

经济企稳迹象进一步显现

2024年2月26日-3月3日周报

◆ 制造业 PMI 强于季节性

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。

◆ 稳增长政策下，经济企稳信号接连出现，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。

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	
刘倩	研究助理
SAC 执业证书: S0640122090025	
联系电话: 010-59562515	
邮箱: liuqian@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

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。

◆ 时逢月末资金利率季节性波动，短期内市场流动性或边际收敛

时逢月末，资金市场季节性波动。跨月结束后资金利率即回落至政策利率附近，截止 3 月 1 日，DR007 报收 1.82%，较上周五下行 2BP；SHIBOR1W 报收 1.81%，较上周五下行 1BP。公开市场操作方面，为了维护月末流动性平稳，央行加大了公开市场操作规模。本周内共投放 7D 逆回购 11640 亿元，利率维持 1.80%；逆回购到期 5320 亿元，通过逆回购净投放流动性 6320 亿元。

2024 年开年以来央行货币政策宽松程度超出市场预期，不仅节前在国务院新闻发布会上宣布进行结构性降息、降准，节后首周即宣布下调 5 年期 LPR 25BP 至 3.95%，调整幅度达到历史新高。此外，一季度以来政府债发行节奏趋缓也使得流动性挤压减轻，多重因素综合作用使得开年以来资金市场流动性一直处于较为充裕的状态。往后看，在当前内需不足、经济复苏节奏尚待提升的基本面下，3 月初召开的全国两会对货币政策定调大概率仍维持宽松。但从内外部平衡和货币政策滞后性有待观察的角度考虑，短期内进一步调降政策利率的需求可能并不迫切，叠加会议结束后二季度政府专项债等各类政策有序推进对资金形成的高量需求，二季度流动性或边际小幅收敛。

◆ 美国核心 PCE 物价指数符合市场预期，美债收益率高位回落，人民币汇率外部压力趋缓

截至 3 月 1 日，美国 10 年期国债收益率录得 4.19%，较上周五下行 7BP。2 月 29 日，美国商务部公布的数据显示，美国 1 月核心 PCE 物价指数较 12 月增长 0.4%，同比增加 2.8%，表现符合预期。作为美联储重点关注的核心物价指数，该数据表现巩固了美联储 6 月开启降息的市场预期。美国 10 年期国债收益率高位回落，人民币汇率外部压力边际趋缓。截止 3 月 1 日，人民币兑美元即期汇率报收 7.1985，周内持续小幅波动。

近期市场对美联储的降息预期随着各项经济数据大幅波动。去年底以来美国通胀压力有所缓解，鲍威尔在 12 月召开的议息会议上宣布“降息问题已经进入视野”，美联储叙事正式转入降息范式，市场给予了积极回应，FEDWatch 利率路径显示市场预期 2024 年 3 月开启降息，年内降息 150BP。外部压力降低促使人民币汇率重新走出升值行情。而随着开年以来美国通胀数据显示出反弹的势头，失业率回落和制造业 PMI 筑底回升

表明美国经济韧性犹存，海外降息预期大幅降低，市场一致预期3月美联储按兵不动，开启降息时点可能延后至6月份，并且年内降息幅度也缩减至75BP。

与此同时，2024年以来人民币汇率波动幅度却有所下降，美元兑人民币即期汇率集中在7.15-7.20小幅波动。美债利率尚处高位，中美货币政策周期错位之下，人民币汇率的外部压力较强。另一方面，国内实体基本面偏弱格局未有实质性改变。人民币汇率持续小幅盘整，表明央行对于汇率的政策调控和干预力度加强，人民币贬值幅度相对可控。

◆ 3月多项经济数据发布叠加止盈压力或加大债市波动

截止3月1日，我国10年期国债收益率报收2.37%，较上周五下行3BP；1年期国债收益率报收1.78%，较上周五上行1BP，长端利率快速下行带动期限利差回落，本周五期限利差录得58.42BP，较上周五下行4.68BP。年后在LPR超预期大幅下调和流动性宽松助推下，10年期国债收益率下探至2.40%下方，触及2003年以来的最低点。

年初两个月多项宏观经济数据指标合并发布，造成多项数据“真空”。进入3月，伴随全国两会的召开和多项宏观数据的发布，市场对稳增长政策的关注度上升。基本上，近期数据显示国内需求有企稳向好的迹象。2月官方制造业PMI指数录得49.1，虽然受到春节假期错位因素等影响较1月份小幅回落，但是高于市场预期。2月服务业PMI回升0.9至51，零售、交运、餐饮等生活性服务业构成支撑。此外，2月23日召开的中央财经委员会第四次会议上要求推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新，对内需有一定的提振作用。基本面边际转好迹象+稳增长政策加码发力+市场止盈压力多重作用，债市波动幅度或加大。

风险提示：国际局势出现黑天鹅利空事件；海外宏观经济下行超预期；国内稳增长政策效果不及预期；国内需求端恢复速度显著偏慢

图1 可比年份上半年制造业 PMI (%)

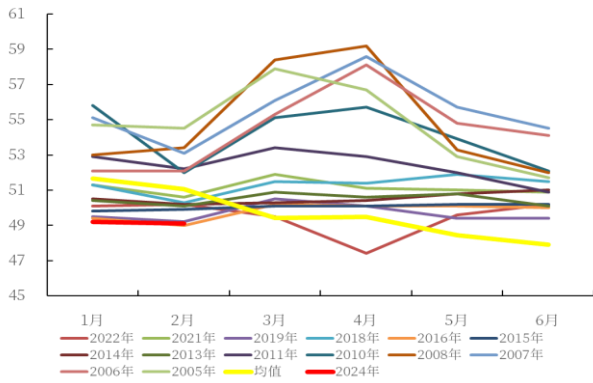
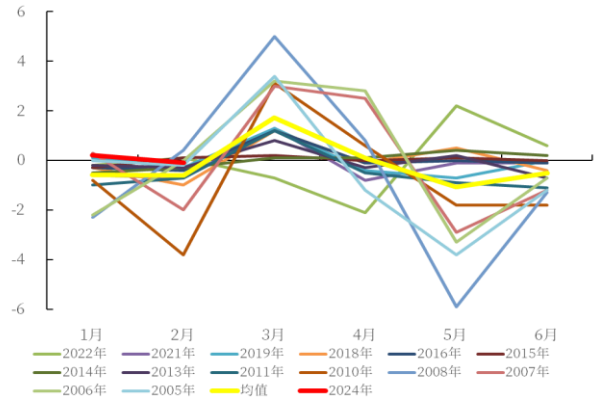


图2 可比年份上半年制造业 PMI 环比变化 (PCTS)



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)

资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 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	-0.24	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	-0.70	-0.70	-0.10
2018年	-1.00	-1.60	-2.30	-0.20	-0.80	-0.50	-0.60	-2.10	-0.30	-0.40
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	-0.80	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	0.30	-3.20	2.30	-0.60	-2.30	-1.10	2.30
2007年	-2.00	-2.50	-1.70	-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

图4 建筑业景气度回落 (%)

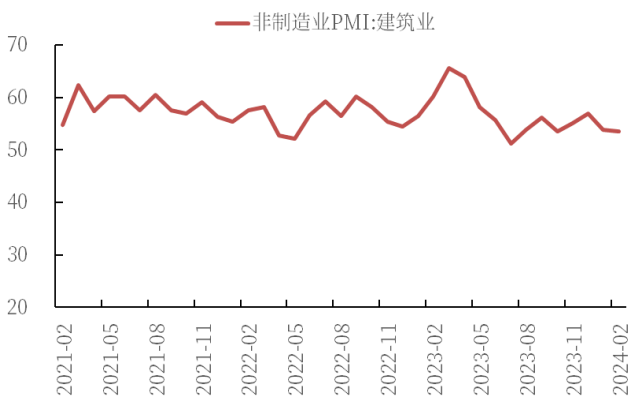
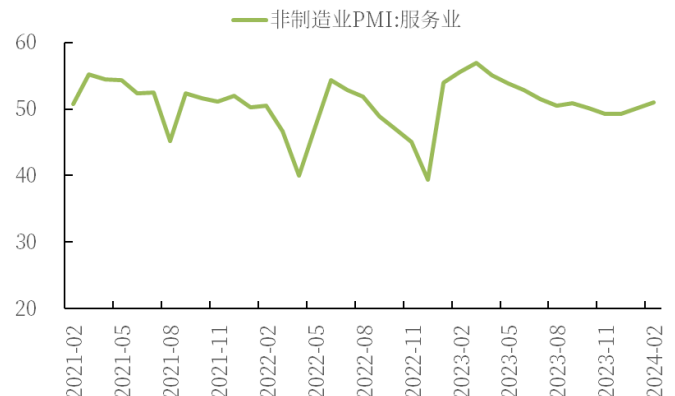


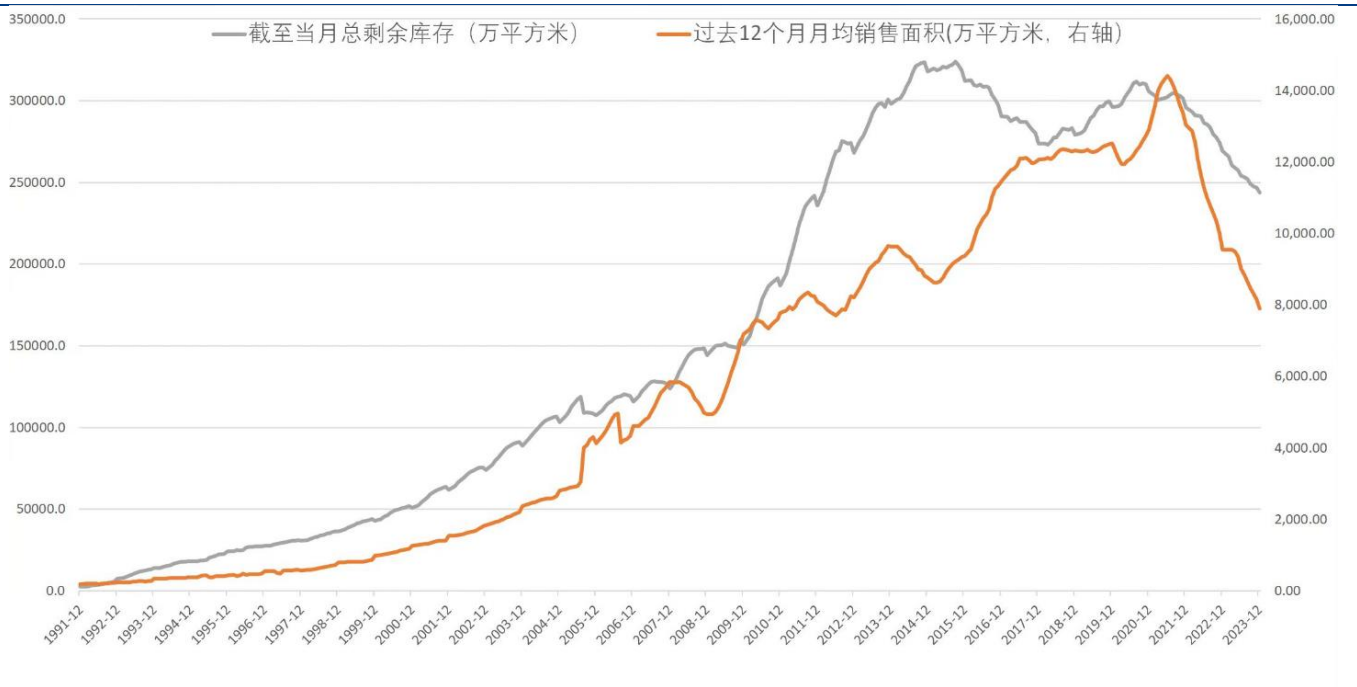
图5 服务业景气度上行 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

资料来源: wind, 中航证券研究所

图6 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

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, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
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送发或为任何就送发、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、内容或其复本给予任何其他人。

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