



宏观点评

产能过剩开始有所缓解的三点线索

2月PMI数据点评

证券分析师

程强

资格编号: S0120524010005

邮箱: chengqiang@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- 核心观点:** 受春节假期影响, 2月制造业PMI小幅下行, 服务业PMI继续扩张。从行业来看, 制造业PMI小幅下降主因化学、汽车和纺织服装行业拉动。从企业规模来看, 2月大型企业PMI继续高于临界点。在本月制造业PMI细分项数据中, 只有出厂价格和生产经营活动预期分项环比上升, 这两个指标可以用来辅助观测产能过剩开始缓解的程度。此外, 2月中采和财新PMI的背离也可以辅助判断。展望未来, 在稳政策的加持下, 三大工程、万亿国债以及产能政策有望加速制造业等行业优胜劣汰, 制造业景气度有望重回扩张区间。
- 事件:** 2024年2月, 中国制造业采购经理指数(制造业PMI)为49.1%, 较上月下降0.1个百分点; 中国非制造业商务活动指数(非制造业PMI)为51.4%, 较上月上升0.7个百分点。
- 制造业PMI:** 受春节假期以及疫情防控平稳转段后企业员工假期返乡影响, 制造业进入生产淡季, 2月制造业景气较前值有所下降。2024年2月份, 生产指数为49.8%, 较前值下降1.5个百分点, 较过去五年均值高4.6个百分点, 继续位于临界值以下, 表明制造业企业生产活动仍在收缩, 但步伐有所加快; 新订单指数为49.0%, 与前值持平, 较过去五年均值高4.2个百分点, 表明制造业市场需求有所增加。2月中国制造业PMI新出口订单指数为46.3%, 较前值下降0.9个百分点, 未能延续1月份的上升趋势。2024年1月全球制造业PMI回到荣枯线上方, 结束了16个月以来低于荣枯线的收缩状态, 全球制造业景气度回升, 叠加国内春节结束, 生产生活逐步恢复, 有望拉动海外订单, 对我国出口形成有力支撑。
- 从结构上看, 制造业PMI小幅下降主因化学、汽车和纺织服装行业拉动。**根据中采统计, 制造业PMI分行业来看, 石油加工及炼焦业、计算机通信电子设备业及仪器仪表制造业、通用设备制造业、医药制造和金属制品业PMI处于扩张区间, 金属制品和非金属矿物制品业2月PMI分别较1月增加13.6和8.3个百分点。2月制造业PMI的小幅下降, 主要由化学原料以及化学制品业(2月PMI为39.8%, 较1月下降13.5个百分点)、汽车制造业(2月PMI为48.7%, 较1月下降13个百分点)和纺织服装装饰业(2月PMI为46.2, 较1月下降12个百分点)三大行业拖累。分企业规模来看, 2月大型企业PMI继续高于临界点。大型企业PMI为50.4%, 与上月持平, 继续位于扩张区间, 其中生产指数和新订单指数连续10个月保持在临界点以上; 中型企业PMI为49.1%, 比上月上升0.2个百分点; 小型企业受春节假日影响更为明显, 本月PMI为46.4%, 比上月下降0.8个百分点, 生产经营活动放缓。
- 非制造业商务活动指数位于临界点以上, 服务业扩张速度继续加快。**2024年2月份, 非制造业PMI为51.4%, 较前值上升0.7个百分点, 非制造业景气度增强,

其中服务业景气度增强、建筑业景气度减弱。其中，服务业2月PMI为51.0%，环比+0.9%，服务业加速扩张，或与春节期间消费热度提高有关；建筑业2月PMI为53.5%，环比-0.4%，或与寒潮以及春节停工有关。航空运输和电信广播电视业生产经营活动经营状况指数位于60.0%以上高位景气区间。但地产投资持续疲弱，地产后周期等大宗消费仍存不足，房地产业2月PMI为47.6%，处于收缩区间。

- **产能过剩开始有所“缓解”，向后看制造业景气度有望重新回到扩张区间。**2023年12月召开的中央经济工作会议指出，当前经济所面临的困难和挑战包括“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”，近期如何去产能成为焦点话题。在此次制造业PMI数据中，环比上升的只有出厂价格分项和生产经营活动预期分项，这两个指标可以辅助观测产能过剩开始缓解的程度，此外，2月中采和财新PMI的背离也可以辅助判断。

(1) 出厂价格指数衡量本月主要产品的平均出厂价格。2月出厂价格指数为48.1%，较前值上升1.1个百分点，表明出厂价格处于收缩放缓阶段，即可能处于产能缺口的缩小阶段或预示产能缺口即将缩窄。用产成品库存+生产代替供给，用在手订单+新订单代替需求，计算得出2月产出缺口增速自1月的环比24.4%下降至2月的7.4%，也可验证产能过剩开始有所“缓解”。

(2) 生产经营活动预期指数是未来3个月内生产经营活动整体水平的统计。2月生产经营活动预期指数为54.2%，较前值上升0.2个百分点，表明企业对春节后市场发展信心有所增强。2月8日国家发展改革委同工业和信息化部、财政部、住房城乡建设部、市场监管总局、国家能源局等部门印发了《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平》，强调“加快提升产品设备节能标准。”有望加速各行业中能效偏低产品设备的“出清”。因此从这两个指标综合来看，在稳政策加持下，三大工程和万亿国债等有望加速制造业等行业优胜劣汰，制造业景气度有望重回扩张区间。

(3) 此外，2月中采PMI与财新PMI呈现背离也可辅助判断。2月中国制造业采购经理指数（制造业PMI）为49.1%，较上月下降0.1个百分点；2月财新中国制造业采购经理人指数（制造业PMI）为50.9%，较上月上升0.1个百分点，连续四个月高于荣枯线。中采PMI样本企业的行业分布可能更为全面，尤其是重工业比重相对较高，而财新PMI样本企业的行业分布可能更集中于轻工业和服务业。财新PMI更加敏感，更能反映出中国经济的变动趋势和增量特征。综合来看，财新PMI代表部分高敏感行业的景气度，这与前文提到的《重点用能产品设备能效先进水平、节能水平和准入水平》中强调的加速出清是契合的，因此可以将此次背离理解为部分行业的景气度正在领先回升。

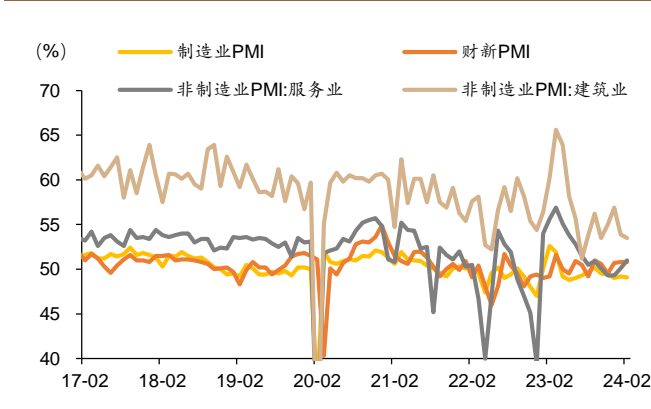
- **风险提示：**稳增长政策对内需的拉动效果不及预期；三大工程进展不及预期；美联储货币政策超预期。

表 1: 2024 年 2 月 PMI 数据概览

单位: %		24-02	相对上月变化	荣枯线上下	相对19-23 五年同期均 值变化	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08
制造业PMI及分项	制造业PMI	49.1	-0.1	下	1.9	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7
	新订单	49.0	0.0	下	4.2	49.0	48.7	49.4	49.5	50.5	50.2
	新出口订单	46.3	-0.9	下	-1.0	47.2	45.8	46.3	46.8	47.8	46.7
	生产	49.8	-1.5	下	4.6	51.3	50.2	50.7	50.9	52.7	51.9
	原材料库存	47.4	-0.2	下	-0.3	47.6	47.7	48.0	48.2	48.5	48.4
	产成品库存	47.9	-1.5	下	1.9	49.4	47.8	48.2	48.5	46.7	47.2
	供货商配送时间	48.8	-2.0	下	-8.1	50.8	50.3	50.3	50.2	50.8	51.6
	主要原材料购进价格	50.1	-0.3	上	-1.2	50.4	51.5	50.7	52.6	59.4	56.5
	出厂价格	48.1	1.1	下	2.7	47.0	47.7	48.2	47.7	53.5	52.0
	从业人员	47.5	-0.1	下	3.5	47.6	47.9	48.1	48.0	48.1	48.0
	在手订单	43.5	-0.8	下	-3.2	44.3	44.5	44.4	44.2	45.3	45.9
	采购量	48.0	-1.2	下	2.8	49.2	49.0	49.6	49.8	50.7	50.5
	进口	46.4	-0.3	下	-8.3	46.7	46.4	47.3	47.5	47.6	48.9
	生产经营预期	54.2	0.2	上	5.1	54.0	55.9	55.8	55.6	55.5	55.6
按企业类型划分	大型企业	50.4	0.0	上	3.3	50.4	50.0	50.5	50.7	51.6	50.8
	中型企业	49.1	0.2	下	4.3	48.9	48.7	48.8	48.7	49.6	49.6
	小型企业	46.4	-0.8	下	-5.3	47.2	47.3	47.8	47.9	48.0	47.7
非制造业商务活动指数及分项	商务活动	51.4	0.7	上	6.6	50.7	50.4	50.2	50.6	51.7	51.0
	建筑业	53.5	-0.4	上	1.8	53.9	56.9	55.0	53.5	56.2	53.8
	服务业	51.0	0.9	上	2.9	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5
趋势性变化	动能: 新订单-生产	-0.8	1.5	-	-0.5	-2.3	-1.5	-1.3	-1.4	-2.2	-1.7
	内需: 新订单-新出口订单	2.7	0.9	-	5.1	1.8	2.9	3.1	2.7	2.7	3.5
	库存: 原材料库存+产成品库存	95.3	-1.7	-	1.6	97.0	95.5	96.2	96.7	95.2	95.6
	价差: 出厂价格-原材料购进价格	-2.0	1.4	-	4.0	-3.4	-3.8	-2.5	-4.9	-5.9	-4.5

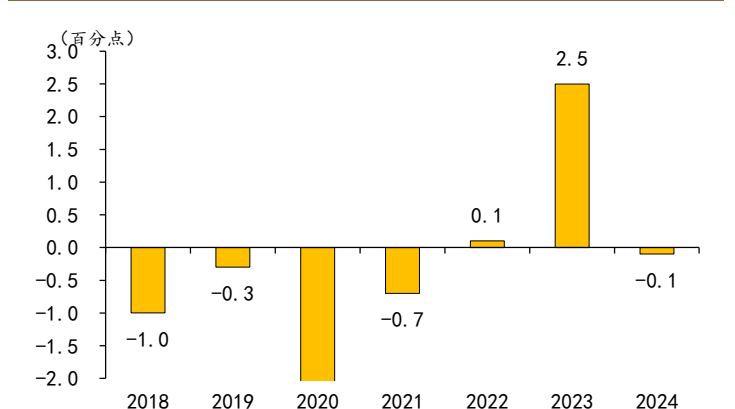
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: 2 月服务业 PMI 环比上升



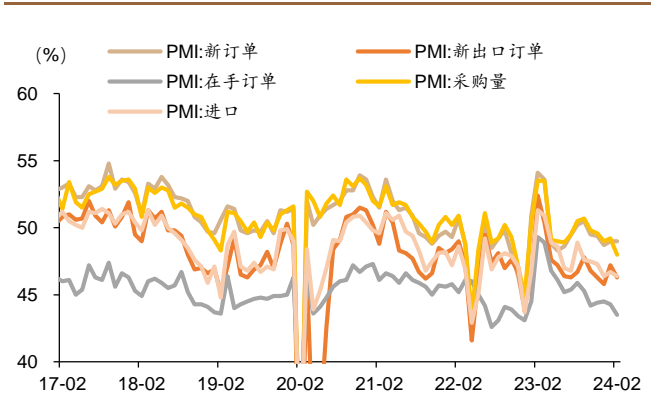
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 历年 2 月制造业 PMI 较上月变动: 春节 PMI 多数环比回落



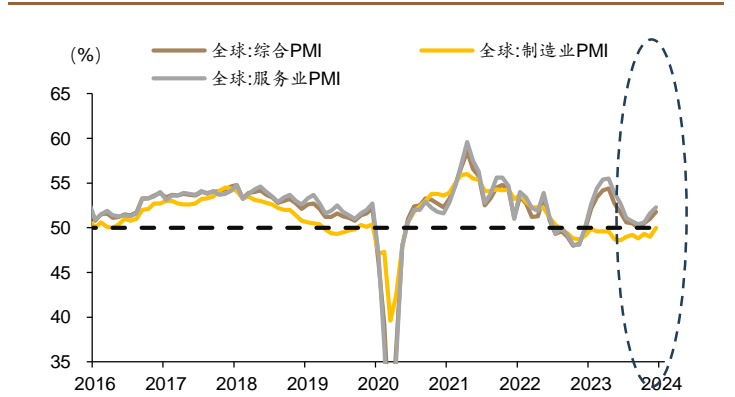
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 制造业 PMI 订单指数多为环比下降



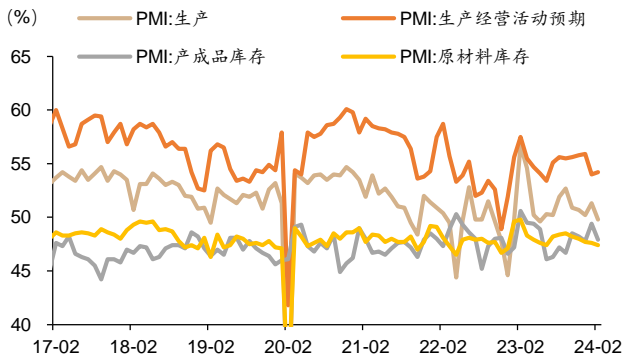
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 2 月全球制造业 PMI 回归荣枯线上方



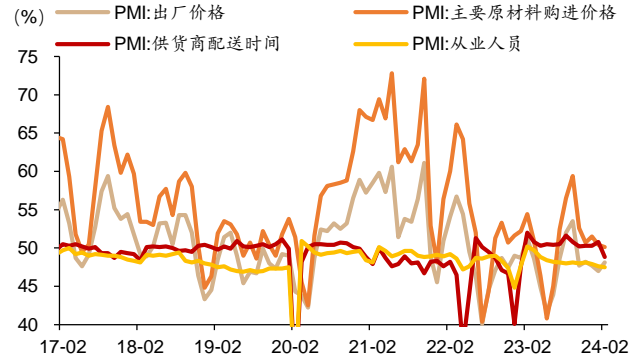
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：2 月 PMI 生产经营活动预期指数较上月+0.2 个百分点



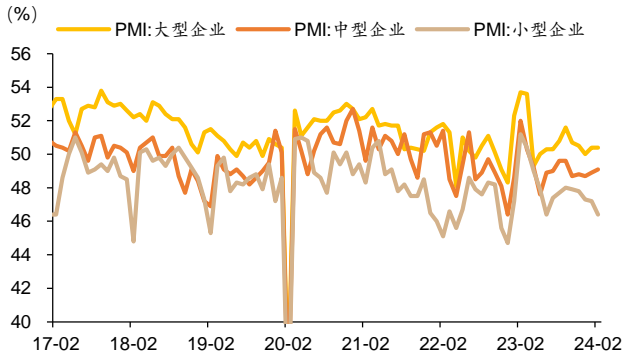
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2 月制造业企业用工景气度较 1 月小幅下降



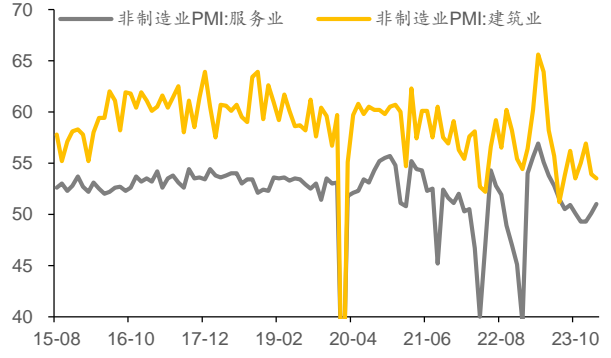
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：PMI 分企业规模



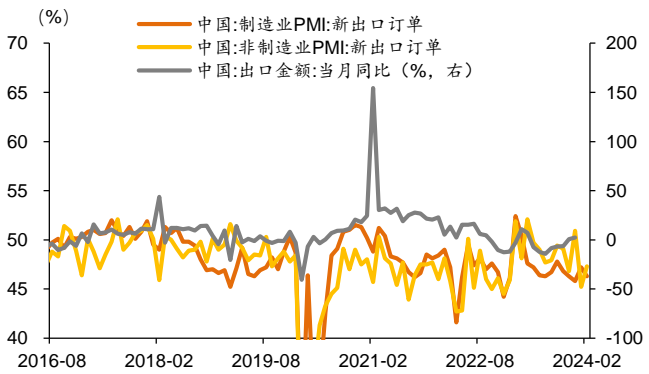
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：2 月服务业 PMI 较上月上升 0.9 个百分点



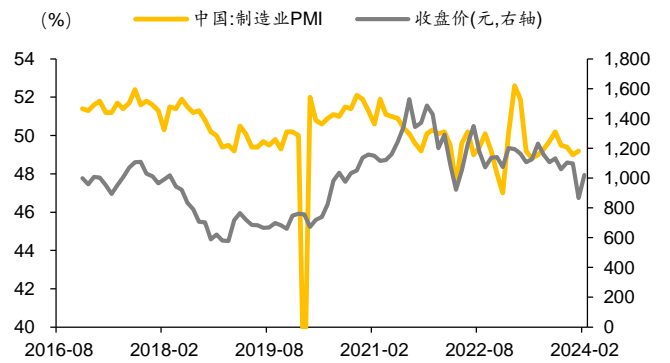
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：制造业 PMI 领先出口 1-2 个月



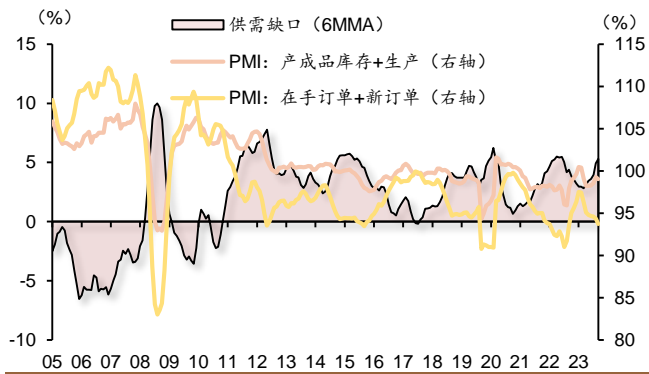
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：中证机床指数收盘价与制造业 PMI 走势接近



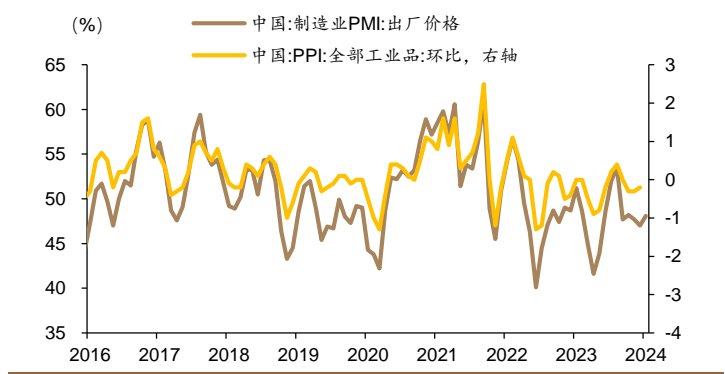
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：2 月供需缺口环比增速放缓



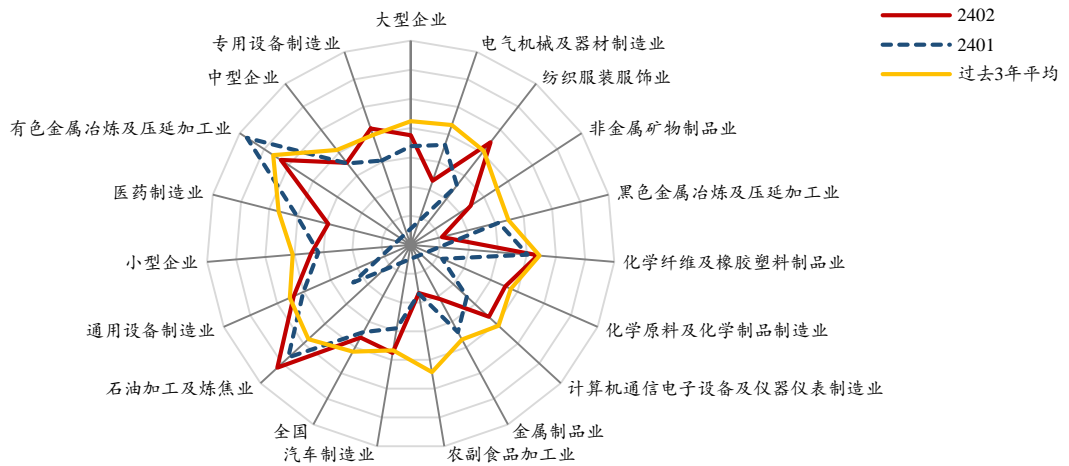
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：PMI 出厂价格与 PPI 拟合度较好



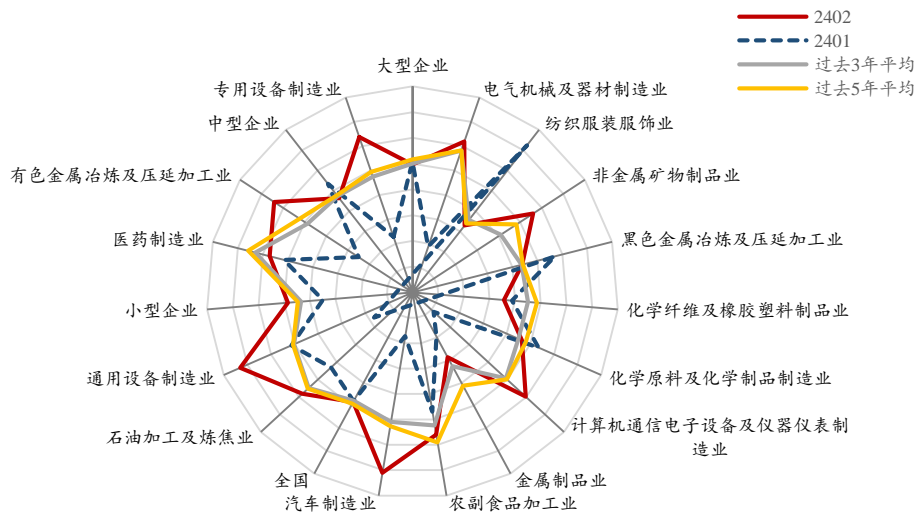
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：制造业 PMI 出厂价格分项指标



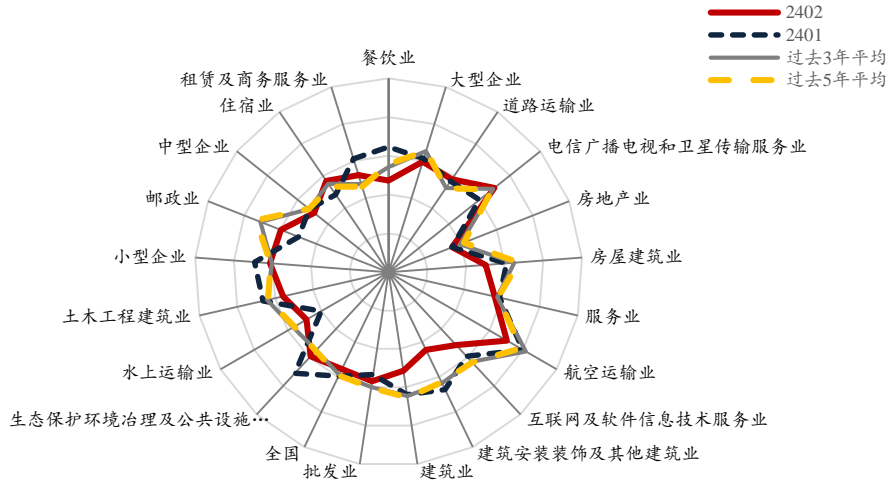
资料来源：中采，德邦研究所

图 14：制造业 PMI 生产活动预期分项指标



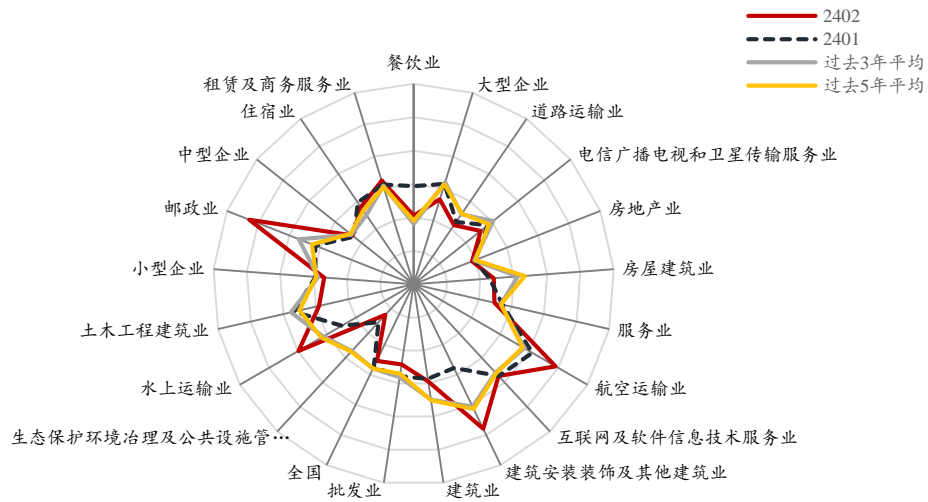
资料来源：中采，德邦研究所

图 15: 非制造业 PMI 生产经营活动分项指标



资料来源：中采，德邦研究所

图 16: 非制造业 PMI 在手订单分项指标



资料来源：中采，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券首席经济学家、研究所副所长。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。