

证券研究报告/固定收益点评

2023年03月01日

分析师：周岳

执业证书编号：S0740520100003

Email: zhouyue@r.qlzq.com.cn

分析师：肖雨

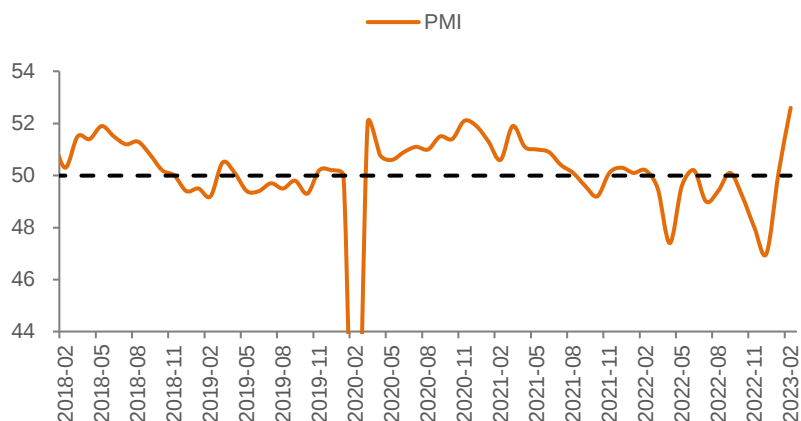
执业证书编号：S0740520110001

Email: xiaoyu@r.qlzq.com.cn

相关报告**投资要点**

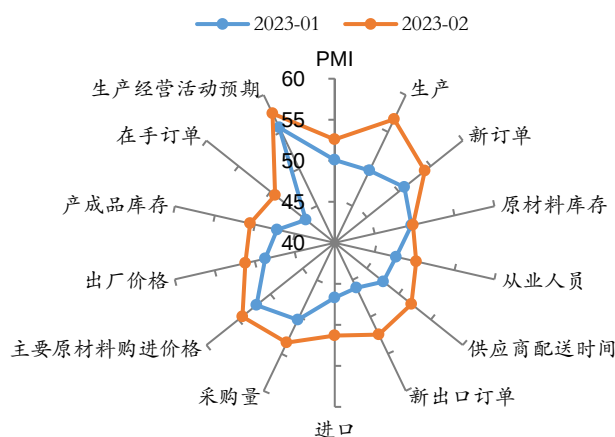
- **2月 PMI 创 4 年来新高。**继 1 月份制造业 PMI 重回荣枯线后，2 月读数环比大幅上升 2.5 个百分点至 52.6，表明制造业景气度进一步提高。构成制造业 PMI 的 5 个分类指数环比全面回升，不过原材料库存指数仍略低于临界点。同时，2 月财新制造业 PMI 走势同步，环比上升 2.4 个百分点至 51.6，自 2022 年 8 月以来首次高于临界点。
- **供需双双改善，复苏趋势不变。**疫情影响消退的大背景下，1 月春节假期后随着交通物流改善，人员复工到岗率和企业开工率上升，制造业企业生产恢复加快，市场需求继续改善。生产指数和新订单指数分别为 56.7 和 54.1，较上月分别高出 6.9 和 3.2 个百分点。值得关注的是，新出口订单升至 52.4，从航运指数等高频数据看外需存在放缓压力，但近期美国经济数据表现出较强韧性，结合 PMI 变化看短期我国出口表现可能高于市场预期。分企业规模看，大、中、小型企业 PMI 均升至荣枯线上，其中小型企业改善幅度最大，环比上升 4.0 个百分点。
- **价格上涨，企业库存修复。**制造业主要原材料购进价格指数升至 54.4（前值 52.2），特别是钢铁及相关下游行业涨幅更为明显。成本上升和需求回暖共同驱动下，工业品出厂价格指数上升至 51.2。随着市场预期逐渐改善，原材料库存指数升至 49.8，降幅持续收窄，产成品库存指数升至 50.6。从 2 月商品市场表现看，涨价因素主要源于供需错位背景下的结构性压力，重点商品价格走势分化，其中全球定价的品种明显走弱，预计 PPI 继续维持低位。
- **非制造业改善势头放缓。**2 月份非制造业商务活动指数为 56.3（前值 54.4），环比涨幅降至 1.9 个百分点（前值 12.8）。由于 1 月份非制造业修复明显快于制造业，建筑业和服务业景气度已经升至较高水平，2 月份继续大幅回升的难度较大。建筑业商务活动指数升至 60.2，和去年 9 月份高点持平，建筑业表现并未明显超出季节性，主要因为地产开工偏弱，而基建在去年高增速基础上难以进一步提升。服务业景气度处于较高区间，较前值上升 1.6 个百分点，和近期餐饮、住宿、交通运输等行业复苏的“体感”一致。
- **复苏方向符合预期，强弱有待确认。**尽管 2 月份 PMI 数据大超市场预期，但不能简单和经济“强复苏”划等号，主要有三个原因。
 - 1) **PMI 是基于扩散指数的“软指标”。**即正向回答企业的百分比数加上回答不变的百分比数的一半，因此 PMI 读数高只表明认为情况改善的企业数量较上月更多，而不体现改善幅度，比如从 PMI 生产指数和工业增加值增速环比变化的对比看，相关性较低。PMI 读数大幅走高并不必然映射到制造业物量指标同等幅度的改善。
 - 2) **作为环比指标，基数扰动的影响不容忽视。**去年 12 月 PMI 降至 47.0，今年 1 月份 50.1 虽然高于荣枯线，但实际和前值情况基本一致，低基数和节后复产复工加快必然推升 2 月读数。如果将“PMI-50”作为环比值，连乘后转化为同比值，2 月同比读数只是表现为降幅收窄。
 - 3) **需求增长存在不确定性。**从结构上看，2 月 PMI 指标结构中生产修复明显快于需求，从生产-新订单指数缺口走阔、产成品库存指数上升、服务业复苏势头放缓等指标看，在疫后需求阶段性反弹后，新的需求增长中枢有待确认。从问卷调查看，反映订单不足的制造业和服务业企业占比较上月虽有所回落，但仍超过 50%，表明市场需求不足问题仍较突出。
- **3 月是债市观察期，耐心等待交易机会。**年初以来，1 月中旬以来，长债利率维持窄幅波动，等待方向性突破。3 月份预计成为判断后续利率走势的重要“窗口”，关注点包括：1-2 月经济数据将明确全年经济复苏的“基准”；“两会”政策定调影响后续经济和信用扩张的弹性；信贷“开门红”后大行融出能力和资金面修复情况等。在诸多不确定性落地前，长债交易时机可能仍需等待。
- **风险提示：**基本面复苏超预期；资金面大幅收紧；政策超预期等。

图表 1: 2 月制造业 PMI 回升幅度超预期



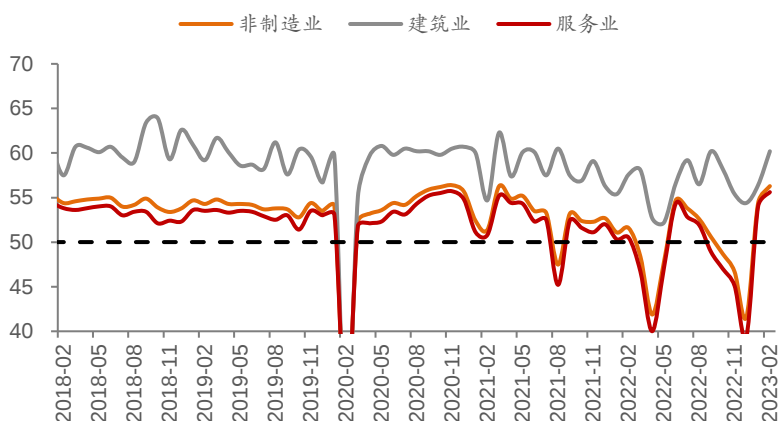
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 2: 主要分项较前值大幅改善



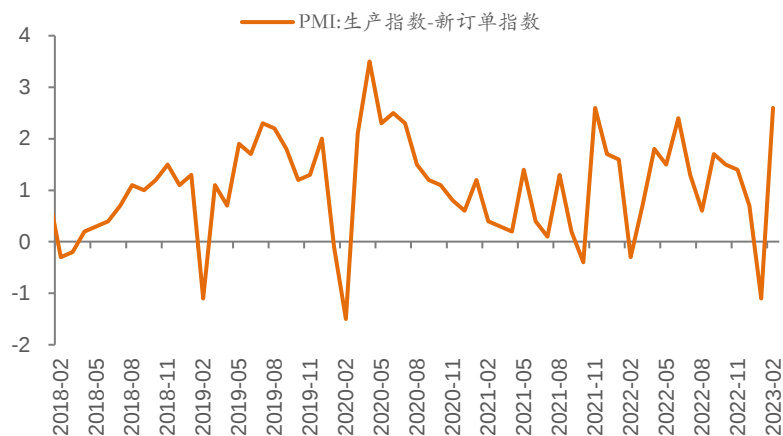
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表 3: 建筑业和服务业景气度继续改善



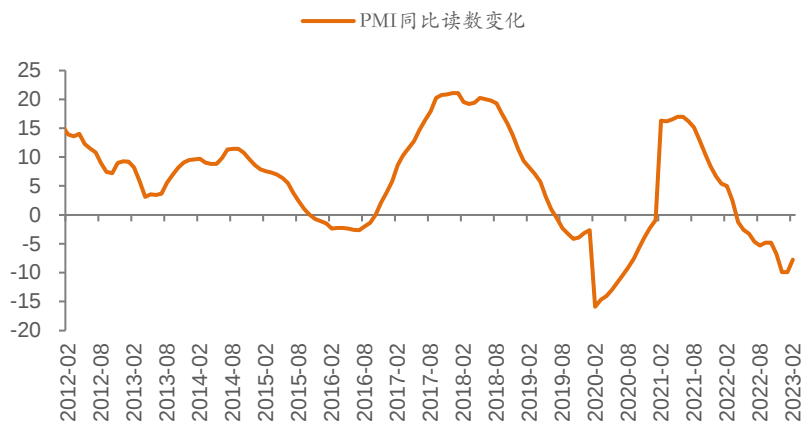
来源: iFinD, 中泰证券研究所

图表4：2月生产和新订单指数缺口大幅走阔



来源：iFinD，中泰证券研究所

图表5：转化为同比值后，2月份PMI降幅有所收窄（%）



来源：iFinD，中泰证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52756

