

2月PMI数据解读

节日消费带动非制造业超季节性改善

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

3月1日，2月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.1（环比-0.1pct）；非制造业为51.4（环比+0.7pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2024-02	49.10	50.40	49.10	46.40	49.80	49.00	46.30	47.40	47.90	50.10	48.10	48.80	47.50	54.20
	2024-01	49.20	50.40	48.90	47.20	51.30	49.00	47.20	47.60	49.40	50.40	47.00	50.80	47.60	54.00
	2023-12	49.00	50.00	48.70	47.30	50.20	48.70	45.80	47.70	47.80	51.50	47.70	50.30	47.90	55.90
	2023-11	49.40	50.50	48.80	47.80	50.70	49.40	46.30	48.00	48.20	50.70	48.20	50.30	48.10	55.80
	2023-10	49.50	50.70	48.70	47.90	50.90	49.50	46.80	48.20	48.50	52.60	47.70	50.20	48.00	55.60
	2023-09	50.20	51.60	49.60	48.00	52.70	50.50	47.80	48.50	46.70	59.40	53.50	50.80	48.10	55.50
	较上月	-0.10	0.00	0.20	-0.80	-1.50	0.00	-0.90	-0.20	-1.50	-0.30	1.10	-2.00	-0.10	0.20
非制造	2024-02	51.40	47.00	50.50	59.90	-	46.80	47.30	-	46.40	50.60	48.50	50.30	47.00	57.70
	2024-01	50.70	52.90	48.30	52.40	-	47.60	45.20	-	47.20	49.60	48.90	52.00	47.00	59.70
	2023-12	50.40	51.20	46.80	55.90	-	47.50	50.90	-	46.00	49.60	49.30	51.00	47.10	60.30
	2023-11	50.20	53.50	46.50	50.60	-	47.20	46.80	-	46.70	49.80	48.30	51.80	46.90	59.80
	2023-10	50.60	50.30	51.20	51.30	-	46.70	49.10	-	46.20	49.70	48.60	52.00	46.50	58.10
	2023-09	51.70	56.20	48.40	51.40	-	47.80	49.40	-	46.90	52.50	50.30	51.30	46.80	58.70
	较上月	0.70	-5.90	2.20	7.50	-	-0.80	2.10	-	-0.80	1.00	-0.40	-1.70	0.00	-2.00

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：总体而言，2月PMI数据表现不弱。制造业在淡季呈现出一定韧性。景气度环比虽小幅下降（-0.1pct）但相较2019（-0.3pct）、2021（-0.7pct）等可比年份，回落幅度不大。需要指出，数据的韧性可能来自前期低基数和春节假期更长带来的季调补偿等因素。分贡献因素看，主要拉动来自配送（贡献0.3pct），生产、原料库存和就业构成小幅拖累（-0.375pct、-0.02pct、0.02pct）。非制造业超季节性改善，环比持续回升（+0.7pct），节日消费旺盛是主要原因。

具体来看，2月PMI有以下几点特征：

一是制造业产需缺口明显收窄，但可持续性仍待观察。从相对变化看，本月PMI“产需差”在连续两个月的扩张后显著收窄：一方面受春节开工不足影响，生产明显放缓（-1.5pct）；另一方面新订单保持稳定（+0pct），“产需差”高位收窄1.5pct至0.8pct。

二是库存/价格与“春节月份产需缺口收窄”特征吻合。库存方面，产成品与原材料库存双双下降。一方面，1月加速生产备货后，春节假期将产成品库存大幅消化，回落1.5pct至47.9。另一方面，企业春节停工采购意愿不足，原材料库存继续小幅回落，下降0.2pct至47.4。与此同时，价格指标走势背离：受

企业采购不足影响，原材料价格继续下滑；而出厂价格受供需差改善提振显著回升。预期方面，产需缺口收敛叠加产成品价格回稳，制造业预期环比小幅改善（+0.2pct至54.2），但仍位于近期偏低水平。

三是非制造业持续蓄力改善。从结构上看，服务业是主要拉动力量；建筑业继续小幅回落，但表现不弱。具体来看，节日出行及消费需求带动消费性服务业连续三个月反弹（本月+7.4pct至58.1），但随着生产放缓，生产性服务业继续走弱（-4.3pct至47.8）。这一特征也反映在不同规模非制造业企业的景气度上：消费性服务业居多的小型企业景气度改善（+7.5pct）明显强于大型（-5.9pct）、中型（+2.2pct）企业。

◆ 制造业

2月制造业PMI在春节淡季多因素扰动下，总体保持稳定。当月环比小幅回落0.1pct至49.1，连续5个月位于收缩区间。从季节性角度观察，今年开年淡季制造业景气度回落幅度小于2019和2021年等可比年份（PMI环比分别回落0.3和0.7pct）。即使综合考虑1-2月，今年累计变化幅度（0.1pct）也明显好于2019（-0.2pct）和2021（-1.3pct）。需要指出，这并不必然指向制造业表现较以往更好，回落幅度偏弱的原因可能来自前期低基数和春节假期更长带来的季调补偿等因素。**分贡献因素看，主要拉动来自配送（贡献0.3pct），生产、原料库存和就业构成小幅拖累（-0.375pct、-0.02pct、0.02pct）。**

本月产需缺口明显收窄，但可持续性仍待观察。从相对变化看，本月PMI“产需差”在连续两个月的扩张后显著收窄：一方面受春节开工不足影响，生产明显放缓（-1.5pct）；另一方面新订单保持稳定（+0pct），“产需差”高位收窄1.5pct至0.8pct。从绝对水平看，生产回落至收缩区间（49.8），三大需求指标也同样位于收缩区间：新订单企稳（49），新出口订单（-0.9pct至46.3）和在手订单（-0.8pct至43.5）低位萎缩。

库存/价格与“春节月份产需缺口收窄”特征相吻合。库存方面，产成品与原材料库存双双下降。一方面，1月加速生产备货后，春节假期将产成品库存大幅消化，回落1.5pct至47.9。另一方面，企业春节停工采购意愿不足，原材料库存继续小幅回落，下降0.2pct至47.4。与此同时，价格指标显著背离。受企业采购影响，原材料价格继续下滑，投入品价格下跌0.3pct至50.1；而出厂价格受供需差改善提振显著回升（+1.1pct至48.1），但仍未进入扩张区间。尽管企业“投入-产出成本差”有所修复，但投入品价格扩张而产成品价格收缩的趋势仍未改变，压制未来生产意愿。供应链方面，受春节人员紧张、运力饱和等因素影响配送时效显著下降（-2pct至48.8），对PMI形成提振。

上述因素影响下，制造业预期有所企稳。预期方面，产需缺口收敛叠加产成品价格回稳，制造业预期环比小幅改善（+0.2pct至54.2），但仍位于近期偏低水平。就业方面，从业人员指数下降0.1pct至47.5，为过去15个月新低，一定程度受到春节劳动力流动高峰扰动。分规模看，不同规模企业PMI分化延续，规模越大企业韧性越强。“大小企业差”进一步扩张0.8pct至4pct，小型企业新订单显著走弱（-2.6pct至43.8）或是重要原因。

◆ 非制造业

2月非制造业PMI持续蓄力改善。景气度环比逆季节性回升0.7pct至51.4，改善幅度好于近三年春节水平（剔除2023年，平均+0.03pct）。从结构上看，服务业是非制造业PMI改善的主要来源；建筑业继续小幅回落，但仍位于较好水平。

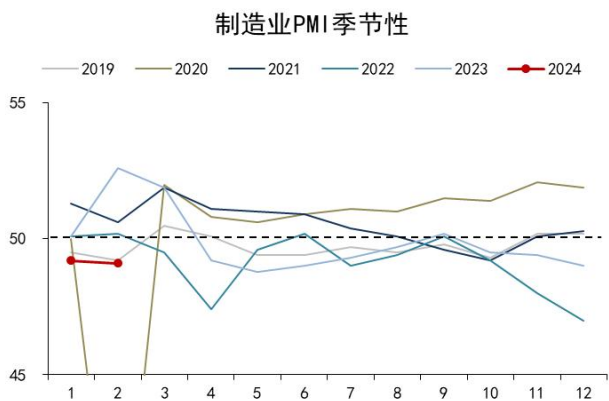
消费带动服务业PMI在扩张区间进一步巩固（环比增加0.9pct至51）。服务业内部分化依然明显：随着企业停工过节，生产性服务业景气度继续回落（-4.3pct至47.8），但节日出行及消费需求带动消费性服务业连续三个月反弹（本月+7.4pct至58.1）。

建筑业PMI季节性回落，但仍维持较好水平。建筑业PMI环比下降0.4pct至53.5。具体来看，建筑业的支撑主要来自土木工程建筑业，环比回升8.5pct至60.4；拖累主要来自建筑安装装饰及其它建筑业（环比下降7.1pct至53.8）以及房屋建筑业（环比下降4.6pct至48.4）。

从分项指标看，有三方面值得关注：**一是消费主导下，小型企业景气度改善。**当月大、中、小型非制造业企业PMI环比分别-5.9pct、+2.2pct和+7.5pct。这与小型企业利润（-3.8pct）和新订单（-4.9pct）显

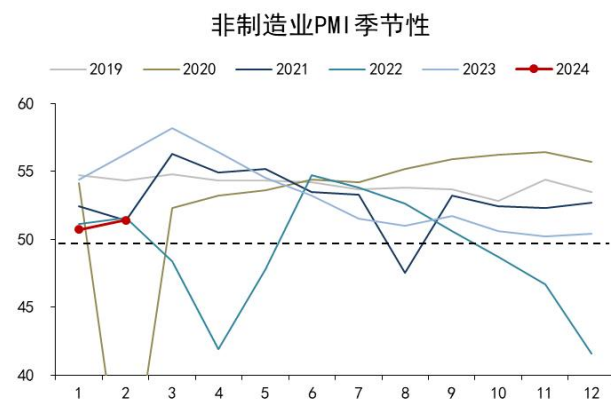
著改善有关，也凸显节日消费对于非制造业景气度改善的主导作用。二是企业利润有所走弱，“以价换量”特征明显。当月投入品价格指数上升(+1pct)而收费价格下滑(-0.4pct)，企业利润率受到挤压(-1.8pct)。三是就业保持稳定。非制造业就业保持稳定，主要由建筑业拖累(-2.5pct至47.6)，服务业起到稳定器作用(+0.5pct至46.9)。

图2: 制造业 PMI 的季节性



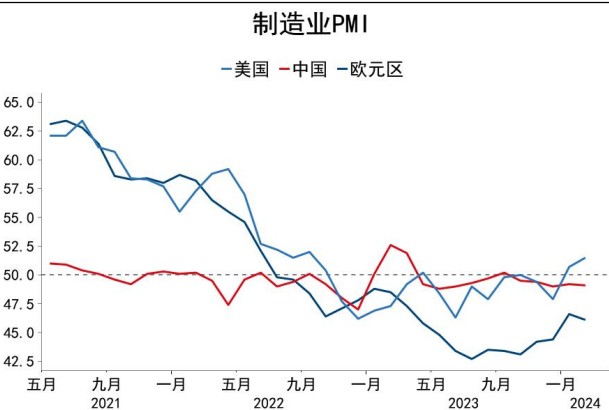
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



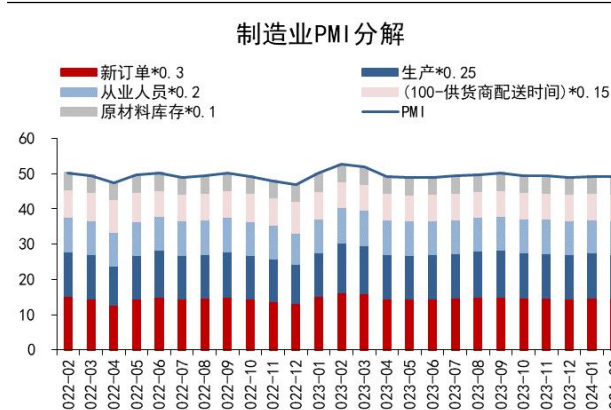
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 主要经济体制造业 PMI



资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

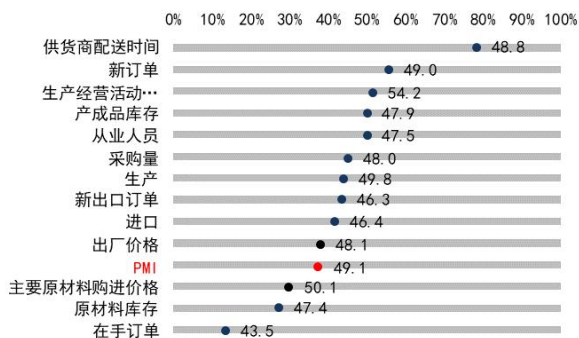
图5: 制造业 PMI 贡献分解



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数

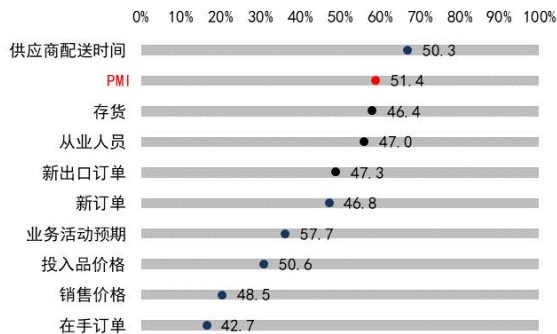
制造业PMI分项占过去3年分位数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

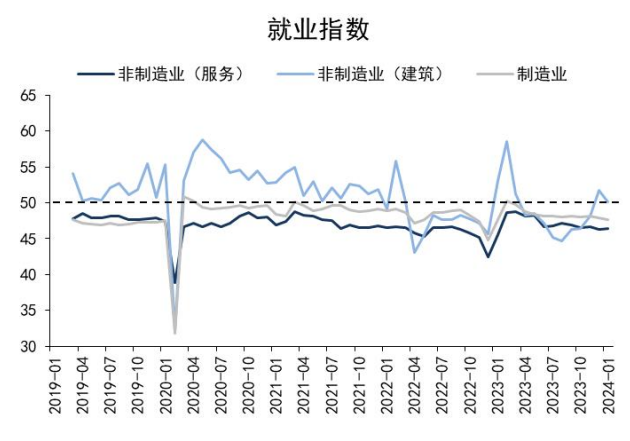
图7: 非制造业主要指标历史分位数

非制造业PMI分项占过去3年分位数



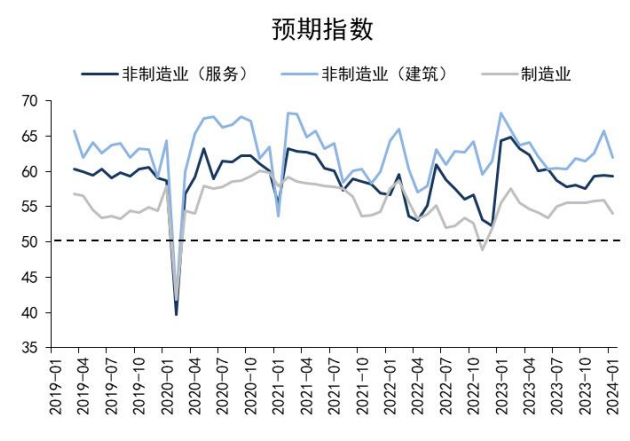
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 服务业成为就业稳定器



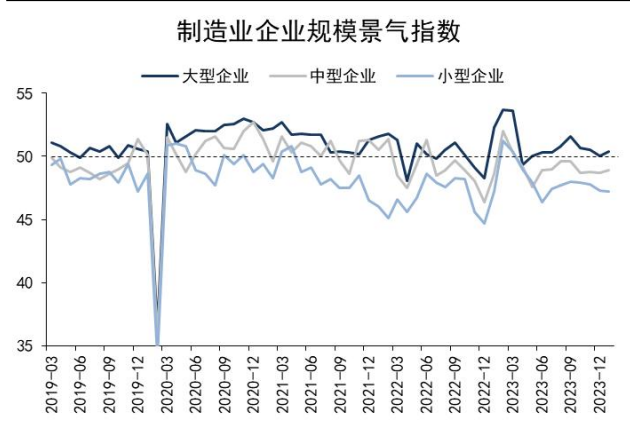
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 服务业预期相对稳健



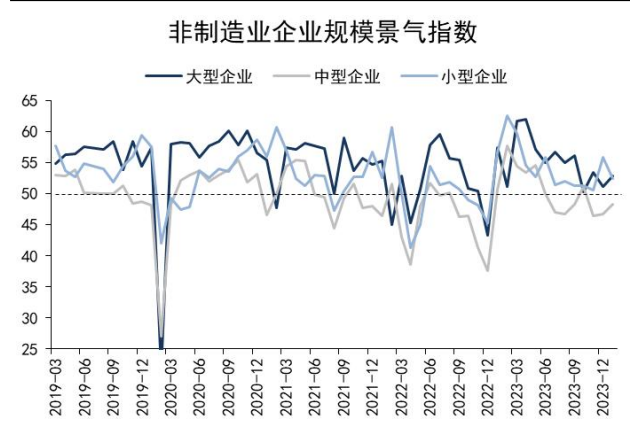
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大中型制造业企业景气度改善



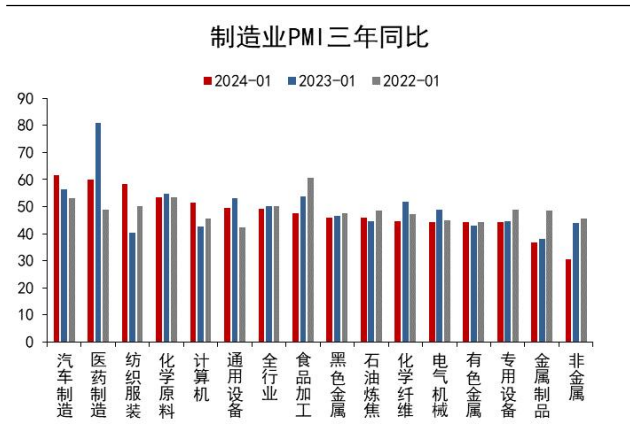
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 大中型非制造业企业景气度改善



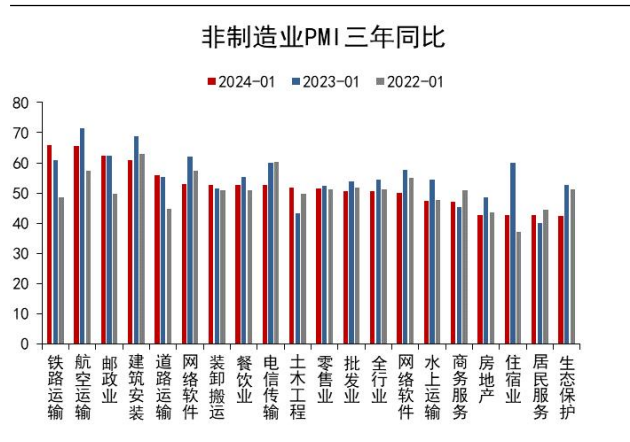
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

- 《LPR 调降解读-存款利率有望阶段性成为“利率锚”》——2024-02-20
- 《春节假期海外金融市场事项一览-亚太地区股市一枝独秀》——2024-02-17
- 《美国 1 月 FOMC 会议点评-美联储打压三月降息预期》——2024-02-02
- 《1 月 PMI 数据解读-企业“节前备货”带动超季节性企稳》——2024-01-31
- 《央行 2 月降准解读-降准的“预期内”与“预期外”》——2024-01-24

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032