

2024年3月1日

## 更正报告：不一样的季节性——2月 PMI 点评

 点评报告

证券研究报告

尹睿哲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

**相关报告**

制造业 PMI 临界值以下回落，非制造业继续回升。在上个月短暂的弱回升之后，本月制造业 PMI 再度回落，已连续 5 个月运行在临界值以下。其中需求表现虽然仍弱但相对平稳，供给的大幅收缩是拖累 PMI 的主要因素，生产指标大幅回落 1.5 个点至收缩区间。受假期影响，供货商配送时间也被明显拉长，但该指标回落 2 个点反而向上拉动 PMI 约 0.3 个点。其它分项指标多数回落，仅出厂价格和企业经营预期分别回升 1.1、0.2 个点。非制造业在临界值以上延续回升趋势，尤其是服务业显著回升 0.9 个点带动非制造业 PMI 表现超预期。

### 目 1. 不一样的季节性对比

**两组不一样的季节性对比。**作为一年中最特别的一个假期，春节当月经济表现往往呈现同样的规律，受假期影响制造业生产放缓，供给端收缩，而服务业却受益于此，需求集中释放。今年由于“8+1”的假期安排，出现史上最长春节假期，同时，正月初一至十五全部落在 2 月内，假期人员返乡对本次 PMI 统计区间内的经济活动冲击被双重放大。具体从数据来看：

**生产 PMI 弱于季节性。**近十年（不考虑 2023 年，下同）春节所在月份生产指标均表现为回落，无一例外，平均回落幅度约 1.0 个点，而今年回落 1.5 个点明显弱于季节性。对这一特点的解读一方面是超长假期所致，另一方面需求表现平淡的情况下，生产转弱意味着供给过剩的压力或可稍微得到释放。

**服务业 PMI 强于季节性。**2013 年以来春节当月服务业 PMI 平均上升 0.04 个点，而本月超季节性回升 0.9 个点。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，其中零售、铁路运输、道路运输、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数位于 53.0 以上；航空运输、货币金融服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 60.0 以上高位景气区间。对于服务业的高景气度，春节期间的出游数据也有所体现，文旅部数据显示，今年春节期间，出游人次、出游花费、以及人均花费均实现大幅增长，超过疫情前的增长中枢。

### 目 2. 产需差收敛

**内需出现反弹。**本月新订单 PMI 持平于上月，而新出口订单 PMI 回落 0.9 个点，从“新订单-新出口订单”的维度来观察内需变化，该指标在本月结束了前三个月持续的下行趋势，向上反弹约 0.9 个点。但值得注意的是，需求类指数仍然位于临界值以下，反映需求不足的企业占比超过 60%，需求的长期低迷也导致了生产端缓慢向其靠拢，前期持续处于高位的产需差终于有所收敛。

**企业生产安排不算积极。**在需求相对平稳的背景下，本月生产放缓带动去库节奏加快，原材料库存和产成品库存分别在临界值以下回落

0.2、1.5 个点。但同时采购量指标也在临界值以下明显回落 1.2 个点，虽然一定程度上是受到假期影响，但也部分反映企业对节后的需求判断以及据此作出的生产安排并不积极。

### ■ 3. 相对乐观的建筑业

**建筑业 PMI 虽有回落但仍然保持扩张。**受春节假期和低温雨雪天气等因素影响，本月建筑业商务活动指数较上月回落 0.4 个点，但仍然落在扩张区间。同时，新订单指数回升 0.6 个点，有利于节后开工。此外，反映基础建设投资需求的土木工程建筑业，商务活动指标和新订单指标较上月均有不同程度回升，均升至 60% 以上，显示基建对建筑业的支撑力度仍然不小。

**节后复工强于去年同期。**根据百年建筑网节后复工调研数据，截止 2 月 27 日（农历正月十八），调研的全国 187 家建筑施工头部企业、10094 个工地的开复工率达到 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。其中，房地产项目开复工率 35.7%，环比增加 22.6 个百分点；劳务上工率 37.0%，环比增加 22.9 个百分点；非房地产项目开复工率 41.5%，环比增加 28.6 个百分点；劳务上工率 38.4%，环比增加 22.4 个百分点。

**制造业 PMI 同比延续上月趋势，继续回落至-5.6%。**受春节假期影响，制造业与非制造业景气度明显分化，而节日效应减退，回归到正常的运转节奏后，更值得关注的是长期维度需求的变化。今年以来，货币政策总体仍然宽松，1 月降准，2 月超预期调降 LPR25 个基点，但地方专项债发行偏慢等因素也对年初的经济热度造成一定拖累，重点关注 3 月即将到来的重要会议对于经济的边际效应。

### ■ 风险提示：统计口径误差

**更正原因：**本文是对 3 月 1 日 PMI 点评报告的更正，更正了本期 PMI 数据点评对应的时间，将原“标题”中“1 月 PMI 数据点评”修正为“2 月 PMI 数据点评”。

## 目 录

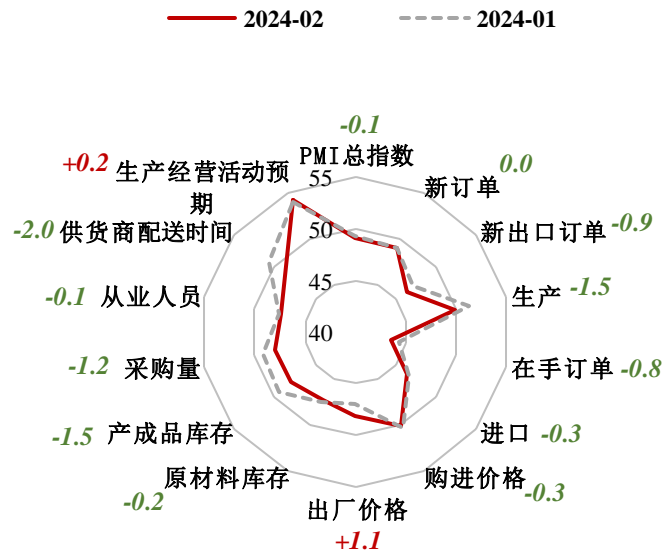
|                   |   |
|-------------------|---|
| 1. 不一样的季节性对比..... | 4 |
| 2. 产需差收敛.....     | 6 |
| 3. 相对乐观的建筑业.....  | 7 |

## 目 录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 图 1. 2 月制造业 PMI 回落 0.1 个点至 49.1..... | 4 |
| 图 2. 2 月生产弱于季节性.....                 | 5 |
| 图 3. 2 月服务业 PMI 强于季节性.....           | 5 |
| 图 4. 春节期间出游花费增长超过疫情前增长中枢.....        | 5 |
| 图 5. 春节期间出游人次增长超过疫情前增长中枢.....        | 6 |
| 图 6. 春节期间人均出游花费增长超过疫情前增长中枢.....      | 6 |
| 图 7. 产需差于本月出现收敛.....                 | 6 |
| 图 8. 节后开复工强于去年同期.....                | 8 |
| 图 9. 节后第二周人员到岗率暂时落后于往年同期.....        | 8 |
| 图 10. PMI 同比继续回落.....                | 8 |

制造业 PMI 临界值以下回落，非制造业继续回升。在上个月短暂的弱回升之后，本月制造业 PMI 再度回落，已连续 5 个月运行在临界值以下。其中需求表现虽然仍弱但相对平稳，供给的大幅收缩是拖累 PMI 的主要因素，生产指标大幅回落 1.5 个点至收缩区间。受假期影响，供货商配送时间也被明显拉长，但该指标回落 2 个点反而向上拉动 PMI 约 0.3 个点。其它分项指标多数回落，仅出厂价格和企业经营预期分别回升 1.1、0.2 个点。非制造业在临界值以上延续回升趋势，尤其是服务业显著回升 0.9 个点带动非制造业 PMI 表现超预期。

图1.2 月制造业 PMI 回落 0.1 个点至 49.1



资料来源: Wind、国投证券研究中心

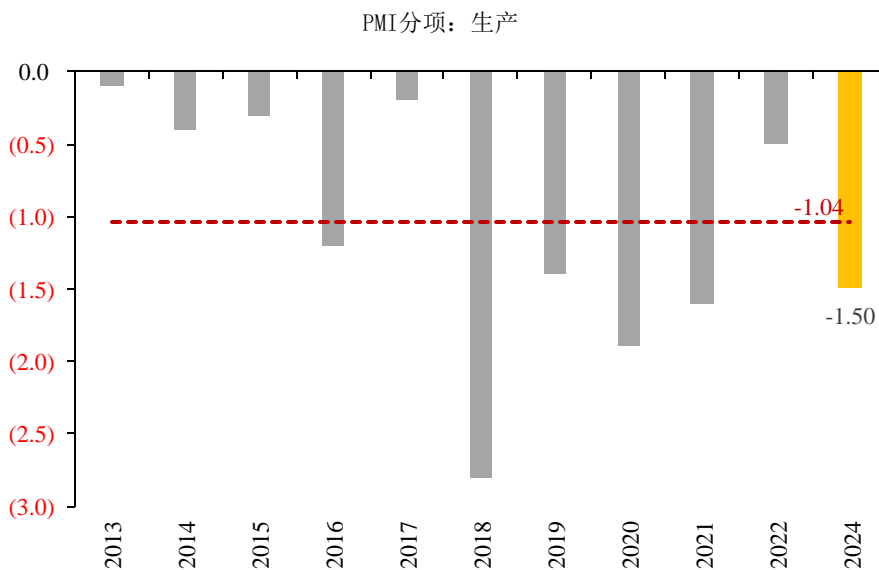
关于本月 PMI 数据，我们提示以下几点：

## 1. 不一样的季节性对比

**两组不一样的季节性对比。**作为一年中最特别的一个假期，春节当月经济表现往往呈现同样的规律，受假期影响制造业生产放缓，供给端收缩，而服务业却受益于此，需求集中释放。今年由于“8+1”的假期安排，出现史上最长春节假期，同时，正月初一至十五全部落在 2 月内，假期人员返乡对本次 PMI 统计区间内的经济活动冲击被双重放大。具体从数据来看：

**生产 PMI 弱于季节性。**近十年（不考虑 2023 年，下同）春节所在月份生产指标均表现为回落，无一例外，平均回落幅度约 1.0 个点，而今年回落 1.5 个点明显弱于季节性。对这一特点的解读一方面是超长假期所致，另一方面需求表现平淡的情况下，生产转弱意味着供给过剩的压力或可稍微得到释放。

图2. 2月生产弱于季节性

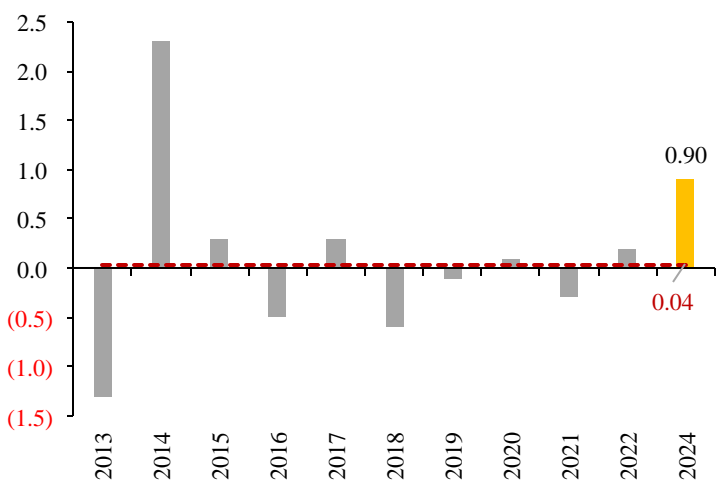


资料来源：Wind、国投证券研究中心

**服务业 PMI 强于季节性。**2013 年以来春节当月服务业 PMI 平均上升 0.04 个点，而本月超季节性回升 0.9 个点。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，其中零售、铁路运输、道路运输、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数位于 53.0 以上；航空运输、货币金融服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 60.0 以上高位景气区间。对于服务业的高景气度，春节期间的出游数据也有所体现，文旅部数据显示，今年春节期间，出游人次、出游花费、以及人均花费均实现大幅增长，超过疫情前的增长中枢。

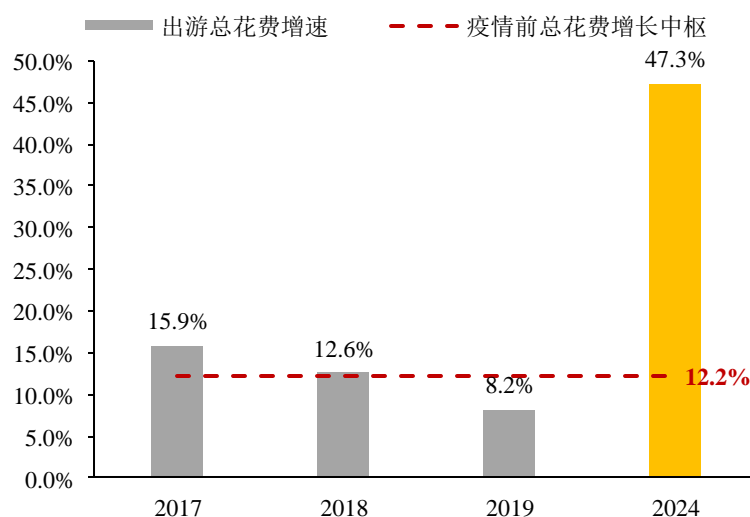
图3. 2月服务业 PMI 强于季节性

PMI：服务业



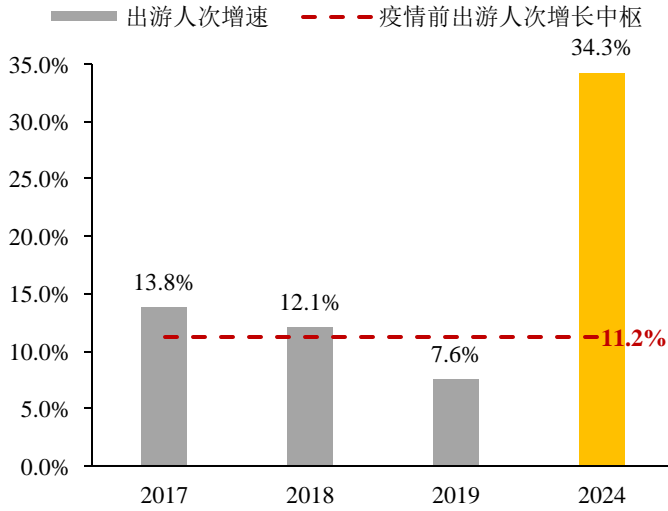
资料来源：Wind、国投证券研究中心

图4. 春节期间出游花费增长超过疫情前增长中枢



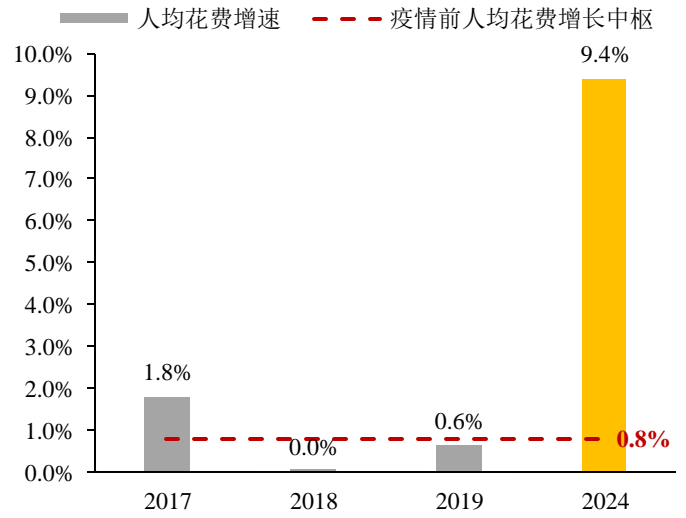
资料来源：文旅部、国投证券研究中心

图5. 春节期间出游人次增长超过疫情前增长中枢



资料来源：文旅部、国投证券研究中心

图6. 春节期间人均出游花费增长超过疫情前增长中枢

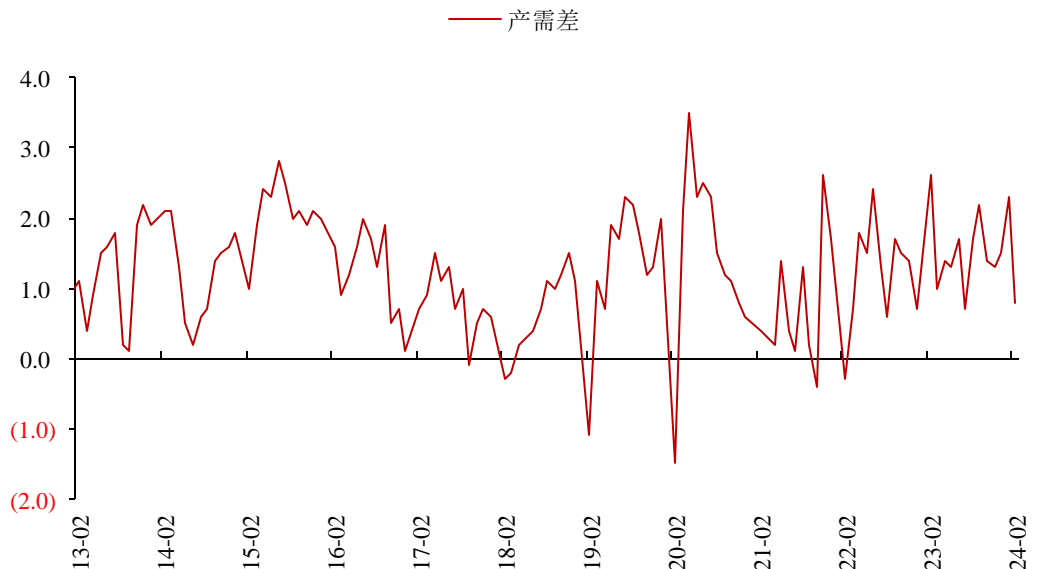


资料来源：文旅部、国投证券研究中心

## 2. 产需差收敛

**内需出现反弹。**本月新订单 PMI 持平于上月，而新出口订单 PMI 回落 0.9 个点，从“新订单-新出口订单”的维度来观察内需变化，该指标在本月结束了前三个月持续的下行趋势，向上反弹约 0.9 个点。但值得注意的是，需求类指数仍然位于临界值以下，反映需求不足的企业占比超过 60%，需求的长期低迷也导致了生产端缓慢向其靠拢，前期持续处于高位的产需差终于有所收敛。

图7. 产需差于本月出现收敛



资料来源：Wind、国投证券研究中心

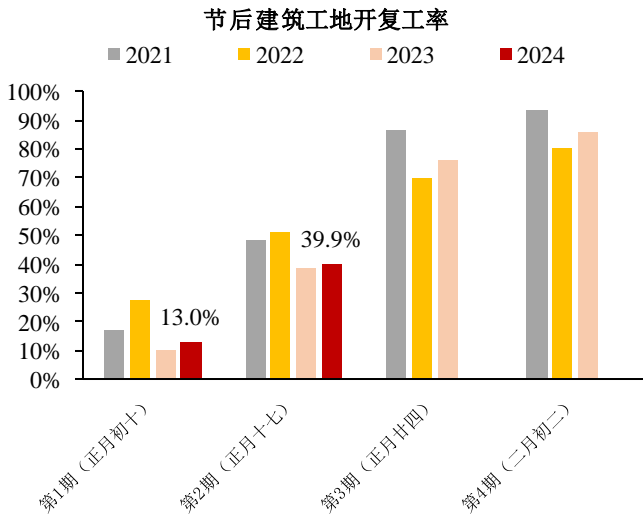
**企业生产安排不算积极。**在需求相对平稳的背景下，本月生产放缓带动去库节奏加快，原材料库存和产成品库存分别在临界值以下回落 0.2、1.5 个点。但同时采购量指标也在临界值以下明显回落 1.2 个点，虽然一定程度上是受到假期影响，但也部分反映企业对节后的需求判断以及据此作出的生产安排并不积极。

### 3. 相对乐观的建筑业

**建筑业 PMI 虽有回落但仍然保持扩张。**受春节假期和低温雨雪天气等因素影响，本月建筑业商务活动指数较上月回落 0.4 个点，但仍然落在扩张区间。同时，新订单指数回升 0.6 个点，有利于节后开工。此外，反映基础建设投资需求的土木工程建筑业，商务活动指标和新订单指标较上月均有不同程度回升，均升至 60% 以上，显示基建对建筑业的支撑力度仍然不小。

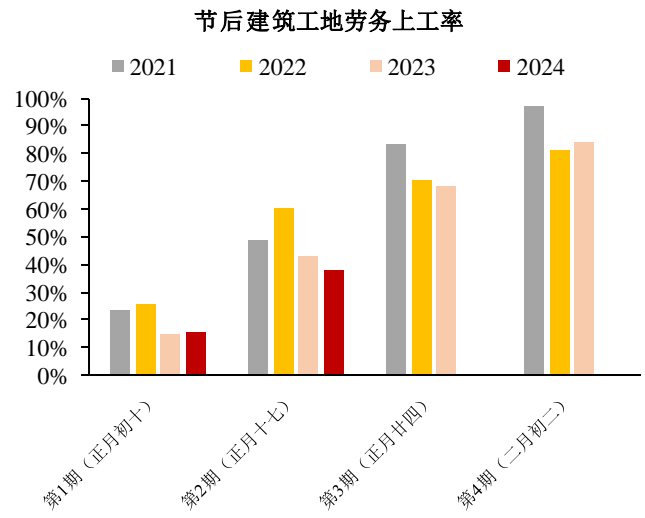
**节后开复工强于去年同期。**根据百年建筑网节后开复工调研数据，截止 2 月 27 日（农历正月十八），调研的全国 187 家建筑施工头部企业、10094 个工地的开复工率达到 39.9%，农历同比增加 1.5 个百分点，劳务上工率 38.1%，农历同比下降 5.2 个百分点。其中，房地产项目开复工率 35.7%，环比增加 22.6 个百分点；劳务上工率 37.0%，环比增加 22.9 个百分点；非房地产项目开复工率 41.5%，环比增加 28.6 个百分点；劳务上工率 38.4%，环比增加 22.4 个百分点。

图8. 节后开复工强于去年同期



资料来源：百年建筑网、国投证券研究中心

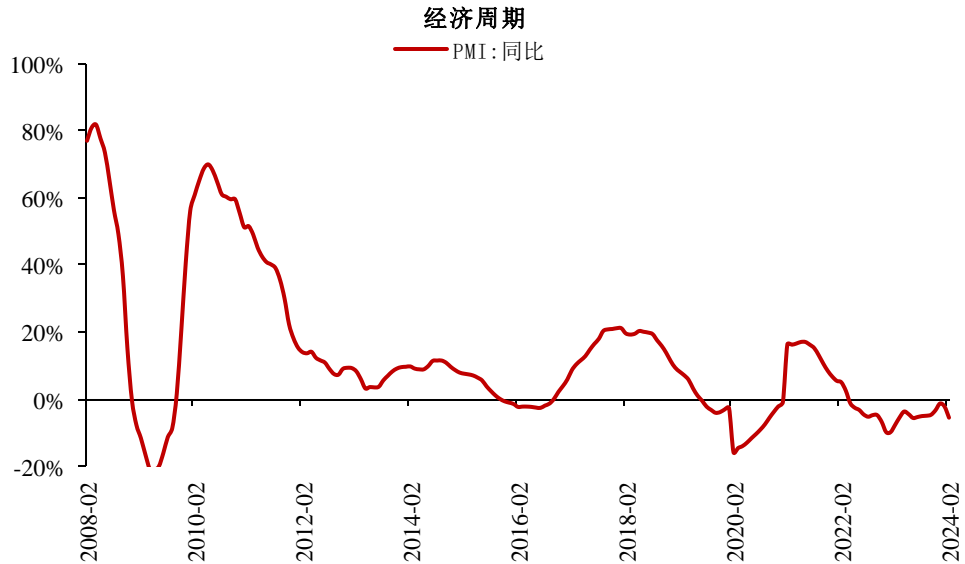
图9. 节后第二周人员到岗率暂时落后于往年同期



资料来源：百年建筑网、国投证券研究中心

制造业 PMI 同比延续上月趋势，继续回落至-5.6%。受春节假期影响，制造业与非制造业景气度明显分化，而节日效应减退，回归到正常的运转节奏后，更值得关注的是长期维度需求的变化。今年以来，货币政策总体仍然宽松，1月降准，2月超预期调降 LPR 25 个基点，但地方专项债发行偏慢等因素也对年初的经济热度造成一定拖累，重点关注 3 月即将到来的重要会议对于经济的边际效应。

图10. PMI 同比继续回落



资料来源：Wind、国投证券研究中心



## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034