

春节假期影响 PMI 表现，关注后续政策出台

——2月 PMI 数据点评

2024年03月01日

- **事件：** 2月中采制造业 PMI 为 49.1%，较上月回落 0.1 个百分点，非制造业 PMI 51.4%，较上月上行 0.7 个百分点。
- **制造业 PMI 环比季节性回落，PMI 降幅低于往年春节在 2 月的年份。** 2月制造业 PMI 依然处于荣枯线下方。春节在 2 月，企业开工受到影响，企业开工受到影响，对比往年春节在 2 月的月份，制造业 PMI 环比多有所回落。
- **生产进入传统淡季，内外需表现尚未修复。** 生产指数下探至荣枯线下方，春节为传统生产淡季，上游化纤制品、黑色金属加工行业处于临界点下方，下游医药、食品制造、电气机械等行业生产景气度依然较高。需求端来看，新订单指数与上月持平，出口订单、进口指数均有所下滑。
- **原材料、出厂价格走势分化，企业去库进程仍处磨底阶段。** 原材料购进价格回落，出厂价格上行，下游加工制造业利润边际修复。企业产成品、原材料库存保持去化，春节原材料采购和交货时间减慢。生产经营活动预期小幅好转，小型企业为主要拉动。
- **小型企业出口订单大幅下滑，中型企业新订单反弹上行。** 小型企业原材料购进价格上行，成本端持续承压。小型企业新出口订单指数显著下滑，中型企业也有所回落，仅大型企业上涨。仅中型企业的新订单指数上行，进口指数保持增长。政策上对于中小企业的扶持延续，美联储降息预期后置，短期外需仍阶段性承压。
- **春节带动服务业 PMI 上行，建筑业 PMI 受假期和雨雪天气影响边际回落。** 返乡、旅游人数增加，出行和服务相关的行业景气度抬升。房地产投资表现依然偏弱，开年以来地方债发行偏缓，地方化债背景下，地方重大项目建设可能会受到一定影响，未来需要关注中央财政的支持力度。
- **政策将持续助力稳经济，节后生产有望季节性修复。** 总体而言，2月数据受到春节因素干扰较大，3月 PMI 预期环比回升，生产将出现好转。两会召开将出台更多提振经济的政策，中央财经委会议提出的“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”，有望给制造业需求带来支撑。当前中美仍处于去库存的磨底阶段，补库进程仍有一定扰动，美联储未来开启降息后，有望带动需求转好，提振海外的补库进程。短期地产产业链的拖累仍将持续，后续“三大工程”有望形成一定拉动。节后消费景气度的可掬仍需
- **风险因素：** 海外政策变动节奏和幅度超预期，居民消费、购房持续疲弱，政策出台和落地不及预期。

分析师：于天旭

执业证书编号：S0270522110001

电话：17717422697

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

相关研究

经济结构的强与弱

通胀小幅反弹，全年中枢处于低位
多措并举，助力经济增长向好

正文目录

事件.....	3
1 季节性因素制造业 PMI 环比回落.....	3
2 春节带动服务业 PMI 上行, 建筑业 PMI 回落.....	4
3 总结与展望.....	5
4 风险提示.....	6
图表 1: 历年 2 月-1 月制造业 PMI 环比差值对比 (%).....	3
图表 2: 大中型企业 PMI 表现相对稳定 (%).....	3
图表 3: PMI 分项指标大多回落, 出厂价格上行 (%).....	3
图表 4: 美国制造业 PMI 上行, 日本、欧洲回落 (%).....	3
图表 5: 原材料和产成品库存小幅累积 (%).....	4
图表 6: 原材料和出厂价格价差收窄 (%).....	4
图表 7: 建筑业 PMI 业务活动预期下跌幅度较大 (%).....	5
图表 8: 服务业投入品价格指数上行(%).....	5
图表 9: 企业利润前瞻指数保持上行 (%).....	6
图表 10: 企业融资环境指数上行 (%).....	6

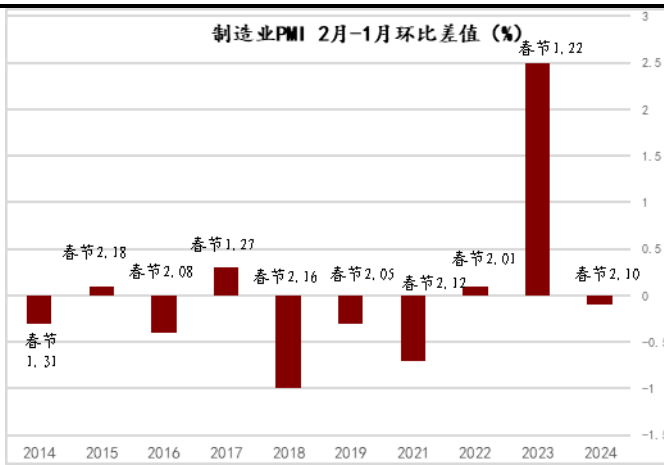
事件

2024年2月，中采制造业PMI 49.1%，较上月下跌0.1个百分点，非制造业PMI 51.4%，较上月上行0.7个百分点，综合PMI 50.9%，与上月持平。

1 季节性因素制造业 PMI 环比回落

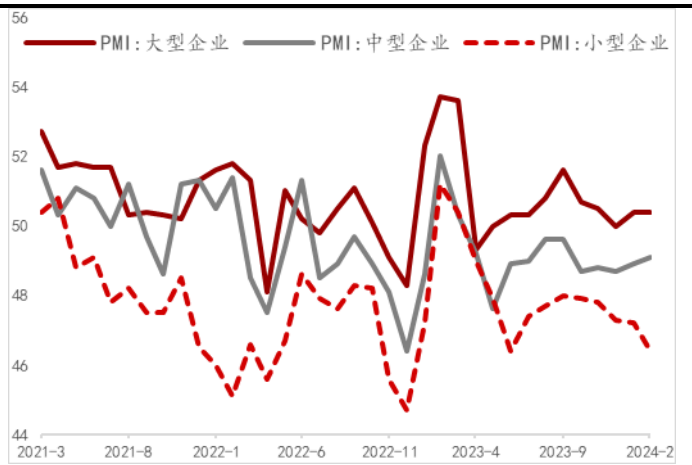
制造业PMI环比季节性回落，春节为主要扰动，但PMI降幅低于春节在2月的年份。2月制造业PMI环比小幅回落0.1个百分点至49.1%，依然处于荣枯线下方。春节在2月，企业开工受到影响，对比往年春节在2月的月份，制造业PMI环比多有所回落。中型企业PMI上行，大型企业PMI持平于50.4%，保持在荣枯线上方，小型企业PMI有所下滑。

图表1: 历年2月-1月制造业PMI环比差值对比 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

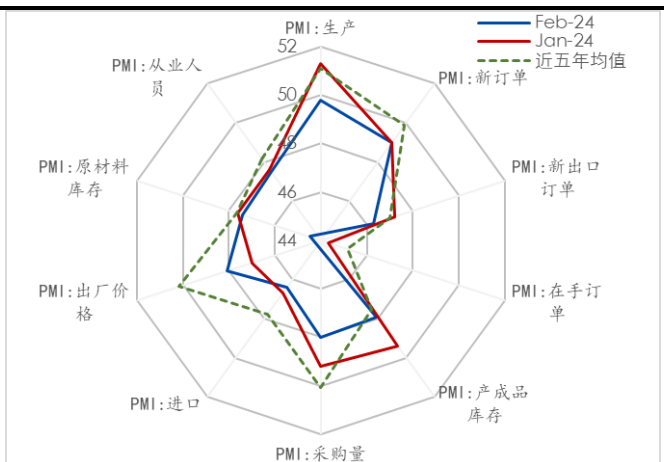
图表2: 大中型企业PMI表现相对稳定 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

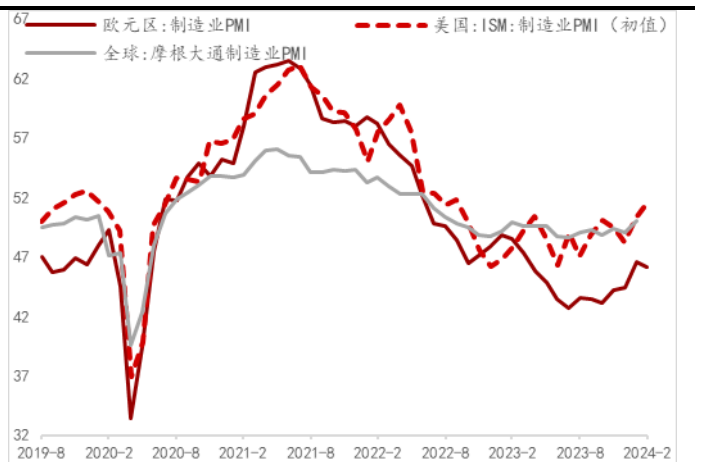
生产进入传统淡季，内外需表现尚未修复。分项来看，生产指数环比转为下跌1.5个百分点至49.8%，下探至荣枯线下方，春节为传统生产淡季，务工人员返乡，企业生产回落，从统计局公布数据来看，上游化纤制品、黑色金属加工行业处于临界点下方，下游医药、食品制造、电气机械等行业生产景气度依然较高。需求端来看，新订单指数环比持平于上月的49%，新出口订单指数环比转为下跌0.9个百分点至46.3%，进口指数环比转为下跌0.3个百分点至46.4%，内外需偏弱的问题依然存在。美国制造业PMI（初值）由50.3%继续上行至51.5%，日本制造业PMI环比回落，欧元区制造业PMI再度下行，其中制造业为代表的德国下行幅度较大，法国有所上行，外需依然承压。

图表3: PMI分项指标大多回落，出厂价格上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 美国制造业PMI上行，日本、欧洲回落 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

原材料、出厂价格走势分化。主要原材料购进价格回落0.3个百分点至50.1%，出厂价格上行1.1个百分点至48.1%，两者走势分化。原材料-出厂价格指标收窄，下游加工制造业利润边际修复。

产成品、原材料库存去化，当前去库进程尚处于磨底阶段。产成品库存产成品库存由49.4%回落至47.9%，原材料库存下行0.2个百分点至47.4%。供货商配送时间由50.8%回落为48.8%，采购量下行1.2个百分点至48%，企业原材料采购和交货时间减慢，春节带来季节性扰动。

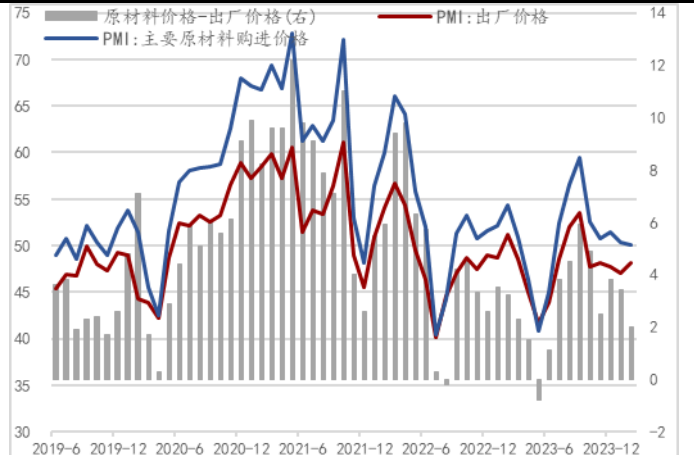
生产经营活动预期小幅好转，小型企业为主要拉动。PMI生产经营活动预期指标由54%上行为54.2%，节后边际回升。其中小型企业上行幅度最大，大、中型企业有所下滑。

图表5: 原材料和产成品库存小幅累积 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表6: 原材料和出厂价格价差收窄 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

小型企业经营和预期持续转好，但出口订单大幅下滑，中型企业新订单反弹上行。从不同企业类型来看，小型企业原材料购进价格上行，成本端持续承压，大、中型企业原材料购进价格回落，各类型企业出厂价格均有所反弹。受春节生产转弱影响，小型企业原材料库存小幅累积，大中型企业原材料库存保持去化。中、小型企业的产成品库存明显去化，大型企业产成品库存小幅累积。小型企业新出口订单指数显著下滑，中型企业也有所回落，仅大型企业新出口订单指数上涨。仅中型企业的新订单指数上行，进口指数保持增长，相对而言，中型企业的需求端表现较好。政策上对于中小企业的扶持延续，美联储降息预期后置，短期外需仍阶段性承压。

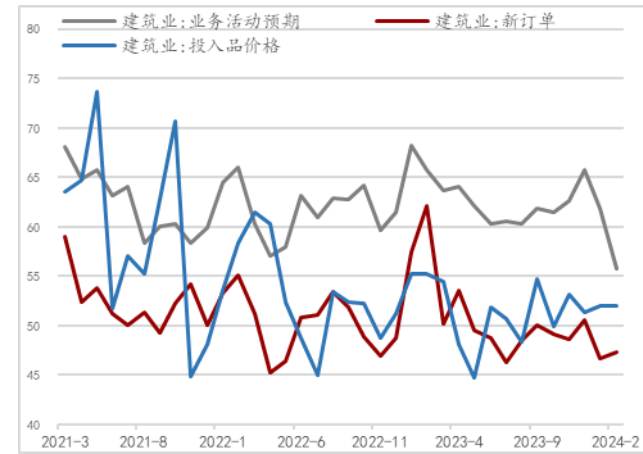
2 春节带动服务业 PMI 上行，建筑业 PMI 回落

春节带动服务业PMI上行。2月非制造业PMI 51.4%，较上月上行0.7个百分点，其中，建筑业PMI 下跌至53.5%，上月为53.9%，服务业PMI 51%，较上月上行0.9个百分点。春节假期带动下，返乡、旅游人数增加，出行和服务相关的行业景气度抬升，根据统计局数据，零售餐饮、道路运输等行业PMI均在53%以上，航空、文娱、货币金融服务均位于60%以上的高景气

建筑业PMI受假期和雨雪天气影响边际回落。春节因素影响建筑业开工，低温和雨雪天气也带来一定扰动，建筑业新订单指数上行0.6个百分点至47.3%，建筑业业务活动

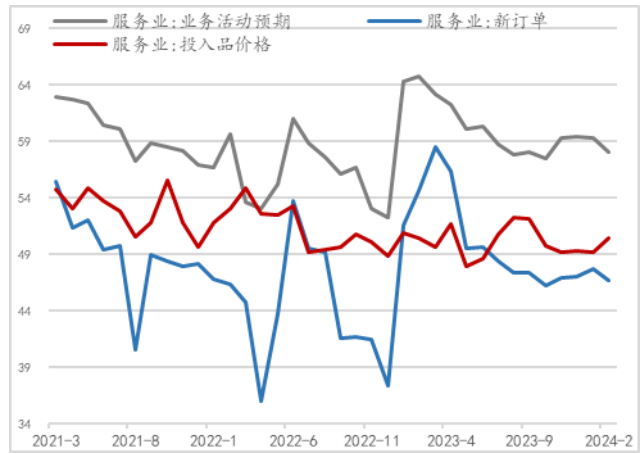
预期下跌6.2个百分点至55.7%。房地产投资表现依然偏弱，开年以来地方债发行偏缓，地方化债背景下，地方重大项目建设可能会受到一定影响，未来需要关注中央财政的支持力度。

图表7: 建筑业PMI业务活动预期下跌幅度较大(%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8: 服务业投入品价格指数上行(%)



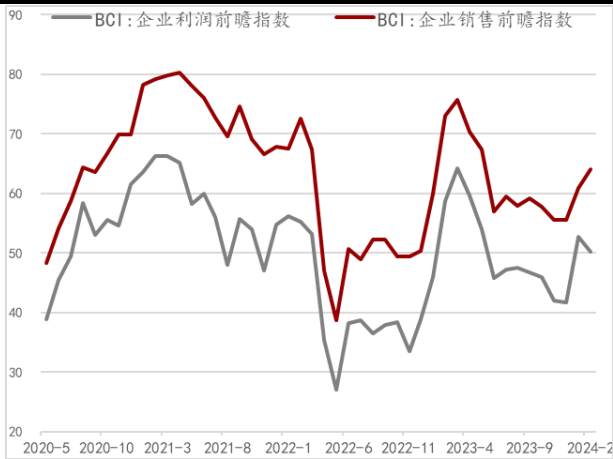
资料来源: Wind, 万联证券研究所

制造业就业回落，小型企业用工转弱，服务业用工需求季节性拉升。2月制造业PMI从业人员从上月的47.6%下跌为47.5%，仅小型企业从业人员PMI下跌，中型、大型企业从业人员PMI均小幅上行。服务业从业人员较上月上行0.5个百分点至46.9%，建筑业从业人员47.6%，较上月下跌2.5个百分点。

3 总结与展望

政策将持续助力稳经济，节后生产有望季节性修复。总体而言，2月数据受到春节因素干扰较大，3月PMI预期环比回升，生产将出现好转。两会召开将出台更多提振经济的政策，中央财经委会议提出的“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”，有望给制造业需求带来支撑。当前中美仍处于去库存的磨底阶段，补库进程仍有一定扰动，美联储未来开启降息后，有望带动需求转好，提振海外的补库进程。短期地产产业链的拖累仍将持续，后续“三大工程”有望形成一定拉动。春节旺季过后，未来消费景气度的可持续仍需观察。

图表9: 企业利润前瞻指数保持上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表10: 企业融资环境指数上行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

4 风险提示

海外政策变动节奏和幅度超预期, 居民消费、购房持续疲弱, 政策出台和落地不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场