 1-2 月看，制造业景气度整体较去年 12 月弱改善。从 2011 年以来的数据看，这种边际改善仅发生在 2012 年、2017 年、2023 年同期。非制造业商务活动指数为 51.4%（前值 50.7%）。非制造业中，服务业商务活动指数为 51.0%（前值 50.1%），受春节假日等因素带动扩张进一步加快；建筑业商务活动指数为 53.5%（前值 53.9%），受春节假期及低温雨雪天气等因素影响。
- **内需稳定，外需回落，1-2 月生产好于需求，经济动能指数回落。**2 月新订单指数为 49.0%，与上月持平。新出口订单指数为 46.3%（前值 47.2%）。2 月生产指数为 49.8%（前值 51.3%），主要受春节假日影响，制造业处于传统生产淡季。由于 1 月生产指数大幅走升，合并 1-2 月看，生产整体好于去年 12 月。趋势上，生产相对于新订单和在手订单均处于高位，因此难言生产端开始调整。2 月产成品库存指数为 47.9%（前值 49.4%），合并 1-2 月看，依然处于高位水平。2 月经济动能指数（新订单-产成品库存）为 1.1%，1-2 月总体仍在回落。
- **出厂价回升，购进价回落，价差略恢复。**2 月主要原材料购进价格指数为 50.1%（前值 50.4%），出厂价格指数 48.1%（前值 47.0%）。1-2 月整体价格水平仍回落。受原材料开始去库存因素，出厂与购进价差为 -2.0%（前值 -3.4%），有利于中下游企业利润恢复。
- **制造业信心回升但采购量放缓。**2 月制造业、建筑业、服务业生产经营活动预期指数分别为 54.2%（前值 54.0%）、55.7%（前值 61.9%）、58.1%（前值 59.3%）。1-2 月整体信心不及去年 12 月。采购量明显回落且相对于生产偏弱。
- **市场启示：1-2 月内需边际弱改善及两会政策博弈扰动债市。**春节以来债市偏强，收益率曲线继续平坦。驱动因素主要包括：LPR 下调之后债券相对于贷款性价比提升；近期多家银行密集下调存款利率，机构负债成本进一步下行；节后资金面偏松及二季度 MLF 利率下调和大行新一轮存款利率下调预期；2 月末票据转贴现利率在反弹后走低预示融资需求的反复；价格信号偏弱等。3 月 1 日 PMI 公布，债券市场出现明显调整，10 年及 30 年国债期货价格单日大幅下跌 0.43%、1.16%。1-2 月内需边际弱改善、两会政策博弈、止盈压力等是扰动债市的主要原因。短期看上述扰动还将持续，债市偏震荡。中期看，经济内生动能有待恢复，我们判断本次债市调整为阶段性。
- **风险提示：**两会出台超预期稳增长政策。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

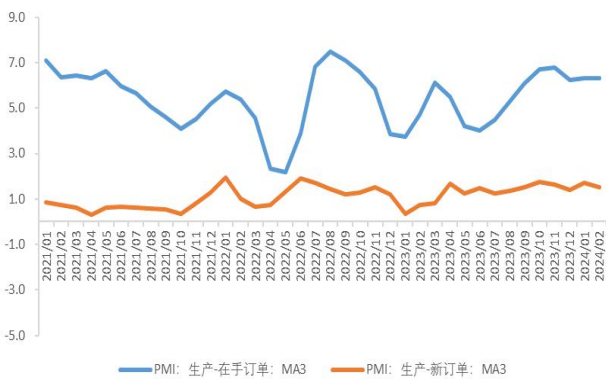
1

图 1：制造业 PMI (%)



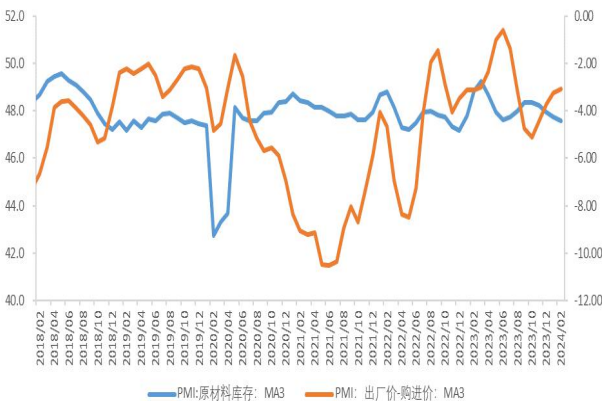
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 3：生产-新订单、生产-在手订单 (%)



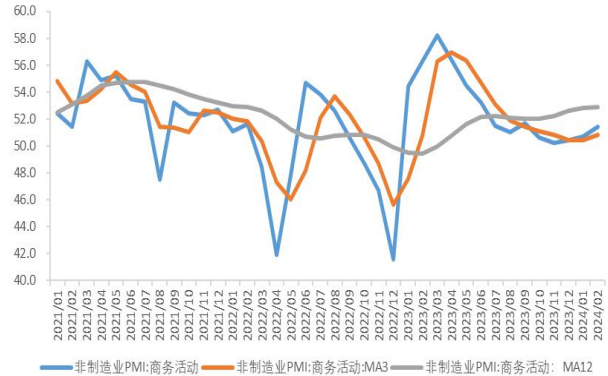
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 5：PMI：原材料库存、出厂价-购进价 (%)



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



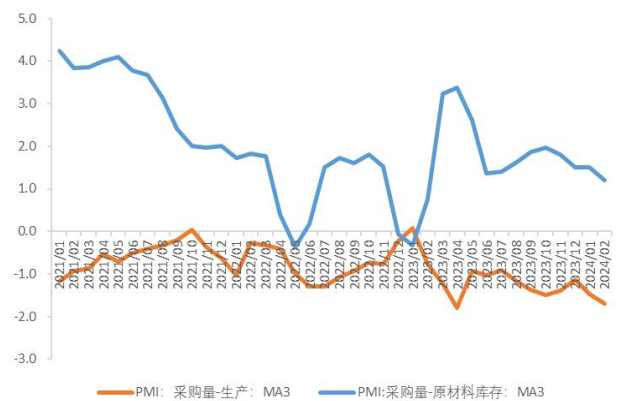
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 4：产成品库存指数和经济动能指数 (%)



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 6：PMI：采购量-生产、采购量-原材料库存 (%)



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

