



2024年2月PMI点评

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
zhangyunjie@gjzq.com.cn

极端天气扰动复工、复产节奏

事件：

3月1日，国家统计局公布2月PMI指数，制造业PMI为49.1、前值49.2；非制造业PMI为51.4、前值50.7。

制造业PMI小幅回落，生产降幅较大

制造业PMI小幅回落，极端天气影响下生产降幅较大。2月，制造业PMI 49.1%、较上月下降0.1个百分点。主要分项中，生产、原材料库存指数分别回落1.5、0.2个百分点至49.8%、47.4%，新订单指数持平上月录得49%。供货商配送时间大幅回落2个百分点至48.8%，对PMI形成“反向”贡献，但其变化主因或在于极端天气而非需求改善。需求仍显不足，制造业库存再度“回踩”。2月，内、外需边际回落，进口、新出口订单指数分别下挫0.3、0.9个百分点至46.4%、46.3%，拖累采购量、在手订单指数分别回落1.2、0.8个百分点至48%、43.5%。由于生产端降幅更大，制造业库存再度“回踩”，产成品库存指数下滑1.5个百分点至47.9%。

服务业景气回升，建筑业复工遭遇天气扰动

服务业带动下，非制造业景气扩张。2月，服务业PMI 边际上升0.9个百分点至51%、带动非制造业PMI 回升0.7个百分点至51.4%。服务业PMI 分项中，投入品价格、从业人员指数分别提升1.2、0.5个百分点至50.4%、46.9%，新订单、销售价格指数分别下滑1、0.3个百分点至46.7%、48.4%。

极端天气扰动复工节奏，建筑业PMI 有所回落。2月，全国大部地区遭遇寒潮、中东部地区出现冻雨等极端天气，建筑业PMI 边际下滑0.4个百分点至53.5%。其中，新订单指数较上月改善0.6个百分点至47.3%；从业人员、销售价格指数再度回落至收缩区间，分别较上月下滑2.5、1.5个百分点至47.6%、48.9%。

关注“外需”及“稳增长”链条的微观信号

分行业看，关注“外需”或超预期的微观信号。高频数据显示，国内建筑业、上游加工制造等链条受极端天气扰动较大。相比之下，汽车、化工等链条节后复工形势明显更好；节后汽车开工率快速反弹、乘用车批发销量维持历史高位，PTA 开工率、总需求量高位运行，或指向“外需”形势边际回暖。

重申观点：阶段性扰动即将告一段落，“稳增长”三步走进行时，对于经济的支撑效果或将逐步显现。2024年春节时点较晚、节后复工复产遭遇极端天气，或对政策落地见效产生“滞后性”影响。3月上旬中东部地区或迎升温，本轮极端天气即将结束，重点关注“稳增长”相关链条的修复性变化。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、制造业 PMI 小幅回落，生产降幅较大.....	3
2、服务业景气回升，建筑业复工遭遇天气扰动.....	4
3、关注“外需”及“稳增长”链条的微观信号.....	7
风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 2 月，制造业 PMI 小幅回落.....	3
图表 2： 2 月，PMI 主要分项中生产降幅较大.....	3
图表 3： 2 月，外需拖累新订单指数走弱.....	3
图表 4： 2 月，采购量指数明显回落.....	3
图表 5： 2 月，制造业库存再度“回踩”.....	4
图表 6： 2 月，原材料库存持续下降.....	4
图表 7： 2 月，小型企业 PMI 进一步下滑.....	4
图表 8： 2 月，小型企业 PMI 受需求掣肘较大.....	4
图表 9： 2 月，非制造业 PMI 延续回升.....	5
图表 10： 2 月，建筑业 PMI 回落、服务业 PMI 回升.....	5
图表 11： 2 月，服务业新订单回落、从业人员指数回升.....	5
图表 12： 2 月，服务业投入品价格增加、销售价格回落.....	5
图表 13： 春节假期全国整车货运流量维持历史高位.....	6
图表 14： 春节假期旅游人次增长、单价不及 2019 年同期.....	6
图表 15： 2 月，建筑业新订单改善、从业人员指数回落.....	6
图表 16： 2 月，建筑业销售价格回落至收缩区间.....	6
图表 17： 2024 年春节后，全国粉磨开工率较为平淡.....	7
图表 18： 2 月，国内中东部地区遭遇冻雨极端天气.....	7
图表 19： 春节后，汽车半钢胎开工率快速反弹.....	7
图表 20： 2024 年以来，乘用车批发销量维持历史高位.....	7
图表 21： 国内 PTA 开工率处于历史高位.....	8
图表 22： PTA 总需求量高于往年同期.....	8



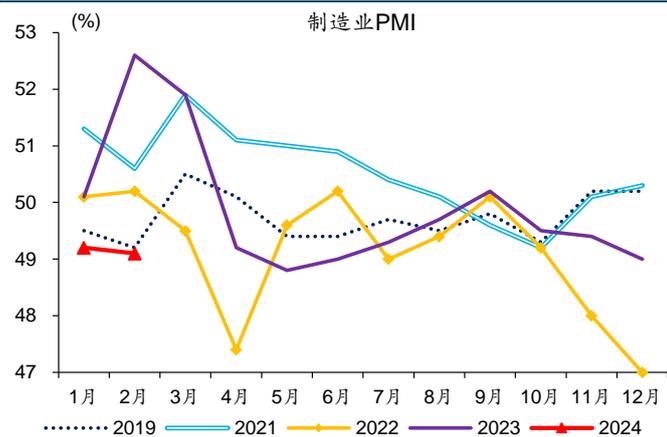
3月1日，国家统计局公布2月PMI指数，制造业PMI为49.1、前值49.2、预期49.2；非制造业PMI为51.4、前值50.7、预期50.7。

1、制造业PMI小幅回落，生产降幅较大

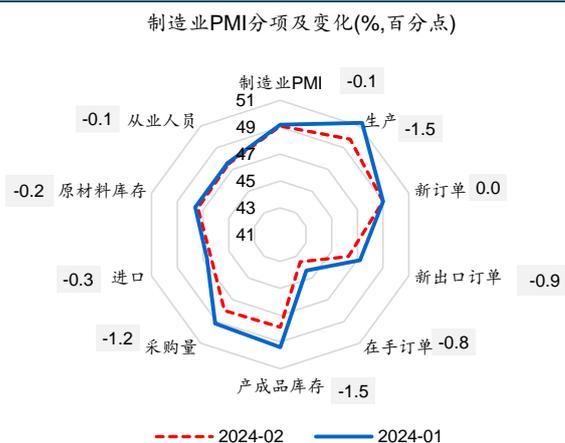
制造业PMI小幅回落，极端天气影响下生产降幅较大。2月，受春节假期及节后极端天气等因素的影响，制造业PMI较上月下降0.1个百分点至49.1%。主要分项中，生产、原材料库存、从业人员指数分别回落1.5、0.2、0.1个百分点至49.8%、47.4%、47.5%，新订单指数持平上月录得49%。供货商配送时间大幅回落2个百分点至48.8%，对PMI形成“反向”贡献，但其变化主因或在于极端天气而非需求改善。

图表1：2月，制造业PMI小幅回落

图表2：2月，PMI主要分项中生产降幅较大



来源：Wind、国金证券研究所

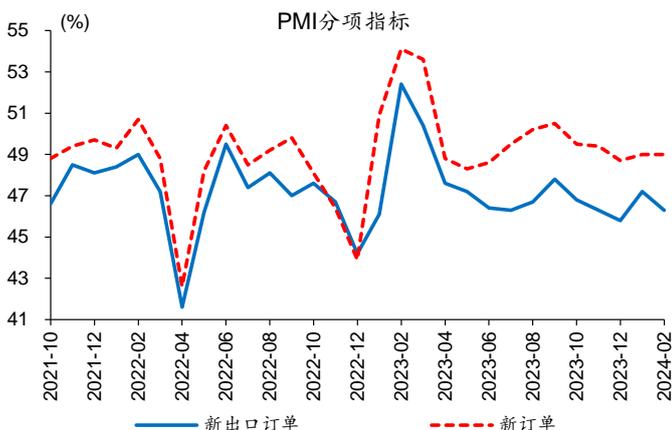


来源：Wind、国金证券研究所

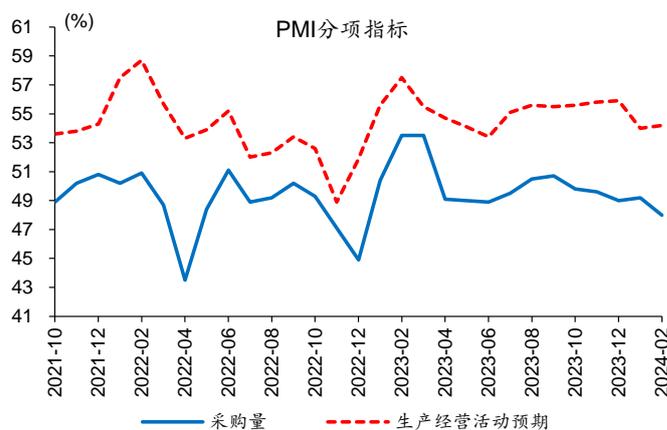
需求仍显不足，制造业库存再度“回踩”。2月，内、外需边际回落，进口、新出口订单指数分别下挫0.3、0.9个百分点至46.4%、46.3%，拖累采购量指数回落1.2个百分点至48%。由于生产端降幅更大，制造业库存再度“回踩”，产成品库存指数下滑1.5个百分点至47.9%。此外，企业在手订单指数明显回落，较上月下降0.8个百分点至43.5%；企业生产经营活动预期小幅改善，较上月提升0.2个百分点至54.2%。

图表3：2月，外需拖累新订单指数走弱

图表4：2月，采购量指数明显回落



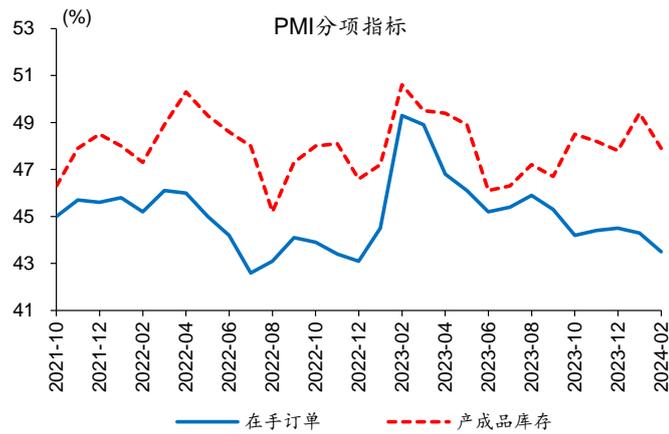
来源：Wind、国金证券研究所



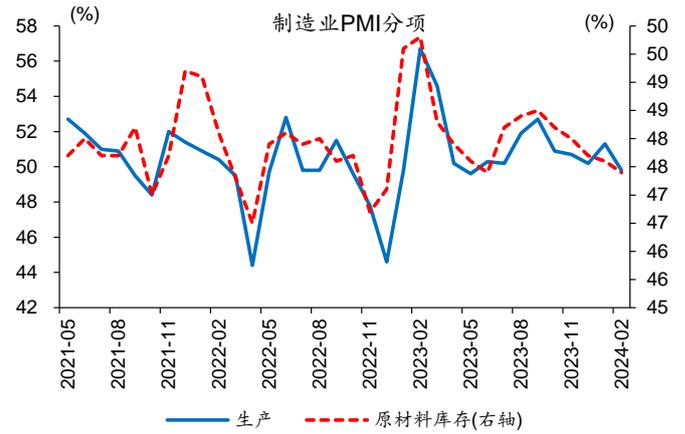
来源：Wind、国金证券研究所



图表5: 2月, 制造业库存再度“回踩”



图表6: 2月, 原材料库存持续下降

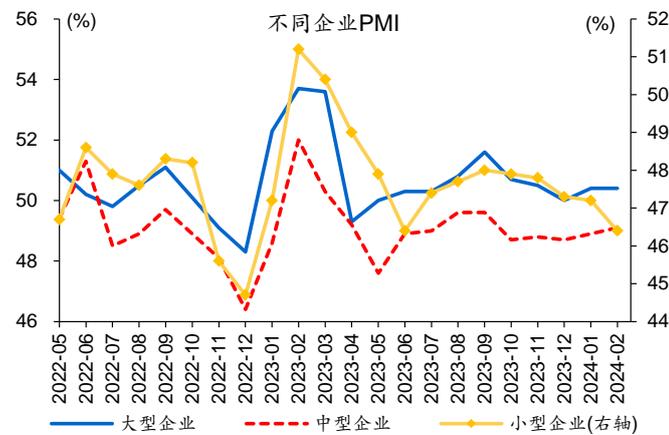


来源: Wind、国金证券研究所

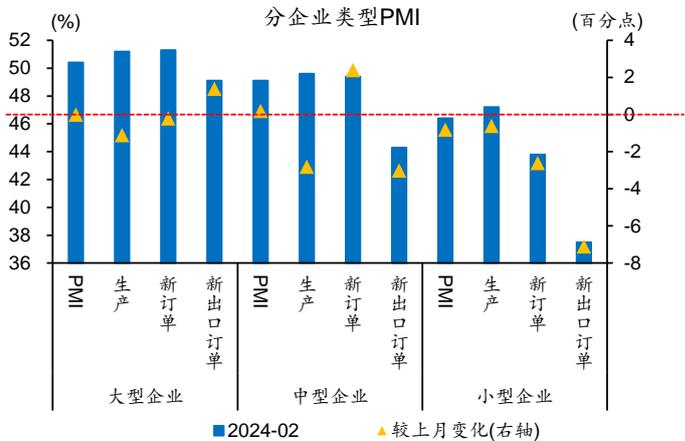
来源: Wind、国金证券研究所

大、中企业景气有所回升, 小型企业产需依然偏弱。2月, 大型企业 PMI 保持在扩张区间、持平上月录得 50.4%; 中型企业 PMI 小幅回升 0.2 个百分点至 49.1%, 小型企业 PMI 进一步下滑 0.8 个百分点至 46.4%。大型企业生产、新订单指数均维持高位, 分别较上月回落 1.1、0.2 个百分点至 51.2%、51.3%。中、小型企业生产偏弱, 生产指数分别较上月下降 2.8、0.6 个百分点至 49.6%、47.2%。但中型企业需求形势相对较好, 新订单指数显著回升 2.4 个百分点至 49.4%。小型企业产需依然偏弱, 尤其是外需大幅回落, 新出口订单指数下滑 7.1 个百分点至 37.5%, 拖累新订单指数下降 2.6 个百分点至 43.8%。

图表7: 2月, 小型企业 PMI 进一步下滑



图表8: 2月, 小型企业 PMI 受需求掣肘较大



来源: Wind、国金证券研究所

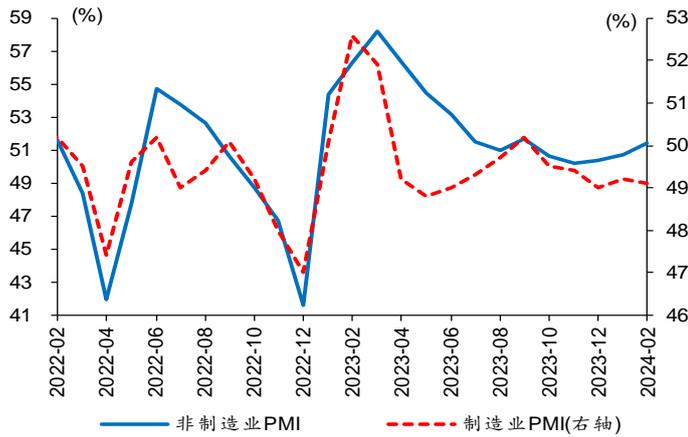
来源: Wind、国金证券研究所

2、服务业景气回升, 建筑业复工遭遇天气扰动

服务业带动下, 非制造业景气扩张。2月, 服务业 PMI 边际上升 0.9 个百分点至 51%、带动非制造业 PMI 回升 0.7 个百分点至 51.4%。服务业细分行业中, 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、道路运输、餐饮等行业商务活动指数位于 53.0% 以上, 航空运输、文娱等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间。与服务业相反, 春节期间建筑业进入传统生产淡季, 建筑业商务活动指数下降 0.4 个百分点至 53.5%。

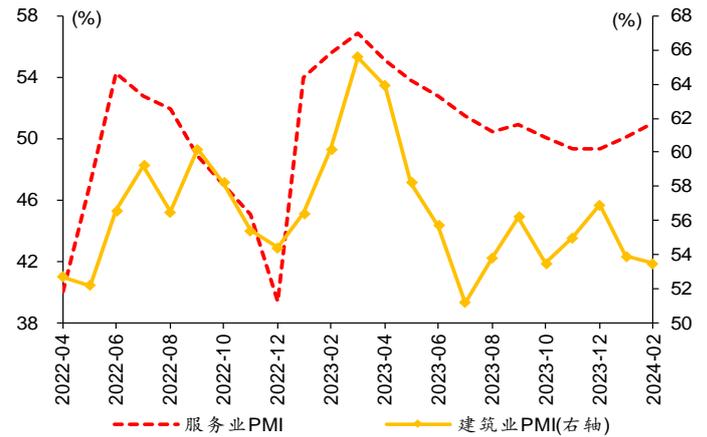


图表9: 2月, 非制造业PMI 延续回升



来源: Wind、国金证券研究所

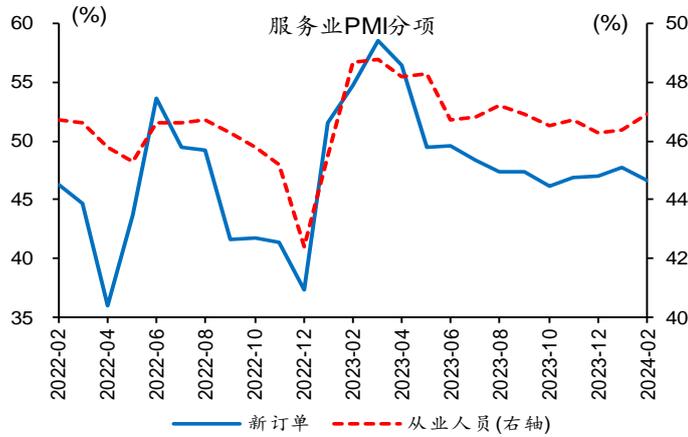
图表10: 2月, 建筑业PMI 回落、服务业PMI 回升



来源: Wind、国金证券研究所

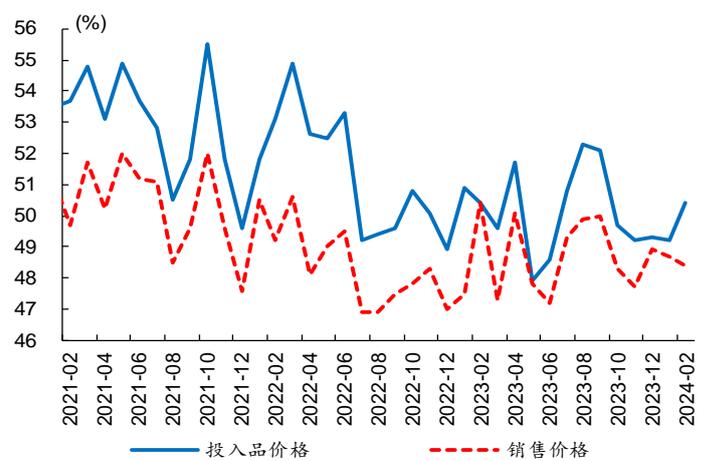
春节假日等因素带动下, 服务业景气度呈现季节性回升。2月, 部分服务行业劳动力需求增加、带动从业人员指数提升0.5个百分点至46.9%; 极端天气或抬高了部分行业生产、运输成本, 投入品价格指数明显上升1.2个百分点至50.4%。与此同时, 服务业需求有所回落, 新订单、销售价格指数分别下滑1、0.3个百分点至46.7%、48.4%。作为对比, 春节假期全国国内旅游出游人次恢复至2019年同期119%, 客单价则为2019年同期90.5%。

图表11: 2月, 服务业新订单回落、从业人员指数回升



来源: Wind、国金证券研究所

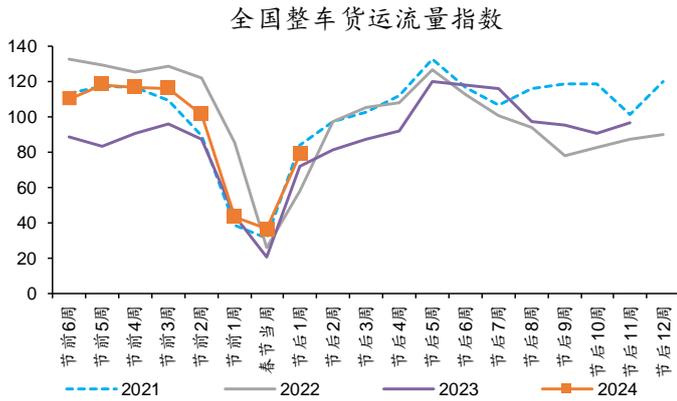
图表12: 2月, 服务业投入品价格增加、销售价格回落



来源: Wind、国金证券研究所

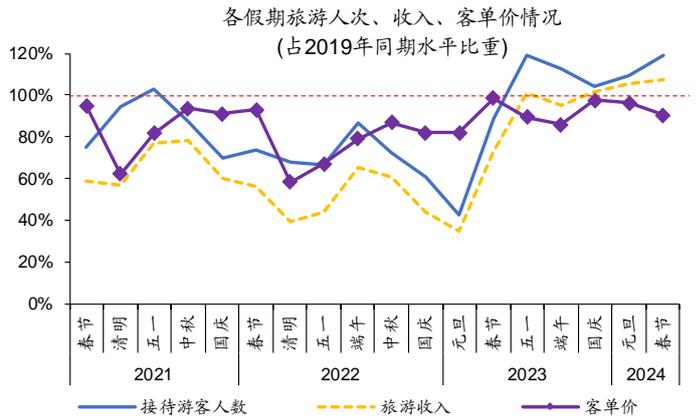


图表13: 春节假期全国整车货运流量维持历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

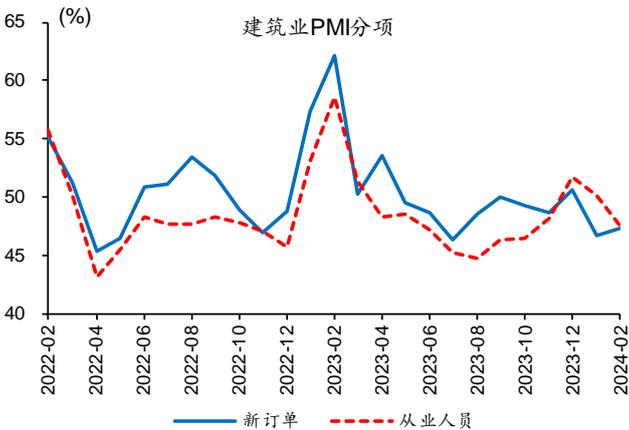
图表14: 春节假期旅游人次增长、单价不及2019年同期



来源: 文旅部、国金证券研究所

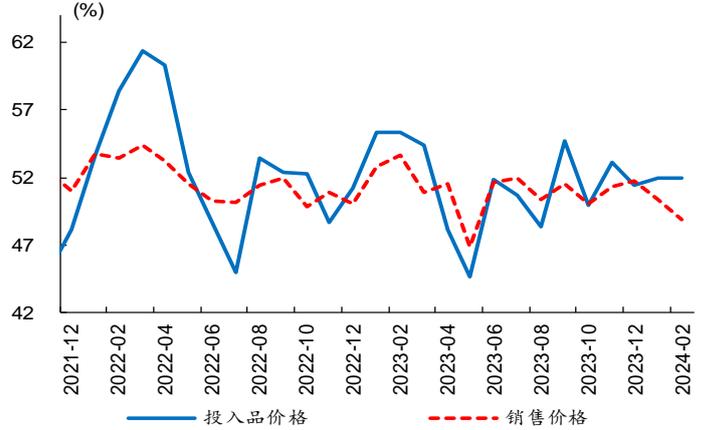
极端天气扰动复工节奏，建筑业PMI有所回落。2月中下旬，全国大部地区气温断崖式回落，中东部地区出现冻雨等极端天气，对建筑业复工节奏形成扰动。高频数据上看，节后首周，全国粉磨开工率依然表现平淡。反映到建筑业PMI分项数据当中，从业人员、销售价格指数再度回落至收缩区间，分别较上月下滑2.5、1.5个百分点至47.6%、48.9%；建筑业新订单指数仍处于收缩区间，边际上较上月小幅改善0.6个百分点。

图表15: 2月，建筑业新订单改善、从业人员指数回落



来源: Wind、国金证券研究所

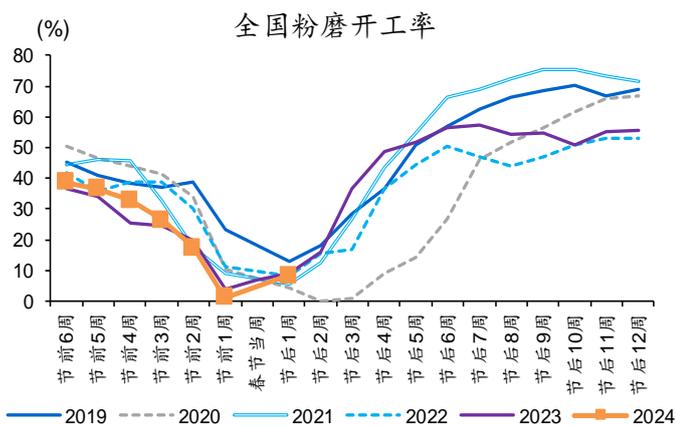
图表16: 2月，建筑业销售价格回落至收缩区间



来源: Wind、国金证券研究所

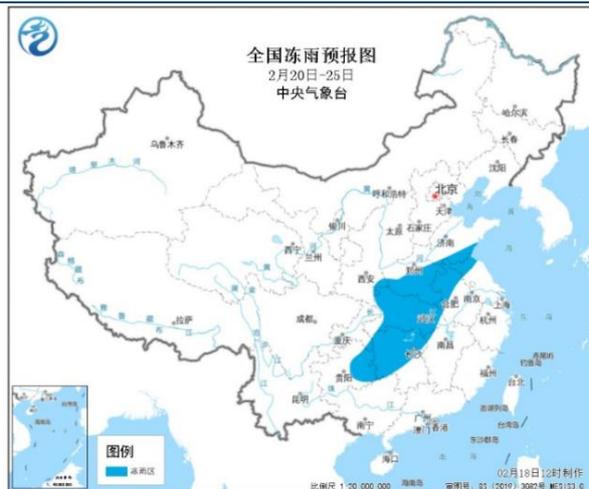


图表17: 2024年春节后, 全国粉磨开工率较为平淡



来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 2月, 国内中东部地区遭遇冻雨极端天气

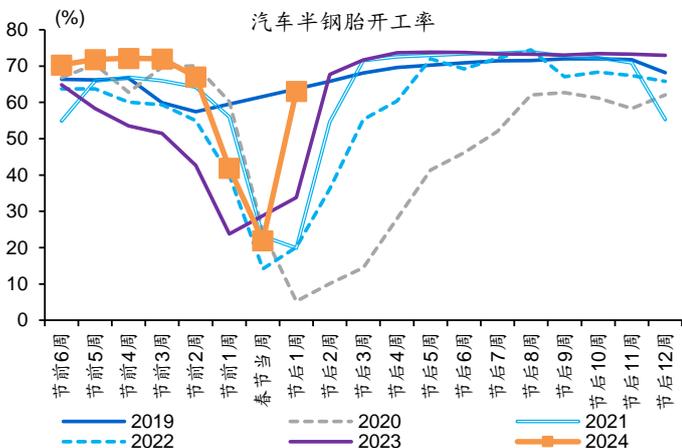


来源: 中央气象台、新闻联播、国金证券研究所

3、关注“外需”及“稳增长”链条的微观信号

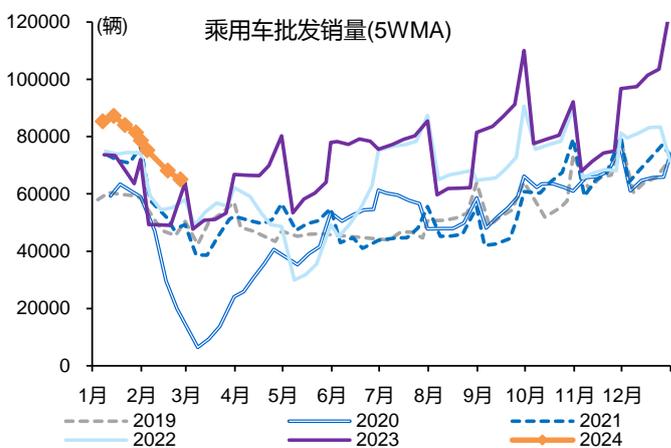
分行业看, 关注“外需”或超预期的微观信号。高频数据显示, 国内建筑业、上游加工制造等链条受极端天气扰动较大; 相比之下, 化工、汽车等链条节后复工形势明显更好, 或指向“外需”边际回暖。其中, 春节后汽车半钢胎开工率在春节后快速反弹、乘用车批发销量维持历史高位, 或反映汽车出口需求依然较旺盛; 化工链条中, PTA 开工率保持在高位、PTA 总需求量明显高于往年同期水平, 或与纺织、服装等出口形势持续回暖有关。

图表19: 春节后, 汽车半钢胎开工率快速反弹



来源: Wind、国金证券研究所

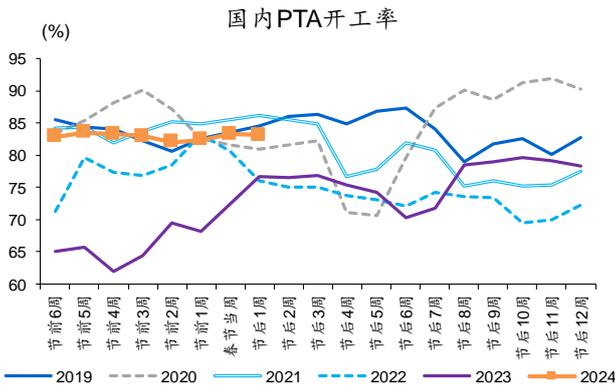
图表20: 2024年以来, 乘用车批发销量维持历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

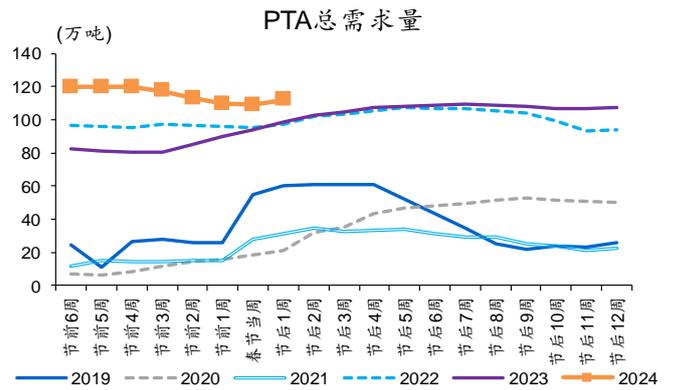


图表21: 国内 PTA 开工率处于历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: PTA 总需求量高于往年同期



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 阶段性扰动即将告一段落, “稳增长” 三步走进行时, 对于经济的支撑效果或将逐步显现。2024 年春节时点较晚、节后复工复产遭遇极端天气, 或对政策落地见效产生“滞后性” 影响。3 月上旬中东部地区或迎升温, 本轮极端天气即将结束, 重点关注“稳增长” 相关链条的修复性变化。

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究