

2024年03月02日

## 供需结构改善，关注长期再平衡

宏观研究团队

——兼评2月PMI数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

2024年2月官方制造业PMI 49.1%，预期49.2%，前值49.2%；官方非制造业PMI 51.4%，预期50.7%，前值50.7%。

### ● 2月PMI印象：制造业供需结构改善，建筑业延续承压，服务业边际改善

**(1)制造业PMI环比好于季节性，供需均下行但供需结构短期改善。**2月制造业PMI为49.1%，低于过去五年春节均值的50.0%，好的方面在于环比较1月仅下行0.1个百分点，好于过去五年春节的-0.3%。春节效应下供给的收缩幅度大于需求，带来短期的供需格局和价格水平改善。

**(2)建筑业PMI连续2个月下行。**2024年百年建筑调研工地样本量为10094个，低于2023年的12220个，并指出“新项目总量减少且开工进度慢于去年（2023年），部分地区特定的续建项目暂缓施工”。往后看，万亿国债陆续形成实物工作量，叠加房地产加快白名单融资审批、城改专项借款投放，建筑业景气度或将企稳。

**(3)服务业PMI边际改善。**春节消费数据的一致性在于“量”超预期、“价”相对平稳，但总消费水平的修复路径仍维持韧性。分行业来看，2月航空运输、货币金融服务、文化体育娱乐等行业景气度较高；房地产、居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点。

### ● 提示复工复产进度或放缓

从2个指标来看，供给的回落或不止季节性，复工复产的斜率发生了一定变化。

**(1)百度地图迁徙指数明显回落：**春节当周、节后1周、节后2周，2024年复工进度分别为48.2%、76.5%、96.2%，分别较2023年同期+3.0%、-1.4%、-2.2%。劳务输出大市的迁出指数和劳务输入大市的迁入指数同样降低。

**(2)百年建筑开复工率：**截至2月27日（农历正月十八），百年建筑调研全国10094个工地开复工率39.9%，农历同比增加1.5个百分点；劳务上工率38.1%，农历同比下降5.2个百分点。

### ● 供需再平衡视角：“两条腿走路”的进一步确认

2023年我们多次强调“两条腿走路”，即单纯发展先进制造业可能造成产能过剩，宽财政的投向除基建+三大工程的老动能以外，或可考虑居民部门，包括财政支出提高工资、中央消费券和消费补贴、中央财政补贴居民（欧美日）、收入分配制度改革等。2月23日习近平总书记主持召开中央财经委员会第四次会议，强调“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”，并指出“要坚持中央财政和地方政府联动”，指向政策思路更加重视供需协同，往后看需关注二十届三中全会，或进一步深化统一大市场、财税制度改革、收入分配制度改革等。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《海外动荡，国内消费量高价稳——春节海内外要闻—宏观深度报告》  
-2024.2.18

《各地两会的6大政策信号—宏观经济专题》-2024.2.18

《信贷新特点更重“质”——Q4央行货币政策报告点评—宏观经济点评》  
-2024.2.9

## 目 录

1、 2月 PMI 印象：制造业供需结构改善，建筑业延续承压，服务业边际改善.....	3
2、 提示复工复产进度或放缓 .....	5
3、 供需再平衡视角：“两条腿走路”的进一步确认 .....	7
4、 风险提示 .....	7

## 图表目录

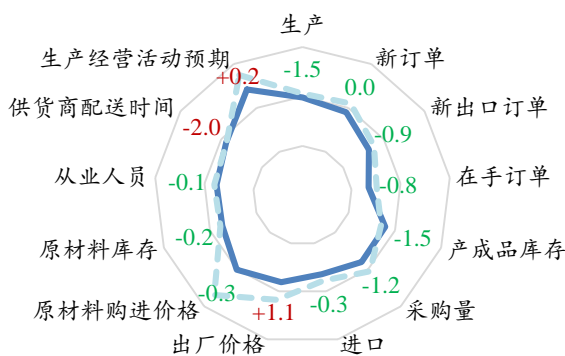
图 1： 2月制造业 PMI 环比好于季节性 .....	3
图 2： 2月建筑业景气度下滑 .....	4
图 3： 2024 年百年建筑调研工地样本量减少 .....	4
图 4： 2月服务业 PMI 延续改善 .....	4
图 5： 2024 年春节消费的共性在于量增价稳.....	4
图 6： 国内旅游总消费水平延续修复 .....	5
图 7： 春节后，百度地图迁徙指数明显回落.....	5
图 8： 春节过后，复工人流进度明显回落 .....	5
图 9： 多个劳务输出大市的百度地图迁出指数低于 2023 年同期.....	6
图 10： 多个劳务输入大市的百度地图迁入指数低于 2023 年同期.....	6
图 11： 春节第二周，工地开复工率 39.9% .....	6
图 12： 春节第二周，劳务到位率 38.1%.....	6

2024年2月官方制造业 PMI 49.1%，预期 49.2%，前值 49.2%；官方非制造业 PMI 51.4%，预期 50.7%，前值 50.7%。2月 BCI 指数 51.6%，前值 51.1%。

## 1、2月 PMI 印象：制造业供需结构改善，建筑业延续承压，服务业边际改善

**(1)制造业：2月 PMI 环比好于季节性，供需均下行但供需结构短期改善。**2月制造业 PMI 为 49.1%，低于过去五年春节均值的 50.0%，好的方面在于环比较 1 月仅下行 0.1 个百分点，好于过去五年春节的 -0.3%。供需方面，PMI 生产下行 1.5 个百分点至 49.8%，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别下行了 0.0、0.9、0.3 个百分点至 49.0%、46.3%、46.4%，春节效应下供给的收缩幅度大于需求，带来短期的供需格局和价格水平改善，指标体现为“产成品库存降低 1.5 个百分点”、“出厂价格改善 1.1 个百分点”。

图1：2月制造业 PMI 环比好于季节性



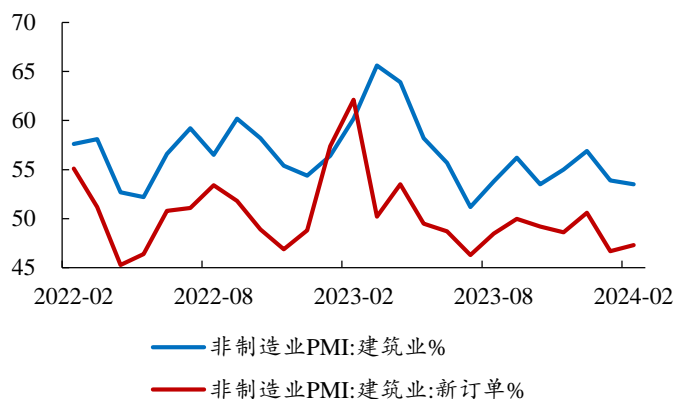
—— 2024年2月 —— 过去五年春节均值 —— 数字表示较前值(2024年1月)变动

数据来源：Wind、开源证券研究所；注：除疫情等特殊期间，供应商配送时间通常为反向指标

**(2)建筑业：假日叠加雨雪低温天气，2月建筑业 PMI 下降了 0.4 个百分点至 53.5%，**低于 60% 的“实际荣枯线”<sup>1</sup>。2024 年百年建筑调研工地样本量为 10094 个、低于 2023 年的 12220 个，并指出“新项目总量减少且开工进度慢于去年（2023 年），部分地区特定的续建项目暂缓施工”。往后看，万亿国债陆续形成实物工作量，叠加 2 月以来房地产加快白名单融资审批、城改专项借款投放，建筑业景气度的下行压力或将收窄。

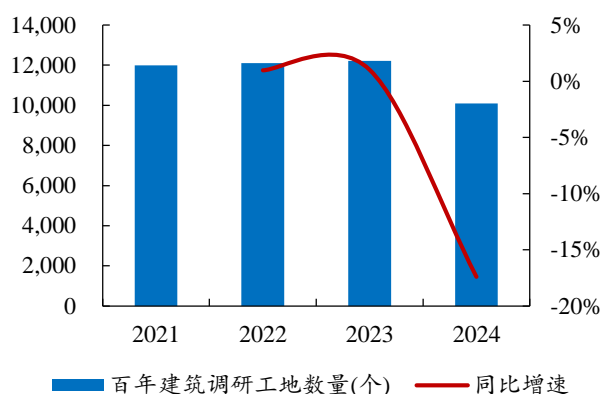
<sup>1</sup> 景气指数以 50% 为界上下波动，但建筑业 PMI 自 2012 年以来仅有一次低于 50%（2020 年 2 月），2012-2022 年均值 59.2%，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为 60%。

图2：2月建筑业景气度下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

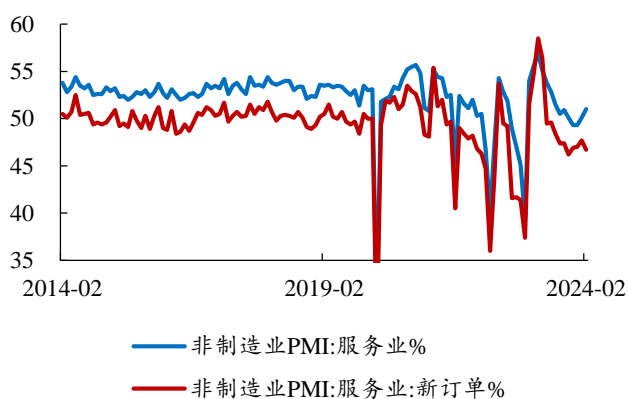
图3：2024年百年建筑调研工地样本量减少



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

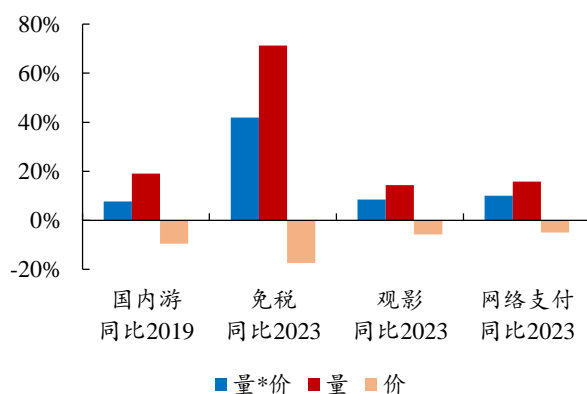
**(2)服务业：**2月服务业PMI为51.0%、较前值改善了0.9个百分点，但表征预期的服务业新订单PMI下滑了1.0个百分点至46.7%。分行业来看，春节假日提振居民旅游出行消费意愿，航空运输、货币金融服务、文化体育娱乐等行业景气度较高；房地产、居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点。

图4：2月服务业PMI延续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

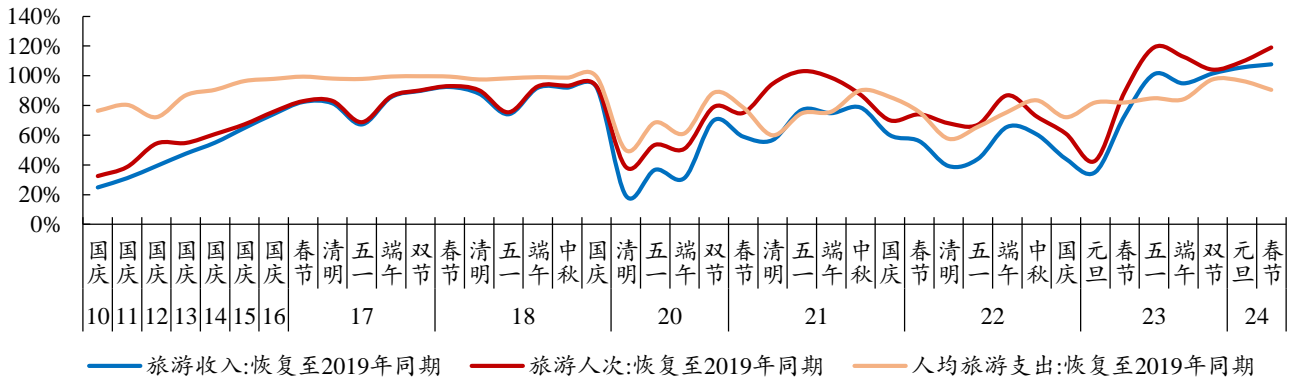
图5：2024年春节消费的共性在于量增价稳



数据来源：文旅部、海口海关、猫眼、央行、开源证券研究所

从春节消费数据来看，一致性体现为“量”超预期、“价”相对平稳，包括国内旅游、免税、观影、网络支付等。其中，春节旅游人均消费支出为2019年同期的90.5%，但也需看到图6中蓝色曲线代表的“总消费水平”修复路径仍维持韧性。

图6: 国内旅游总消费水平延续修复



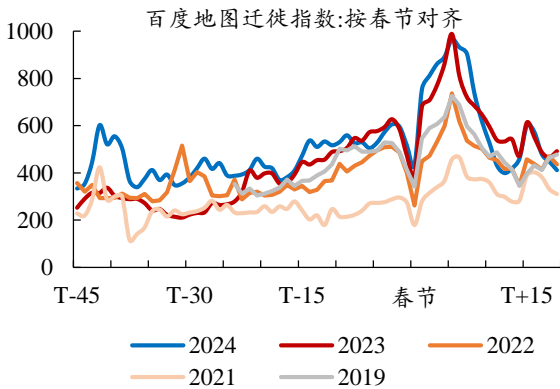
数据来源: 文旅部、开源证券研究所

## 2、提示复工复产进度或放缓

制造业 PMI 数据指向 2 月生产收缩幅度大于需求, 带来短期的供需格局和价格水平改善。但从 2 个指标来看, 供给的回落或不止季节性, 复工复产的斜率发生了一定变化。

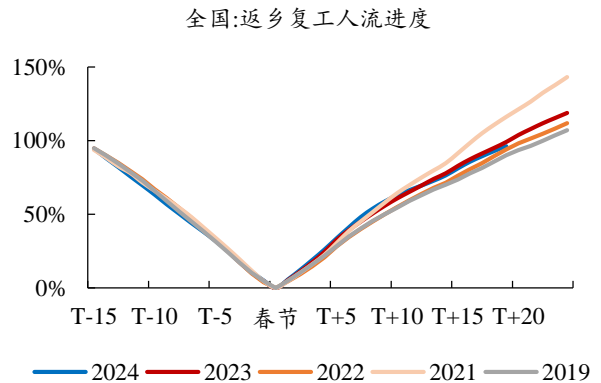
**(1) 百度地图迁徙指数明显回落:** 我们将春运 40 天分为前 15 天的返乡和后 25 天的复工, 进而刻画出一条人流返乡复工曲线: 除了 2021 年就地过年导致复工进度异常, 2019、2022、2023 曲线表现出一定的收敛性。春节当周、节后 1 周、节后 2 周, 2024 年复工进度分别为 48.2%、76.5%、96.2%, 分别较 2023 年同期+3.0%、-1.4%、-2.2%。2 月 11 日至 2 月 29 日, 多个劳务输出大市(周口、驻马店、南充、阜阳等)的迁出指数明显回落并低于 2023 年, 劳务输入大市(广州、深圳、上海等)的迁入指数同样如此。综合来看, 节后复工人流进度或边际放缓。

图7: 春节后, 百度地图迁徙指数明显回落



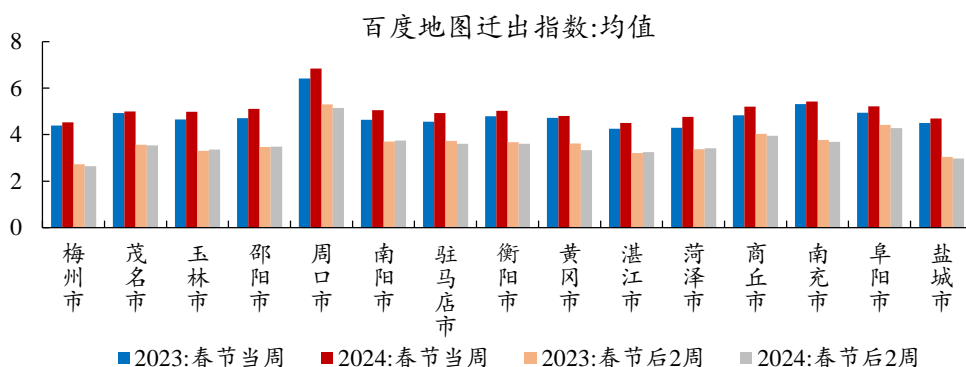
数据来源: 百度地图慧眼、开源证券研究所

图8: 春节过后, 复工人流进度明显回落



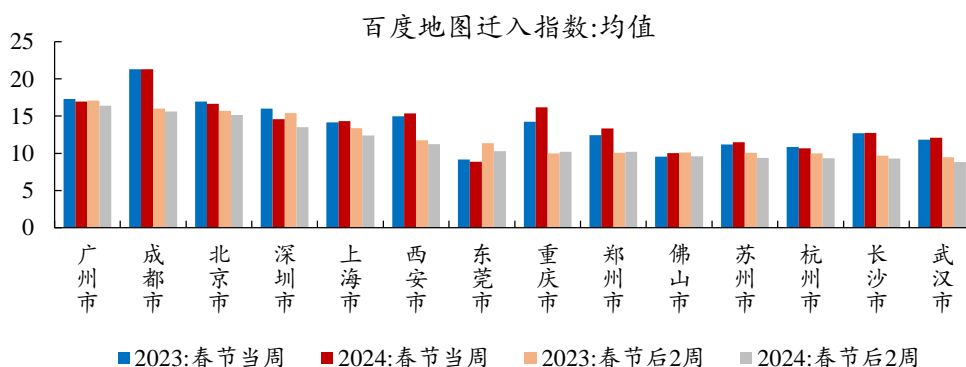
数据来源: 百度地图慧眼、开源证券研究所

图9：多个劳务输出大市的百度地图迁出指数低于 2023 年同期



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

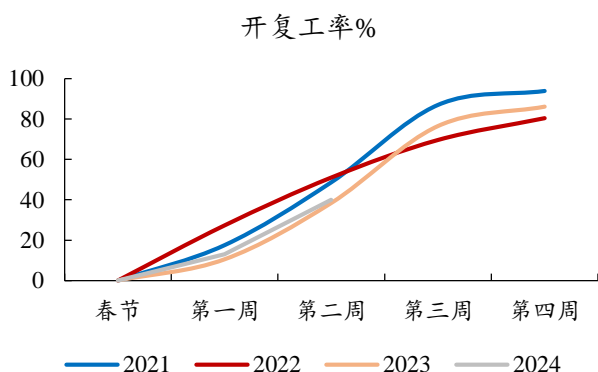
图10：多个劳务输入大市的百度地图迁入指数低于 2023 年同期



数据来源：百度地图慧眼、开源证券研究所

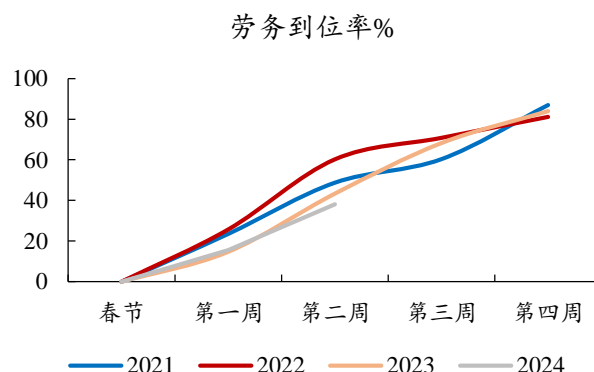
(2)百年建筑开复工率：截至 2 月 27 日（农历正月十八），百年建筑调研全国 10094 个工地开复工率 39.9%，农历同比增加 1.5 个百分点；劳务上工率 38.1%，农历同比下降 5.2 个百分点。

图11：春节第二周，工地开复工率 39.9%



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

图12：春节第二周，劳务到位率 38.1%



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

### 3、供需再平衡视角：“两条腿走路”的进一步确认

2023年我们多次强调“两条腿走路”，即单纯发展先进制造业可能造成产能过剩，宽财政的投向除基建+三大工程的老动能以外，或可考虑居民部门，包括财政支出提高工资、中央消费券和消费补贴、中央财政补贴居民（欧美日）、收入分配制度改革等。

2月23日习近平总书记主持召开中央财经委员会第四次会议，强调“推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新”，并指出“要坚持中央财政和地方政府联动”。或指向政策思路更加重视供需协同，我们认为大规模设备更新会带来技术进步和生产效率提升，消费品以旧换新规模应大于设备更新，以缓解当前宏观经济环境存在的部分行业产能过剩、工业企业库销比处于历史高位、通胀水平待回升等问题。

往后看，需关注二十届三中全会，或进一步深化和落实统一大市场、财税制度改革、收入分配制度改革等。

### 4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn