

制造业 PMI 强于季节性，经济企稳再填新信号

2024年2月官方PMI点评

报告摘要

2024年2月官方制造业PMI录得49.1%，较上月-0.1PCTS。我们认为2月制造业PMI需从三个角度理解：其一，2月制造业PMI较1月下行符合春节导致的季节性规律。其二，从绝对水平的比较来看，2月制造业PMI与历年春节假期位于2月的年份相比不算强，制造业景气度仍有较大提升空间。其三，从环比变化的比较来看，2月制造业PMI因春节因素而较1月下行的幅度明显小于季节性，显示出较强的韧性，后续制造业景气度继续改善有望。总体来看，景气度仍处相对低位，但景气度修复速度较快是2月PMI数据的核心特征。2月制造业的需求和生产与历年同月相比均处在较弱的位置，导致2月制造业景气度总体上弱于历年2月，制造业PMI值排在历年2月靠后的位置。另一方面，2月在内需回暖的带动下，制造业总体需求正在快速修复中，制造业PMI在春节因素的作用下下滑幅度明显小于季节性。结合2月较1月上行的业务活动预期指数反映出的制造业企业预期好转，以及下滑幅度弱于季节性的进口指数和采购量指数反映出的内需韧性，预计3月制造业企业景气度有望较2月好转。

今年2月，非制造业商务活动指数录得51.4%，较上月+0.7PCTS，其中，建筑业PMI为53.5%，较上月-0.4PCTS，服务业PMI为51.0%，较上月+1.0PCTS。2月建筑业景气度较1月下滑，一是受到了节假日及低温雨雪天气等因素影响，二是今年专项债发行节奏较慢，三是继续受到房地产行业不景气的拖累。建筑业的景气程度与基建和地产相关性较大，后续应重点观察房地产和基建相关政策的出台。2月服务业PMI较上月上行1.0PCTS，连续第2个月位于荣枯线之上。虽然2月服务业PMI值仍然在可比年份同月中排在靠后位置，但2月PMI较1月抬升，向好程度强于季节性，显示服务业修复速度较快，与春节期间居民消费、旅游数据的好转相互印证。

去年12月中央经济工作会议后增量财政和货币政策接续出台。从近期公布的经济和金融数据看，当下我国经济已出现了一些企稳信号，政策已经开始起效。如：1月我国社融和信贷超预期，且结构性出现改善，私人部门融资需求回升；2月制造业PMI虽然因春节因素较1月下行，但同比下滑值明显小于可比年份，显示出较强韧性。此外，非制造业中的服务业PMI也显示出服务业景气度正在快速恢复中。

总体来看，目前我国经济运行中，房地产仍面临较大的不确定性。截止去年年末，我国房地产行业持续不景气的状态并未得到扭转，整个行业仍然沿着居民购房意愿下降——房企回款变慢、预期转弱——房企降低房地产投资力度这一链条持续恶化。下周两会即将召开，除财政赤字水平、进一步降准降息预期等关系到今年稳增长力度的政策外，房地产行业的最新定调、乃至最新的增量稳房地产政策也应重点关注。

风险提示：国内需求端恢复速度显著偏慢，稳增长政策效力不及预期

主要数据

上证指数	3027.0204
沪深300	3537.8038
深证成指	9434.7471

主要指数走势图



作者

符旸	分析师
SAC执业证书: S0640514070001	
联系电话: 010-59562469	
邮箱: fuyyjs@avicsec.com	
刘庆东	分析师
SAC执业证书: S0640520030001	
联系电话: 010-59219572	
邮箱: liuqd@avicsec.com	

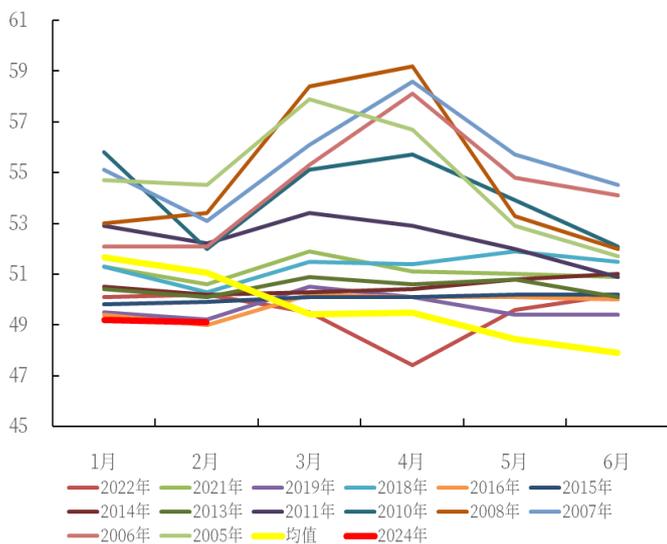
相关研究报告

金融市场分析周报 —2024-02-28
推动高质量发展政策再出台，剑指稳内需 —2024-02-25
LPR非对称调降，助力一季度经济“开门红” —2024-02-22

(1) 制造业 PMI 环比下行符合季节规律，下滑幅度小于可比年份同月

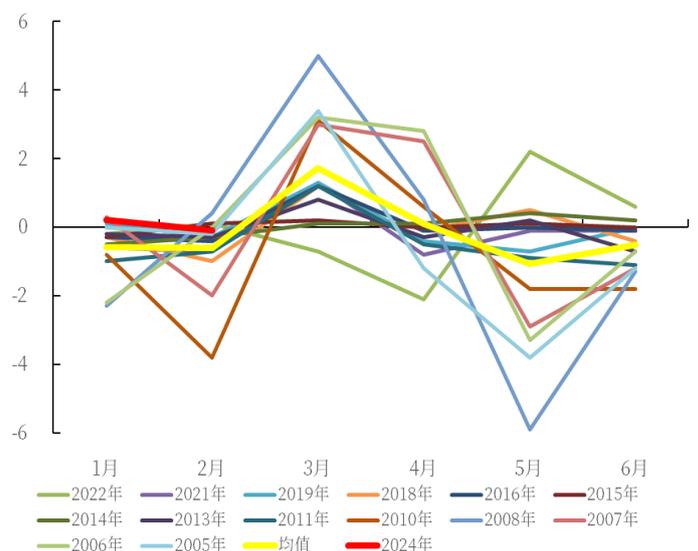
2024 年 2 月官方制造业 PMI 录得 49.1%，较上月-0.1PCTS。我们认为 2 月制造业 PMI 需从三个角度理解：其一，2 月制造业 PMI 较 1 月下行符合季节性规律。2 月制造业 PMI 较 1 月继续下降主要系受到了春节假期在 2 月的干扰。统计局表示：“由于春节假日因素影响，制造业处于传统生产淡季，加之疫情防控平稳转段后企业员工假期返乡增多，企业生产经营受到较大影响。”自 2005 年至 2023 年，春节假期主要在 2 月的有 14 个年份，其中有 11 个年份 2 月制造业 PMI 较 1 月下行，可见今年 2 月制造业 PMI 较 1 月的方向变化基本符合季节性规律。其二，从绝对水平的比较来看，2 月制造业 PMI 与历年春节假期位于 2 月的年份相比不算强，制造业景气度仍有较大提升空间。2 月制造业 PMI 49.1% 的水平，在 2005 年至 2024 年间春节假期主要在 2 月的 15 个年份中排在倒数第 2，显示制造业景气度仍有较大提升空间。其三，从环比变化的比较来看，2 月制造业 PMI 因春节因素而较 1 月下行的幅度明显小于季节性，显示出较强的韧性，后续制造业景气度继续改善有望。自 2005 年至 2023 年的 14 个年份 2 月制造业 PMI 较 1 月的平均变化为-0.6PCTS，远高于今年 2 月制造业 PMI 较 1 月下行的幅度，表明今年 2 月制造业 PMI 的表现实际是强于季节性的，制造业韧性较强，后续随着需求回暖和增量稳增长政策布置到位和进一步起效，制造业景气度改善有望。

图1 可比年份上半年制造业 PMI (%)



资料来源：wind，中航证券研究所（可比年份指春节假期主要位于 2 月之年份，下同）

图2 可比年份上半年下月制造业 PMI 较上月变化 (PCTS)

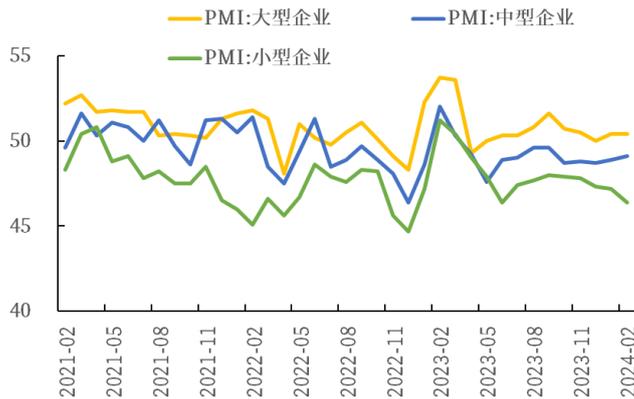


资料来源：wind，中航证券研究所

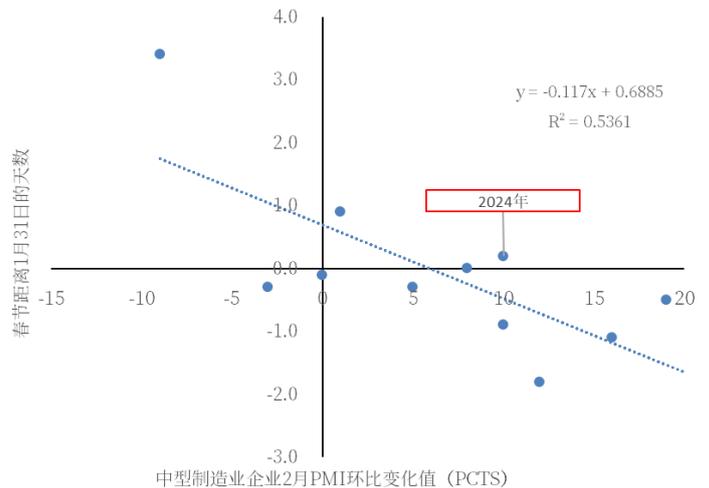
(2) 中型企业表现突出，带动 2 月制造业 PMI 强于季节性

分大中小型企业看，2 月大型制造业企业 PMI 与 1 月持平，中型企业 PMI 较 1 月+0.2PCTS，小型企业 PMI 较 1 月-0.8PCTS。以春节当日距离 1 月 31 日的天数为

横轴，以 2 月 PMI 较 1 月的变化为纵轴。对历年大、中和小型制造业企业 PMI 进行拟合来看，2 月小型企业和大型制造业企业 PMI 较 1 月的变化基本符合季节性，而中型制造业企业强于季节性，对 2 月制造业 PMI 环比变化强于季节性起主要贡献作用。此外，2 月财新制造业 PMI 较 1 月略微上升 0.1PCTS，与官方制造业 PMI 变化方向相反，可能与财新制造业 PMI 调查中更加注重覆盖中型企业有关。

图3 不同规模制造业企业 PMI 走势 (%)


资料来源：wind，中航证券研究所

图4 2月中型制造业企业景气度环比变化强于季节性


资料来源：wind，中航证券研究所

(3) 制造业仍面临产需双弱，内需有望率先恢复，带动景气度修复

今年 2 月，构成制造业 PMI 的 5 大分项指数方面，PMI 新订单指数为 49.0%（与上月相同）、PMI 生产指数为 49.8%（较上月-1.5PCTS）、PMI 从业人员指数为 47.5%（较上月-0.1PCTS）、PMI 供应商配送时间指数为 48.8%（较上月-2.0PCTS）、PMI 原材料库存指数为 47.4%（较上月-0.2PCTS）。

2 月五大分项指数中，对制造业 PMI 起主要拖累作用的是生产指数，而受春节因素的影响，2 月生产指数较 1 月的下滑是符合季节性规律的。与 2 月生产指数环比变化符合季节性规律不同，2 月的新订单指数明显强于季节性，环比为 0 的数值较可比年份（2005 年以来春节假期主要在 2 月的年份）均值高 0.67PCTS，反映出需求的韧性对制造业环比景气度变化超季节性的支撑作用。进一步结合 2 月新出口订单指数环比为负值且环比下滑程度超季节性，可以看到 2 月内需的回暖对制造业整体需求的韧性起到了核心作用。

总体来看，景气度仍处相对低位，但景气度修复速度较快是 2 月 PMI 数据的核心特征。2 月制造业的需求和生产与历年同月相比均处在较弱的位置，导致 2 月制造业景气度总体上弱于历年 2 月，制造业 PMI 值排在历年 2 月靠后的位置。另一方面，2 月在内需回暖的带动下，制造业总体需求正在快速修复中，制造业 PMI 在春节因素的作用下下滑幅度明显小于季节性。结合 2 月较 1 月上行的业务活动预期指数反映出

的制造业企业预期好转，以及下滑幅度弱于季节性的进口指数和采购量指数反映出的内需韧性，预计3月制造业企业景气度有望较2月好转。

图5 2月制造业主要分项与历年2月的对比 (%)

	制造业PMI	新订单	生产	从业人员	供应商配送时间	新出口订单	进口	采购量	产成品库存	在手订单
今年2月在15个可比年份中由大至小排位	14	14	14	14	9	14	13	14	2	15
2024年	49.1	49	49.8	47.5	48.8	46.3	46.4	48	47.9	43.5
2022年	50.2	50.7	50.4	49.2	48.2	49	48.6	50.9	47.3	45.2
2021年	50.6	51.5	51.9	48.1	47.9	48.8	49.6	51.6	48	46.1
2019年	49.2	50.6	49.5	47.5	49.8	45.2	44.8	48.3	46.4	43.6
2018年	50.3	51	50.7	48.1	48.4	49	49.8	50.8	46.7	44.9
2016年	49	48.6	50.2	47.6	49.8	47.4	45.8	47.9	46.4	43.9
2015年	49.9	50.4	51.4	47.8	49.9	48.5	47.5	49.4	47	43.8
2014年	50.2	50.5	52.6	48	49.9	48.2	46.5	49.4	47.8	45.1
2013年	50.1	50.1	51.2	47.6	48.3	47.3	48.1	50.2	46.6	44.4
2011年	52.2	54.3	53.8	48.9	48.2	50.9	53.9	54.5	46.4	46.6
2010年	52	53.7	54.3	49.9	49.7	50.3	49.1	51.9	47.3	47.1
2008年	53.4	56.9	55.4	49.8	46.5	51.3	50.7	54.6	47.3	50.9
2007年	53.1	57.1	56.6	48.5	50.6	53	51.6	57.6	44	49.1
2006年	52.1	55.7	53.2	50.3	50.2	53.8	50.8	54.8	45.9	48.7
2005年	54.5	61.5	55.6	49.7	50.6	59.9	55.2	60	47.4	49.8

资料来源：wind，中航证券研究所

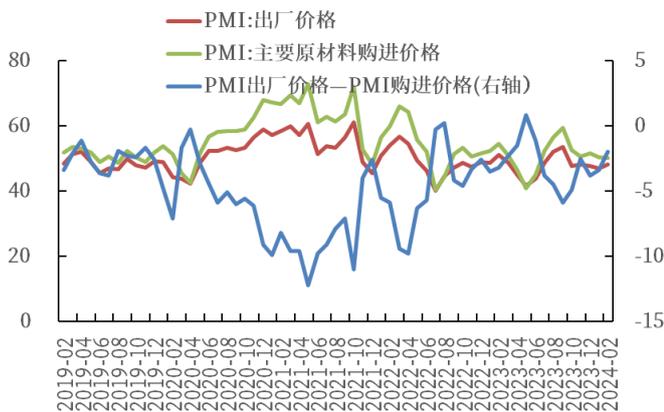
图6 2月制造业主要分项环比变化值与历年2月的对比 (PCTS)

	制造业PMI	新订单	生产	从业人员	供应商配送时间	新出口订单	进口	采购量	产成品库存	在手订单
今年2月较可比年份均值 (PCTS)	0.55	0.67	0.15	-0.04	-1.12	-0.74	0.36	0.53	-1.26	-0.80
2024年	-0.10	0.00	-1.50	-0.10	-2.00	-0.90	-0.30	-1.20	-1.50	-0.80
可比年份均值	-0.65	-0.67	-1.65	-0.06	-0.88	-0.16	-0.66	-1.73	-1.24	0.00
2022年	0.10	1.40	-0.50	0.30	0.60	0.60	1.40	0.70	-0.70	-0.60
2021年	-0.70	-0.80	-1.60	-0.30	-0.90	1.40	-0.20	-0.40	-1.00	-1.20
2019年	-0.30	1.00	-1.40	-0.30	-0.30	1.70	2.30	-0.80	-1.70	-0.10
2018年	-1.00	-1.60	-2.80	-0.20	-0.80	-1.50	-0.60	-2.10	-1.30	-1.40
2016年	-0.40	-0.90	-1.20	-0.20	-0.70	0.50	-0.60	-1.10	1.80	0.50
2015年	0.10	0.20	-0.30	-0.10	-0.30	0.10	1.10	-0.20	-1.00	-0.20
2014年	-0.30	-0.40	-0.40	-0.20	0.10	-1.10	-1.70	-1.60	1.30	-0.60
2013年	-0.30	-1.50	-0.10	-0.20	-1.70	-1.20	-1.00	-3.00	-1.80	0.00
2011年	-0.70	-0.60	-1.50	-0.10	-1.30	0.20	0.90	-3.20	-1.50	0.10
2010年	-3.80	-6.20	-6.20	-0.70	-1.30	-2.90	-4.30	-8.60	0.00	-2.80
2008年	0.40	1.70	-0.70	0.0	-3.20	2.30	-0.60	-2.30	-1.10	2.30
2007年	-2.00	-2.50	-3.70	-1.60	-2.00	-2.20	-3.40	-2.10	-1.50	-2.90
2006年	0.00	0.00	-0.70	1.50	-0.40	3.40	1.10	-0.50	1.30	2.70
2005年	-0.2	0.80	-2.00	1.20	-0.10	1.60	0.90	1.00	0.80	3.20

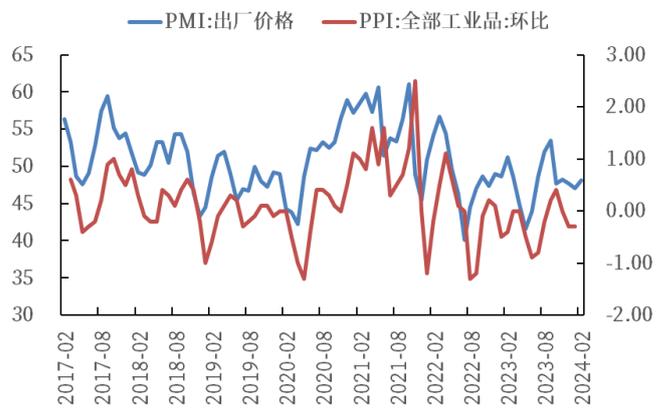
资料来源：wind，中航证券研究所

(4) 出厂价格指数环比向上，购进价格指数环比向下

2月PMI出厂价格指数和PMI主要原材料购进价格指数分别为48.1%和50.1%，分别较上月+1.1PCTS和-0.3PCTS。PMI出厂价格指数仍然位于荣枯线之下显示超过一半的被调查企业仍然面临着产品价格下跌的问题，但另一方面，2月出厂价格指数环比上行叠加主要原材料购进价格指数环比下行，将使制造业企业面临的利润下滑压力减轻，持续已经两年的制造业企业利润总额同比萎缩问题有望逐步得到缓解。考虑到制造业企业PMI出厂价格指数与PPI之间走势的相关性，结合今年2月的PPI翘尾因素，预计2月PPI录得-2.7%左右，可能会出现较1月下跌幅度短暂加深的情况，预计全年PPI降幅逐步缩窄的趋势不会改变。

图7 PMI 价格相关指数走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图8 PMI 出厂价格指数与 PPI 环比走势 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

(5) 2月建筑业景气度回落，服务业景气水平上行

今年2月，非制造业商务活动指数录得51.4%，较上月+0.7PCTS，其中，建筑业PMI为53.5%，较上月-0.4PCTS，服务业PMI为51.0%，较上月+1.0PCTS。季节性上看，建筑业PMI和服务业PMI分别排在2012年以来春节假期主要位于2月的9个年份同月的第9位和第7位。近60个月比较来看，建筑业PMI和服务业PMI分别排在近60个月由高到低的92%分位和70%分位，显示二者景气程度与历史数据相比并不算强。

2月建筑业景气度较1月下滑，一是受到了节假日及低温雨雪天气等因素影响，二是与今年专项债节奏发行较慢有关，三是继续受到房地产行业不景气的拖累。从预期看，今年2月建筑业业务活动预期指数录得55.70%，已经是近60个月该指数的第二低位（第一低位为2020年2月），显示在地方政府紧财政、专项债青黄不接以及房地产的持续低迷下，建筑业企业对未来的预期相对保守。建筑业的景气程度与基建和地产相关性较大，后续应重点观察房地产和基建相关政策的出台。

2月服务业PMI较上月上行1.0PCTS，连续第2个月位于荣枯线之上。虽然2月服务业PMI值仍然在可比年份同月中排在靠后位置，但2月PMI较1月抬升，向好程度强于季节性，显示服务业修复速度较快，与春节期间居民消费、旅游数据的好转相互印证。经文化和旅游部数据中心测算，春节假期8天全国国内旅游出游4.74亿人次，同比增长34.3%，按可比口径较2019年同期增长19.0%；国内游客出游总花费6326.87亿元，同比增长47.3%，按可比口径较2019年同期增长7.7%。同时，统计局也表示，受春节假日等因素带动，与节日出行和消费密切相关的行业生产经营较为活跃。

图9 建筑业景气度回落 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图10 服务业景气度上行 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

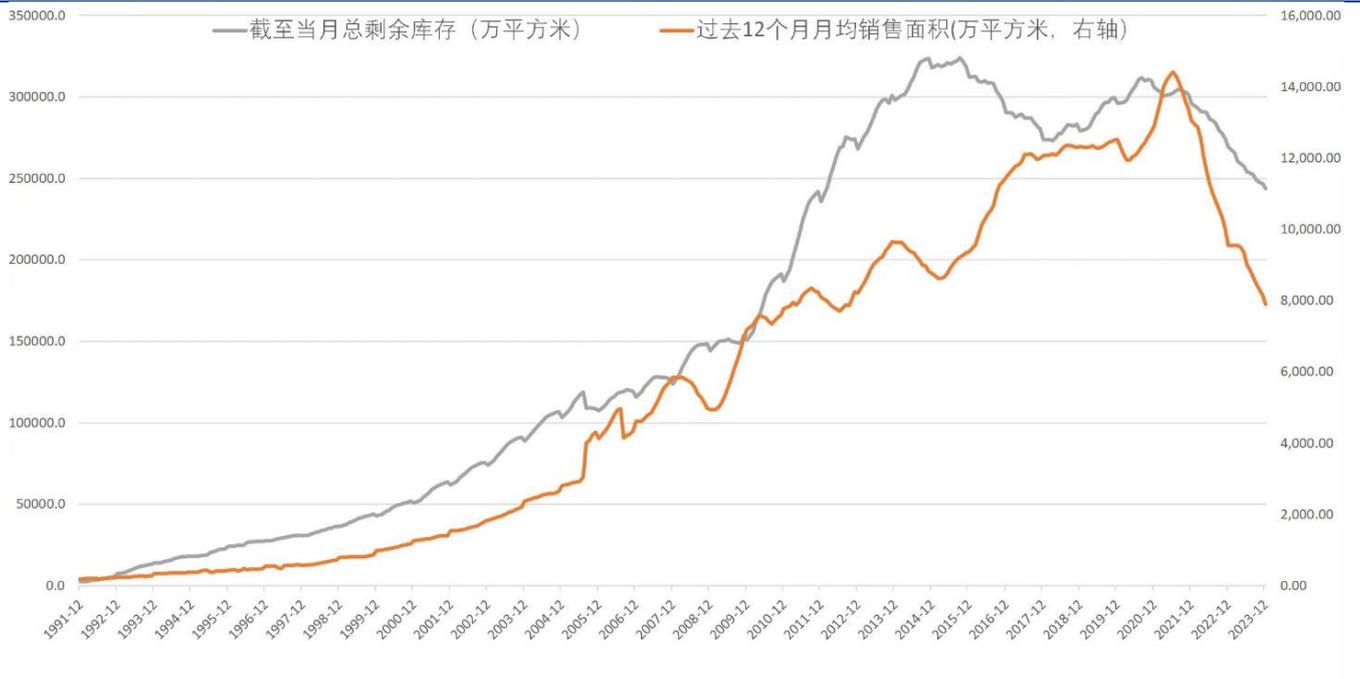
(6) 稳增长政策下，经济已现企稳信号，后续重点仍在房地产行业走势

去年上半年我国经济恢复态势相对良好,但进入下半年之后,经济动能持续走弱。对此,于去年12月召开的中央经济工作会议对我国的经济给出了“有效需求不足”、“部分行业产能过剩”、“社会预期偏弱”、“风险隐患仍然较多”、“国内大循环存在堵点”以及“外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”等6点重要判断。我们认为,上述六点判断中,“有效需求不足”和“社会预期偏弱”居于核心地位,也是最能适配财政政策和货币政策来解决的问题。自中央经济工作会议之后,针对上述经济运行过程中存在的问题,以货币政策和财政政策为主的多项宏观政策已经出台。包括2023年末开始重启PSL,近期的五年期LPR创纪录调降等等。

从近期公布的经济和金融数据看,当下我国经济已出现了一些企稳信号。如:1月我国社融和信贷超预期,且结构性出现改善,私人部门融资需求回升;2月制造业PMI虽然因春节因素较1月下行,但同比下滑值明显小于可比年份,显示出较强韧性。此外,非制造业中的服务业PMI也显示出服务业景气度正在快速恢复中。

总体来看,目前我国经济运行中,房地产仍面临较大的不确定性。虽然过去两年稳房地产政策持续推出,我国房地产行业持续不景气的状态并未得到扭转,整个行业仍然沿着居民购房意愿下降——房企回款变慢、预期转弱——房企降低房地产投资力度这一链条持续恶化。因此,虽然从2021年下半年开始,我国房地产因新房建设速度的大幅减小而出现了持续去库存,但因为居民购房下滑的速度更快,因此商品房去化周期不仅没有下降,反而持续上升。下周两会即将召开,除财政赤字水平、进一步降准降息预期等关系到今年稳增长力度的政策外,房地产行业的最新定调、乃至最新的增量稳房地产政策也应重点关注。

图11 新房销售下滑斜率较库存下滑斜率陡峭



资料来源：wind，中航证券研究所

图12 商品房去化周期持续变长



资料来源：wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券宏观团队: 立足国内, 放眼国际, 全面覆盖国内外宏观经济、政策研究。以自上而下的宏观视角, 诠释经济运行趋势与规律, 以把握流动性变化为核心, 指导大类资产配置。

销售团队:

李裕淇, 18674857775,

李友琳, 18665808487,

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637