

宏观点评报告

2023 年 3 月 1 日

经济恢复更加全面，出口有望好于预期

2 月 PMI 点评

核心内容：

- **PMI 数据情况** 2023 年 2 月中采制造业 PMI 指数 52.6，比 1 月份上行 2.5，高于近年均值 7.1，继续保持在扩张区间。非制造业 PMI 录得 56.3，比 1 月份上行 1.9，高于近年均值 12.1；建筑业 PMI 录得 60.2，比上个月上行 3.8，高于近年均值 13.9。中采先进制造业 PMI 录得 62.5，比上月大幅上行 11.6，高于近年均值 20.1。虽然 PMI 比近年均值的大幅改善有春节前置和环比大幅修复等干扰因素的影响，但其回升仍然好于预期。
- **生产端限制减少后回补，内外需均改善** 在 2 月企业生产恢复、疫情对生产人员供给冲击显著弱化、春旺季临近以及内外需继续恢复的背景下，生产继续改善并出现了明显回补，强于新订单。相比上月的消费和原材料类的率先复苏，2 月各行业生产几乎均有明显改善，未来的复苏斜率有望抬升。不仅内需改善，外需也强于预期，出口增速上半年下行的幅度应当有所收窄，对生产的影响会弱化。整体上，内需回升与外需的韧性、企业产能与人员的改善、库存仍较低和制造业旺季等因素支撑制造业维持在扩张区间。
- **配送反向拖累，库存均值仍在低位，价格受到需求拉动** 2 月配送时间指标上行 4.4 至 52.0，其作为逆向指标的上行对 PMI 有大约 0.66 个百分点的拖累，剔除后 PMI 在 53 以上，未来影响将减弱。产成品库存回升 3.4 至 50.6，单月位置偏高，其回升一方面由于生产扩张期的环比上行，另一方面配送未完全恢复，也会加强库存向上的力量。但需要注意库存前期处于相当低位，单月大幅改善并不会挤压生产扩张空间。购进价格 54.4 (+2.2)，回升和采购量 53.5 (+3.1) 的上行一致。尽管 PPI 压制仍在，但出厂价格同样改善，未来 PPI 的环比拐点有望加快确认。
- **非制造业保持高景气，地产环比继续改善** 非制造业全国经营活动状况大幅上行 1.9 至 56.3，高于近年均值 12.1。服务业方面，经营活动状况上行 1.6 至 55.6，新订单上升 3.1 至 54.7，价格和就业上行。建筑业继续走高，经营活动状况上行 3.8 至 60.2，连续 9 个月处于扩张区间。其中，土木工程建筑业从上月的 43.3 反弹至 65.4，主要是淡季和节日压制已过；建筑安装上月环比增长极强，2 月回落但依然处于 56.3 的高位，保交楼以及积压装修需求仍在，在手订单的上升也支持这一观察。房地产环比再次上行 1.9 至 50.4，新订单上行 6.2 至 50.8，是 2016 年以来最高。
- **经济恢复更全面，出口有望好于预期** PMI 在疫情期的“大坑”导致环比改善幅度很强，尽管有低基数成分，但依然反映出经济改善的斜率比较乐观。中小企业经营状况的显著改善以及产需上行行业的增加印证经济在经历更加全面的恢复。虽然经济从恢复转向复苏的成色要更长时间验证，但目前“恢复”阶段比较顺利。同时，出口的环比改善与海外经济的韧性相匹配。在此前对出口增速估计比较悲观的情况下，出口下行的幅度小于预期也是一个利好因素。PMI 与股指的相关性意味着指数有继续上行的空间。在疫情、外需下滑幅度和基建支持力度这些不确定性明显减弱的情况下，地产是未来观察的重点。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

核心风险：疫情二次感染超预期、地产恢复不及预期、海外经济衰退提前

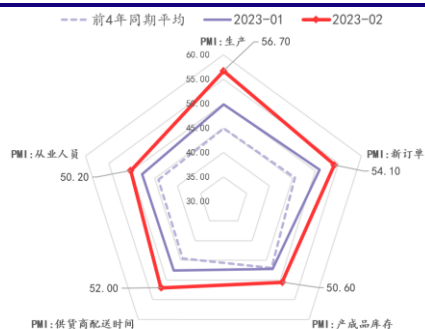
2023年2月份中采制造业PMI指数52.6，比1月份上行2.5，高于近年均值7.1，继续保持在扩张区间。非制造业PMI录得56.3，比1月份上行1.9，高于近年均值12.1；建筑业PMI录得60.2，比上个月上行3.8，高于近年均值13.9。中采先进制造业EPMI录得62.5，比上月大幅上行11.6，高于近年均值20.1。虽然PMI比近年均值的大幅改善有春节前置和环比大幅修复等干扰因素的影响，但其回升仍然好于预期。

一、内外需改善带动价格，生产端限制减少后回补，库存低位回升

2月份制造业PMI在生产大幅回补之下强于预期。内外需的同时改善带动生产和价格走高，疫情和节日过后的配送与雇员均继续改善，库存均值整体保持低位，多种因素支持生产扩张。虽然PMI超预期，也需要意识到经济依然处于“恢复”而非“复苏”阶段，企业反映总需求仍有不足，且PMI环比与同比的回升也有春节错位和前期基数过低的影响。尽管如此，经济恢复更全面且斜率不低的信号依旧喜人，不确定性继续弱化，利于资产定价的进一步修复。同时，PMI的绝对值已处于高位，继续保持高环比增长的概率较低，但短期应继续保持在扩张区间。

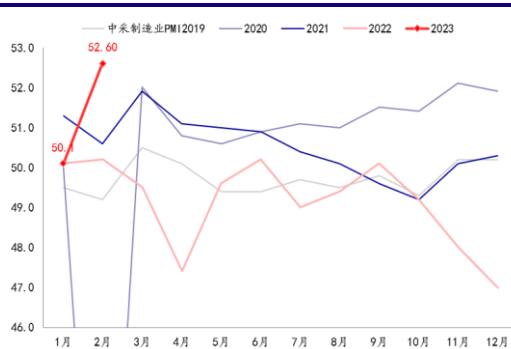
2月份生产大幅回补，行业改善更加全面，反映生产端限制进一步降低：1月份由于春节和疫情对人员以及企业用工的限制导致了订单的积压，在2月企业生产恢复、疫情对生产人员供给冲击显著弱化、春旺季临近以及内外需继续恢复的背景下，生产继续改善并出现了明显回补，强于新订单。相比上月的消费和原材料类的率先复苏，2月各行业生产几乎均有明显改善，疫情和节日的限制降低，未来的复苏斜率有望抬升。不仅内需改善，外需也强于预期；美国经济并未失速，1月收入 and 消费支出有所加强，而欧洲方面短期经济表现尚可，美欧陷入衰退的时点都将延后。因此，虽然出口增速在在外部衰退概率较大、库存偏高的背景下依然处于回落通道，但上半年下行的幅度应当有所收窄，对生产的影响会弱于预期。整体上，内需回升与外需的韧性、企业产能与人员的改善、库存仍较低和制造业旺季等因素支撑生产维持在扩张区间。PPI已在底部，随着产需继续好转，价格底部确认，而PPI触底回升的“买入信号”继续加强。行业产量方面，除了上月表现极好的医药和汽车制造外，仅农副食品加工业回落1.0，其他行业环比全部改善且高于荣枯线。环比改善最明显的有纺织服装、金属制品、有色金属、非金属矿物制品和化纤等，这暗示原料与中间品的改善会进一步向设备与消费品扩散。

图 1：中采制造业 PMI 变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单与出口订单均上行，外需环比改善更大，但企业仍表示需求不足：全国订单指数上行3.2至54.1，高于近年均值10.3，出口订单上升6.3至52.4，高于均值10.2。在内需1月大幅环比修复后，2月改善的斜率有所放缓，但从行业角度看依然比较全面。不过，仍需要注意的是环比的改善尚不能确认

总需求全面复苏，反映市场需求不足的企业占比仍超过 52%；同时，3 月制造业旺季的 PMI 新订单预计仍会较强，可能掩盖总需求的问题。尽管如此，未来短期的需求环比修复确定性依然较高，虽然要对总需求保持观察，但目前信号乐观。2 月内需扩张较多的有金属制品、有色金属、石油加工及炼焦、电气机械及器材和化纤橡胶塑料等，回落较多的主要是景气达到极值的医药以及上月环比扩展较大的汽车与化学原料及制品。出口订单上行幅度由于美欧经济韧性超预期而强于内需，农副食品加工、纺织服装和非金属矿物制品改善较大，汽车制造和金属制品环比回落。

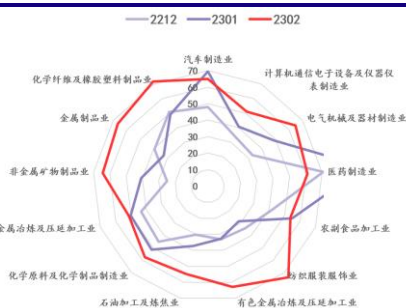
配送时间缩短，对生产限制减弱，继续反向压制 PMI：2 月配送时间指标上行 4.4 至 52.0，高于均值 9.3，其作为逆向指标的上行对 PMI 有大约 0.66 个百分点的拖累，剔除后 PMI 在 53 以上。疫情达峰快于预期后，物流人员快速补充，未来配送时间不排除小幅缩短的可能，但对 PMI 的拖累将弱化。

产成品库低位回升但不会挤压生产扩张空间，强生产下原材料库存仅略有上行：2 月产成品库存回升 3.4 至 50.6，单月位置偏高；原材料指数上行 0.2 至 49.8。2 月产成品库存的回升一方面由于生产扩张期的环比上行，另一方面配送仍未完全恢复，也会加强库存向上的力量；但需要注意库存前期处于相当低位，单月大幅改善并不会挤压生产扩张空间。原材料类库存分化，地产谷底改善下非金属矿物制品回升显著、黑色系小幅上升，而产需改善的有色、石油和化学原料等库存小幅降低；设备类库存整体偏低，利于生产扩张；消费类由于需求恢复更早，库存也有所上行。整体上，近期库存均值位置依然不高，支持生产扩张，主动补库存势头正在形成。

受到需求拉动，购进与出厂价格上升：2 月份购进价格 54.4 (+2.2)，继续低于近年均值，出厂价格 51.2 (+2.5)；购进价格的回升和采购量 53.5 (+3.1) 的上行一致。原料类中黑色和非金属矿物制品的涨价与地产底部回暖态势符合；消费类中农副产品和纺织服装涨价明显；设备类价格相对稳定，未来也将上行。尽管 PPI 压制仍在，但出厂价格同样改善，未来 PPI 的环比拐点有望加快确认。

图 3：各行业生产 (%)

图 4：各行业新订单 (%)



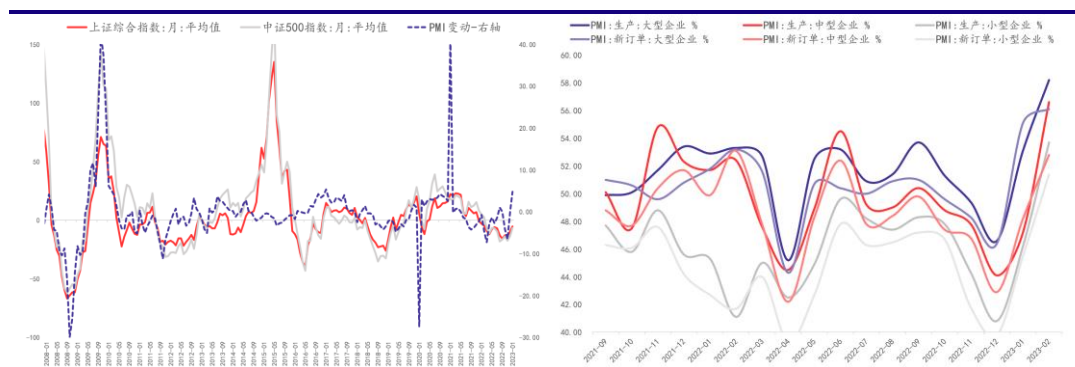
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

大中小企业指标全面回升，小企业改善反映经济恢复范围扩大：2 月大型企业 PMI 上行 1.4 至 53.7，中型企业上行 3.4 至 52.0，小型企业上行 4.0 至 51.2。三类企业新订单均上行，小企业订单上行 5.9 至 51.4，也脱离了萎缩区间。大、中、小企业出口订单分别大幅回升 5.4、6.3 和 10.7，美欧经济基本面强于预期利于前期悲观的出口预期改善。三类企业的生产经营活动预期继续改善，小企业回升最为明显并在其采购量的大幅回升上得到印证。1 月份由于原材料类率先改善，大企业恢复更加明显，而 2 月小企业的反弹开始跟上，表明经济恢复的范围继续扩大，也利于就业与居民收入的进一步改善。

图 5：PMI 改善支持股指继续回升

图 6：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

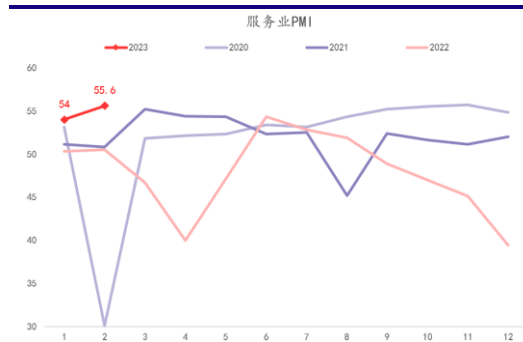
二、非制造业保持高景气，地产环比继续改善

在消费需求持续恢复、春节对开工影响结束、基建托举与地产边际改善等因素下，2月非制造业继续扩张：非制造业全国经营活动状况大幅上行1.9至56.3，高于近年均值12.1。服务业方面，经营活动状况上行1.6至55.6，新订单上升3.1至54.7，价格和就业上行。建筑业再次回到高位；房地产环比上行至短期内的低点，需求和价格均有明显改善。

生产性服务业上行3.5至58.2，指标基本全面改善，就业人员回升明显。交运仓储及邮政业环比大幅改善至69.1(+12.0)，反映配送显著恢复；租赁及商业服务类和生产资料批发零售也出现显著回升；信息服务业维持较高景气。消费性服务业上行2.4至58.3，其中居民及其他服务业反弹15.3至59.6，住宿及餐饮业上行至59.7，零售和生态保护及公共设施在节后正常回落。服务类就业继续回升，支持供给侧，预计服务业保持扩张。

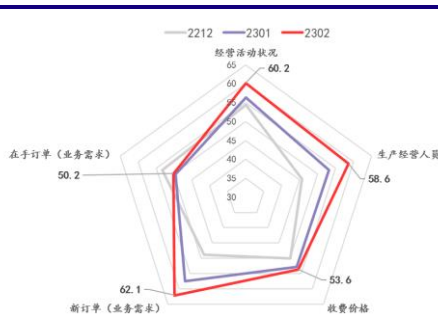
建筑业继续走高，2月份建筑业经营活动状况上行3.8至60.2，在基建开工和地产改善的加持下连续9个月处于扩张区间。其中，土木工程建筑业从上月的43.3反弹至65.4，主要是淡季和节日压制已过；建筑安装上月环比增长极强，2月回落但依然处于56.3的高位，保交楼以及积压装修需求仍在，在手订单的上升也支持这一观察。房地产环比再次上行1.9至50.4，新订单上行6.2至50.8，是2016年以来最高。政策的前置发力继续支持基建投资和建筑业，二手房交易已经出现改善迹象，将继续向新房成交传导。

图 7：服务业 PMI 继续回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8：建筑业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、行业情况

2月各行业中PMI绝对值景气度居前的有纺织服装、化纤及橡胶塑料制品、电器机械及器材制造、通用设备制造和金属制品；表现较弱的有黑色系、农副食品加工、计算机电子设备与仪器仪表、石油加工及炼焦和化学原料与化学品。

环比改善较多的则有纺织服装、金属制品、有色金属、非金属矿物制品以及电器机械及器材制造；仅医药由于上月极高而出现明显的环比下滑，实际不弱。从恢复情况来看，原材料类和消费类率先改善：消费类中纺织服装先行复苏，汽车从高位有所下滑，医药与农副食品在疫后和节后回落，同时食品出口大幅回升与海外通胀中食品部分的韧性相关。原材料类改善明显，预示生产和建筑的进一步恢复；黑色系虽然绝对值不高但多月保持景气，支持地产连回升。设备类相比之下表现平稳，计算机通信电子设备处于淡季，而专用与通用设备也出现较好的上行；值得注意的是设备类的产成品库存水平低，未来改善空间大。

图 9：各行业 PMI 变化 (%)

图 10：各行业产成品库存变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、经济恢复更加全面，出口有望好于预期

PMI 在疫情期的“大坑”导致环比改善幅度很强，尽管有低基数成分，但依然反映出经济改善的斜率比较乐观，加快向疫情前水平靠拢。中小企业和更多经营状况的显著改善印证恢复的全面性，而产需

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_52767

