



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《非对称降息促房地产企稳、拉动消费回升》 - 2024.02.21

宏观研究

PMI 弱复苏，经济内生动力有待增强

● 核心观点

2月制造业 PMI 数据呈现以下特点：(1) 供需两端弱复苏，整体呈现供大于求的趋势，但供需缺口持续收窄；(2) 量价回落，可能拖累2月工业企业利润增速；(3) 需求向生产传导力度不足，新一轮库存周期开启仍需耐心等待；(4) 市场主体景气度分化，小型企业仍需政策呵护。

2月非制造业 PMI 显示，当前非制造业相对更为向好，虽然弱于季节性表现，但仍处于扩张区间，其中建筑业受益于近期密集的稳增长政策，景气度韧性仍在；服务业需求有所回落，未来景气度或将边际回落。

2024年是实现“十四五”规划的关键一年。2月 PMI 数据显示，当前社会预期仍弱、需求不足问题是制约经济持续修复的核心问题。结合中央经济工作会议“稳中求进、以进促稳、先立后破”的基调，以及近期政策动态，2024年稳增长政策有望持续发力，稳增长的重点可能会重回房地产、基建领域，不过核心是托底市场，而非大幅刺激。向后看，一季度降息降准政策落地，刺激房地产和消费，并提振市场预期，但经济修复动力仍不足；二季度财政加大政策支持力度，接续房地产宽松政策，房地产调控有望进一步优化，共同拉动需求回升。此阶段，为配合财政政策，货币政策降准预期仍在；三季度相机决策，新的库存周期启动。房地产市场拐点出现后，经济韧性增强，需求向生产传导机制修复，新一轮库存周期有望正式开始，成为2024年四季度乃至2025年经济的重要支撑，直接决定了经济复苏的持续性。

● 风险提示：

外需超预期疲软；房地产市场修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1	制造业 PMI：经济内生动力有待强化	4
1.1	供需两弱，供需缺口持续收窄.....	4
1.2	量价回落拖累工业企业利润增速.....	5
1.3	主动补库仍需耐心等待	5
1.4	市场主体景气度分化，小型企业仍需政策呵护.....	7
1.5	高技术制造业保持良好扩张态势，经济结构持续优化	8
2	非制造业 PMI：非制造业保持高景气度	9
3	展望	10
4	风险提示	11

图表目录

图表 1: 1 月制造业景气度有所回落 (%)	5
图表 2: 供需缺口持续收窄 (%)	5
图表 3: 出厂价格回升, 原材料购进价格回落 (%)	6
图表 4: 产成品库存回升, 出厂价格低位 (%)	6
图表 5: 原材料库存和价格同步回落 (%)	7
图表 6: 制造业 PMI 分项走弱 (%)	7
图表 7: 当前库存周期处于筑底过程	7
图表 8: 市场主体景气度分化	8
图表 9: 经济结构持续优化, 高技术制造业保持良好发展态势 (%)	9
图表 10: 非制造业保持高景气度 (%)	10
图表 11: 制造业 PMI 分项走弱 (%)	10

1 制造业 PMI：经济内生动力有待强化

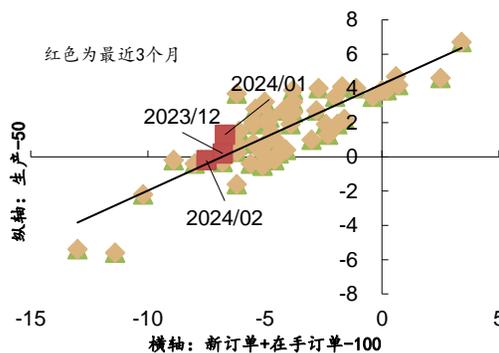
2月制造业 PMI 为 49.1%，前值 49.2%，较上期回落 0.1 个百分点，连续 5 个月在荣枯线以下。2 月制造业 PMI 表现弱于季节性，较春节分布相同的 2022 年、2021 年、2019 年三年均值回落 0.9 个百分点。

1.1 供需两弱，供需缺口持续收窄

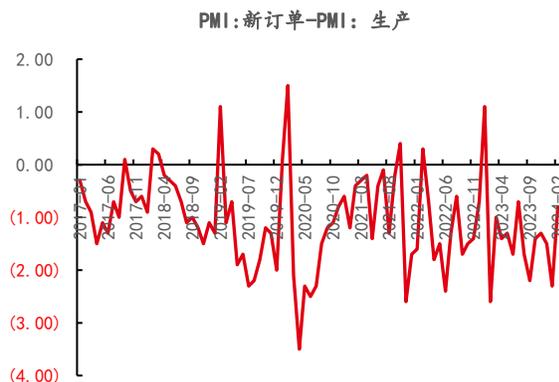
在需求端，2 月 PMI 新订单指数为 49%，持平上一期，连续五个月处于收缩区间，并且弱于季节性表现，较春节分布相同的 2022 年、2021 年、2019 年三年均值 50.93% 回落 1.93 个百分点。新出口订单指数为 46.30%，环比回落 0.9 个百分点，并且弱于季节性表现，较春节分布相同的 2022 年、2021 年、2019 年三年均值 47.47% 回落 1.17 个百分点。以上分析指向当前内外需景气度相对较弱。

在供给端，2 月制造业 PMI 生产指数为 49.8%，环比回落 1.5 个百分点，时隔 8 个月再次步入收缩区间，并且弱于季节性，较春节分布相同的 2022 年、2021 年、2019 年三年均值 50.66% 回落 0.8 个百分点。主因应是社会预期有待改善，需求不足问题制约生产扩张，生产端景气度再次回落至收缩区间。但从生产经营活动预期来看，2 月有所回升，说明政策加大逆周期调控力度，市场信心逐步有所修复。

从供需来看，尽管目前供需两端整体仍呈现为供过于求的趋势，但供需缺口在持续收窄。2 月 PMI：新订单与 PMI：生产的差值为 -0.8%，创 2023 年 2 月以来的新低，新的供求平衡点逐步形成，有助于经济持续稳健修复。

图表1：1月制造业景气度有所回落（%）


资料来源：wind，中邮证券研究所

图表2：供需缺口持续收窄（%）


资料来源：wind，中邮证券研究所

1.2 量价回落拖累工业企业利润增速

2月主要原材料购进价格指数为50.10%，仍处于荣枯线以上，较上期回落0.3个百分点，并且弱于季节性表现，较春节分布相同的2022年、2021年、2019年三年均值59.53%回落9.43个百分点。主要原材料购进价格回落，说明企业家扩产动力不足，相对比较谨慎。主因应是需求相对不足，导致生产端景气度有所回落。考虑目前库存处于历史较低水平，叠加市场预期有所回暖，出厂价格景气度小幅回升。但要素市场是引致需求，产品需求相对不足时，产品市场向要素市场传导效应会减弱，因此主要原材料价格边际回落。

考虑PMI出厂价格与PPI环比具有高度相关性，据此拟合，2月PPI同比预计录得-2.7%左右，降幅较1月份会有所拉大。从上中下游利润传导视角，预计下游行业利润会有所改善；从工业企业利润视角考虑，量价双落，预计2月工业企业利润增速亦将小幅回落。

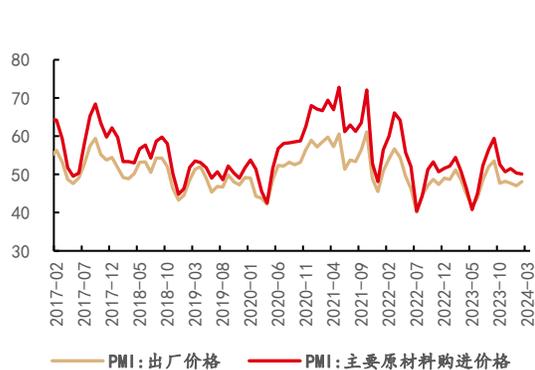
1.3 主动补库仍需耐心等待

从2月当月来看，2月PMI出厂价格指数为48.1%，较上月小幅回升1.1个百分点，产成品库存较上月回落1.5个百分点，指向产品价格走高，产品库存回落。原材料购进价格指数50.1%，较上期回落0.3个百分点，PMI原材料库存47.4%，较上期回落0.2

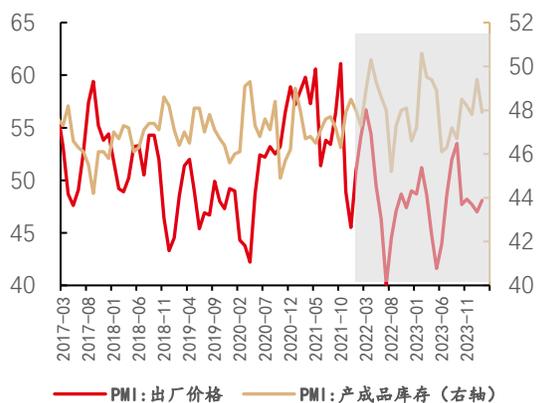
个百分点，指向产品库存走弱，正常生产。原材料库存减少的同时购进价格回落，亦显示原材料需求并不强。因此，基本可以判断当前企业生产相对比较谨慎，尽管已呈现出被动去库迹象，但是企业家并未加大生产。

从长周期来看，目前我国已经处于第七轮库存周期尾声，即被动去库底部，正要向主动补库转变。但从目前经济形势研判，被动去库向主动补库转变仍有待观察。尽管生产预期指数有所回升，但从2月产品和原材料库存、价格指数来看，企业家对主动扩大生产的态度较为谨慎，同时2月PMI各项均有所走弱，整体反映了市场预期和需求仍是制约当前经济持续修复的关键变量。一方面经过全球外溢性冲击，中小微企业资产负债表恢复尚需时间；另一方面，房地产、城投公司等重点领域风险尚未出清，房地产市场尚未企稳回升，这对于居民就业和收入预期产生一定影响，压力尚未完全消化，压制了需求反弹。因此，尽管本轮库存周期已经历时52个月，但是尚未有明确迹象表明开启新一轮库存周期，即目前仍处于由被动去库存向主动补库存转变阶段，后续有待密切观察。

图表3：出厂价格回升，原材料购进价格回落（%） **图表4：产成品库存回升，出厂价格低位（%）**

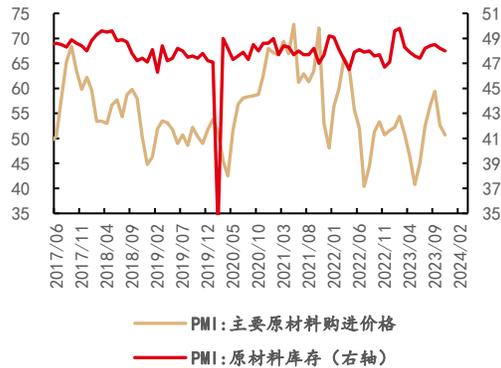


资料来源：wind，中邮证券研究所



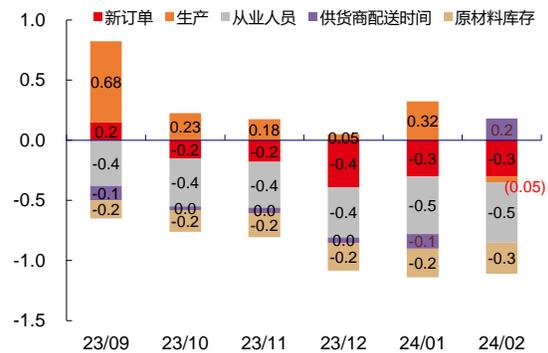
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表5：原材料库存和价格同步回落（%）



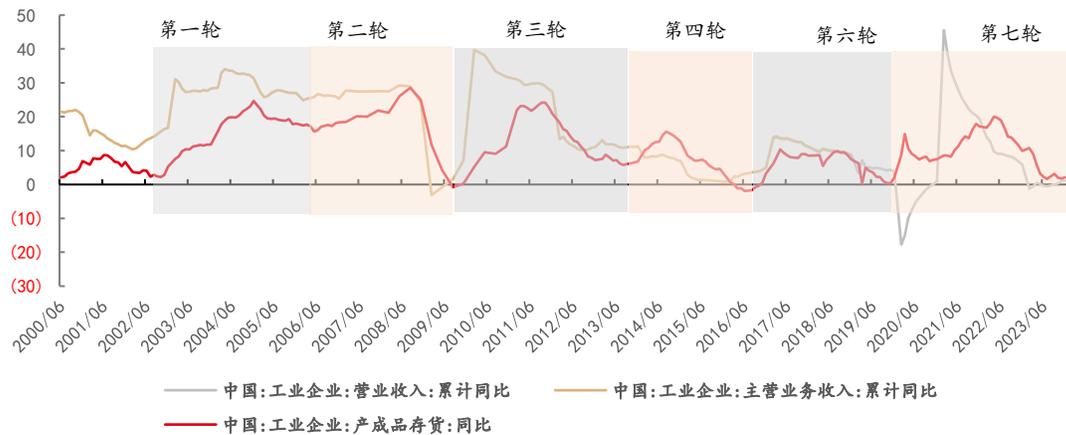
资料来源：wind，中邮证券研究所

图表6：制造业 PMI 分项走弱（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表7：当前库存周期处于筑底过程



资料来源：wind，中邮证券研究所

1.4 市场主体景气度分化，小型企业仍需政策呵护

2月大型、中型、小型企业PMI指数呈现明显分化，其中，大型企业PMI指数为50.4%，持平上期，连续10个月处于荣枯线之前，保持了较高的景气度；中型企业PMI指数为49.1%，较上月回升0.2个百分点，但连续11个月处于荣枯线以下；小型企业PMI指数为46.4%，连续10个月处于荣枯线以下，并且较上个月下降0.8个百分点。考虑季节性因素，大型、中型、小型企业PMI指数与春节分布相同的2022年、2021年、2019年三年均值比较，分别回落1.43、0.2和-0.17个百分点，整体显示小型企业PMI指数

强于季节性，虽然目前景气度有待提高，但已呈现修复迹象；大型和中型企业景气度弱于季节性表现。

与此同时，2月PMI从业人员指数47.5%，亦处于荣枯线以下，同时较上个月回落0.1个百分点，亦弱于季节性表现，较春节分布相同的2022年、2021年、2019年三年均值48.27%回落0.77个百分点，显示就业市场仍有待修复。

值得注意的是，由于中小微企业解决了社会中接近80%就业，并且很大比重的从业人员具有高边际消费倾向，因此中小微企业健康发展对于经济持续复苏至关重要，特别是消费的修复。但是中小微企业由于规模小、净资产有限等，经营具有较高脆弱性，经历三年全球外溢性冲击，以及当前重点领域风险压力影响，中小微企业资产负债表略有受损，仍需要政策呵护和支持。

图表8：市场主体景气度分化



资料来源：wind，中邮证券研究所

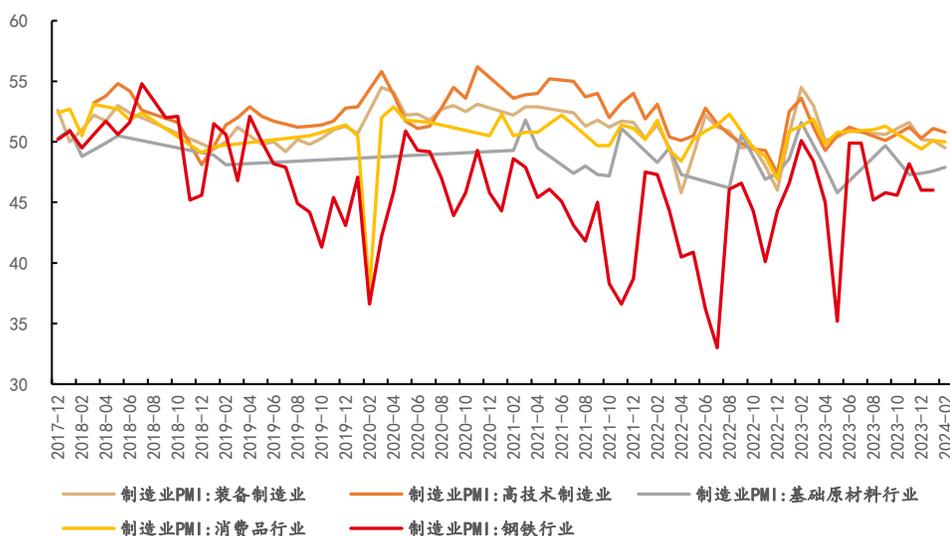
1.5 高技术制造业保持良好扩张态势，经济结构持续优化

2月份，高技术制造业PMI为50.8%，虽较上月下降0.3个百分点，但仍处于扩张区间，连续4个月保持在扩张区间，行业延续增长态势，不过弱于季节性表现，较春节分布相同的2022年、2021年、2019年三年均值52.7%回落1.9个百分点；此外，消费品行业PMI为50%，较上月小幅回落0.1个百分点，处于扩张区

间。装备制造业 PMI 为 49.50%，较上月回落 0.6 个百分点。高耗能行业 PMI 为 47.9%，比上月上升 0.3 个百分点，景气水平低位回升。

根据国家统计局公布数据，道路运输、航空运输、餐饮、货币金融服务、生态保护及公共设施管理和文化体育娱乐等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间；房地产、居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点。

图表9：经济结构持续优化，高技术制造业保持良好发展态势（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所

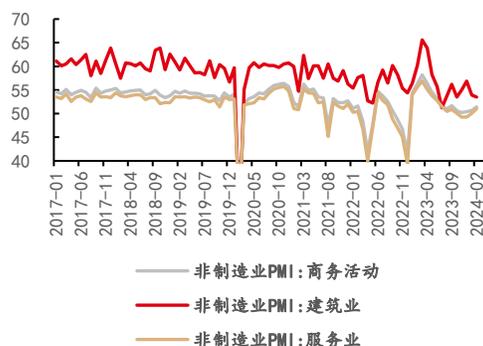
2 非制造业 PMI：非制造业保持高景气度

2 月非制造业 PMI 为 51.4%，前值 50.7%，较上期回升 0.7 个百分点。非制造业 PMI 好于季节性表现，较春节分布相同的 2022 年、2021 年、2019 年三年均值 51.23% 回升 0.17 个百分点。相对来看，非制造业 PMI 显示非制造业景气度更为向好。

2 月非制造业 PMI 商务活动 51.4%，较上个月回升 0.7 个百分点，且弱于季节性表现，较春节分布相同的 2022 年、2021 年、2019 年三年均值 52.43% 回落 1.03 个百分点，不过非制造业景气度持续处于荣枯线以上。其中，PMI 服务业为 51%，较上月回升 0.9 个百分点，连续两个月处于荣枯线之上，但弱于季节性表现，较春

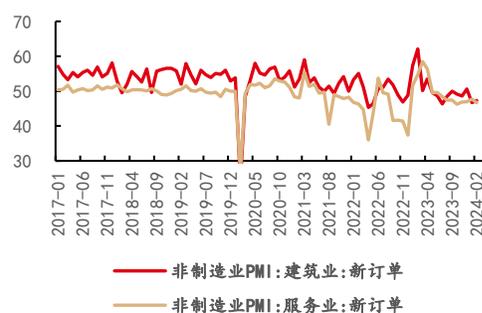
节分布相同的 2022 年、2021 年、2019 年三年均值 51.6% 回落 0.6 个百分点；PMI 建筑业 53.5%，较上期回落 0.4 个百分点，弱于季节性表现，较春节分布相同的 2022 年、2021 年、2019 年三年均值 57.17% 回落 3.67 个百分点，不过虽然景气度边际回落，但仍处于景气区间，与近期稳增长政策落地有关，如优化房地产调控政策、全力支持房地产在建项目融资和建设交付等。此外，PMI 建筑业新订单 47.3%，较上月回升 0.6 个百分点，指向未来建筑业景气度仍高。不过服务业 PMI 新订单 46.7%，较上月回落 1 个百分点，指向未来服务业景气度有回落风险。

图表10：非制造业保持高景气度（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所

图表11：制造业 PMI 分项走弱（%）



资料来源：wind，中邮证券研究所

3 展望

2024 年是实现“十四五”规划的关键一年。2 月 PMI 数据显示，当前社会预期仍弱、需求不足问题仍是制约经济持续修复的核心问题，如何恢复和扩大内需成为增强经济内生动力的关键。中央经济工作会议强调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，这就强调新旧动能有序衔接，新增长动力培育形成前，传统经济增长动能仍要保持稳定，在稳增长中调结构。因此 2024 年仍需宏观政策托底，稳增长的重点可能会重回房地产、基建领域，不过核心是托底市场，保障市场平稳健康发展，而非大幅刺激。2 月 LPR 非对称下降，5 年期以上 LPR 大幅下调，以及自去年以来优化房地产调控政策、加大对房地产融资支持力度等，均是以上意图的体现。

向后看，一季度：降息降准落地，刺激房地产和消费，并提振市场预期，但此时经济修复动力仍不足。二季度：财政加大支持力度，接续房地产宽松政策，房地产调控有望进一步优化，共同拉动需求回升。此阶段，为配合财政政策，货币政策降准预期仍在。三、四季度：相机决策，新的库存周期开启。房地产市场拐点出现后，经济韧性增强，需求向生产传导机制修复，新一轮库存周期有望正式开始，成为 2024 年四季度乃至 2025 年经济的重要支撑，直接决定了经济复苏的持续性。

4 风险提示

外需超预期疲软；房地产市场修复不及预期；海外地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048