

经济进一步回暖

——2月PMI数据以及未来经济展望

核心观点：

国家统计局3月1日公布2月制造业PMI为52.6，较上月大幅回升且好于市场一致预期。从分项指数来看，节后复工带来的供给回升可能是2月PMI进一步上升的主要原因。2月高频数据整体有所改善，但行业间的分化有所加大，地产销售、出口相关指标也尚未出现实质性的改善。展望未来，我们预计中国经济的负产出缺口在一季度将持续受益于疫情约束放松，大概率逐渐收敛，但此后仍有不确定性，后续是否有提振内需的政策仍然关键，需密切关注4月的政治局会议。

点评要点：

➤ 2月PMI大幅回升，好于市场一致预期

1月PMI综合指数52.6，较上月（50.1）回升2.5个百分点，好于市场一致预期（50.5）。从分项指数来看，大部分子指数较上月都有明显回升，其中节后复工带来的供给回升可能是2月PMI进一步上升的主要原因。

➤ 高频数据整体继续修复，行业间分化加剧

2月以来实体相关高频数据整体延续1月的回暖态势，春节以后人口流动进一步改善，反映工业需求的钢铁产量和汽车轮胎开工率均出现超季节性回升，但PTA以及纺织行业开工率仍然偏低，地产行业、出口相关高频数据也仍表现疲软，行业间分化有所加剧。

此外，价格高频数据分化较为明显，资金利率超预期上行。

➤ 近期政策或难超预期，密切关注政治局会议安排

2月制造业部门乃至整体经济景气度超市场预期上升，与多方面因素有关。这些因素可能包括：一些经济活动疫后修复快于预期、春节之后的季节性修复、库存投资上升、财政刺激下基建投资力度超预期，以及统计方面的因素（比如新出口订单子指数与出口的相关性不强）等。

考虑到短期经济仍在边际修复之中，包括地产市场也有一定回暖，近期各地刺激内需的政策力度也并未明显增强，我们认为两会提出的政策力度——包括地产政策——或难超市场预期。

需要注意的是，当前地产销售尚未出现实质性复苏，外需总体而言也依旧偏弱，行业间的景气度分化有所加大，居民的边际消费倾向也仍未回归疫情前的水平。展望未来，我们预计，中国经济的负产出缺口在一季度将持续受益于疫情约束放松，大概率逐渐收敛，但此后仍有不确定性。为较有力地支撑经济目标实现，后续是否有提振内需的政策仍然关键，需密切关注四月政治局会议对下一阶段经济工作的安排。

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
 执业证书编号：S0590122100031
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《开局之年的政策看点——2023年两会前瞻》
2022.2.28
- 2、《消费如期修复，政策仍需推出——春节数据反映的疫后复苏图景》2023.01.29
- 3、《出口增速进一步下行——12月外贸数据点评》2023.01.15

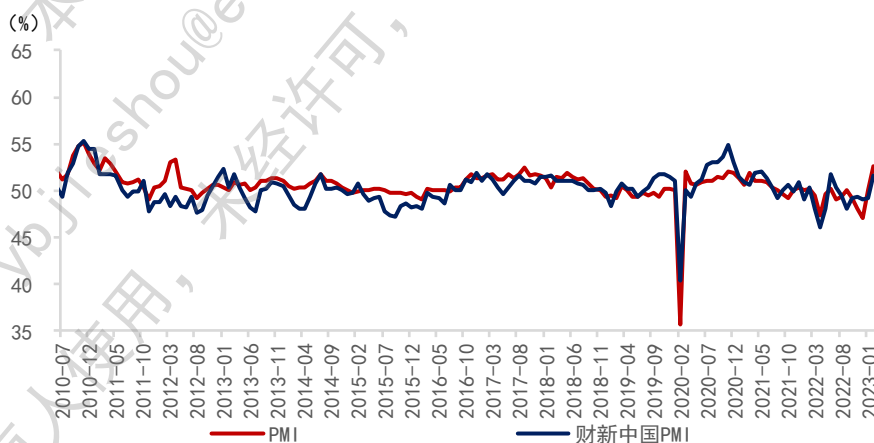
1 2月PMI进一步上升

2月PMI综合指数较上月大幅上行，绝大多数子指数也较上月有明显回升，好于市场一致预期。从分项指数来看，节后复工带来的供给回升可能是2月PMI进一步上升的主要原因。

1.1 2月PMI大幅上行

2月PMI综合指数52.6，较上月（50.1）高出2.5个百分点，好于市场一致预期（50.5）。

图表 1: 中国PMI综合指数



来源：Wind，国联证券研究所

1.2 供给约束放松，分项指数改善明显

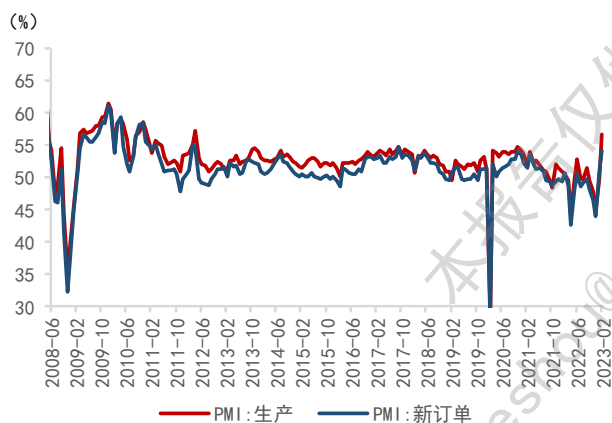
结构上，绝大部分PMI分项指数都较上月有进一步回升。

在构成PMI的五个主要子指数中，权重次高（25%）的生产子指数较上月反弹6.9个百分点至56.7。同时，新订单和从业人员子指数也均有明显改善，分别反弹至54.1（前值50.9）、50.2（前值47.7）。此外，原材料库存子指数边际改善，从49.6升至49.8。

供应商配送时间指数对总指数的扭曲或已基本消除。2月供应商配送指数大幅反弹至52.0（前值47.6），可能主要是由于疫情、春节等对物流供应的影响过去，司机工人大量复工后提高物流效率。一般情况下，该指数越低，供应商配送越不及时，越是说明经济景气，所以是以100减去该指数再加权计算PMI。此前几个月，在其他几个子指数表现较弱的情况下，供应商配送时间子指数的偏低实际上是景气度偏弱的表现，因而导致PMI综合指数存在一定高估。所以从边际改善的角度而言，中国制造业改善的程度可能好于PMI综合指数提升2.5%所展示的水平。

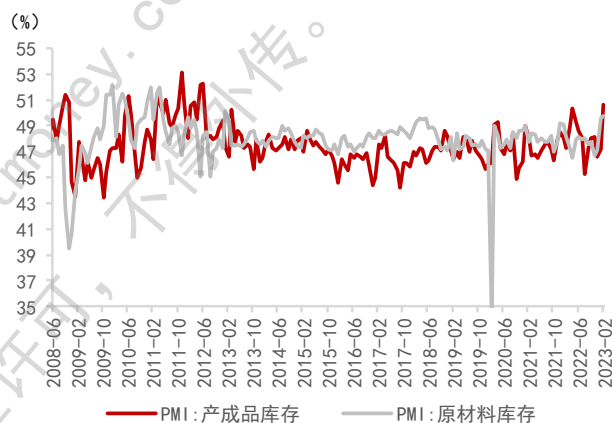
主要分项指数的普遍回升说明，随着第一波疫情、春节假期的影响过去，生产、需求均有明显改善。其中，在1月需求大幅修复、产成品库存处于低位的情况下，2月随着节后复工、供给约束的进一步放松，生产的反弹更为明显。企业产成品库存明显上升，原材料库存与上月大体持平。

图表 2：PMI 新订单和生产子指数



来源：Wind，国联证券研究所

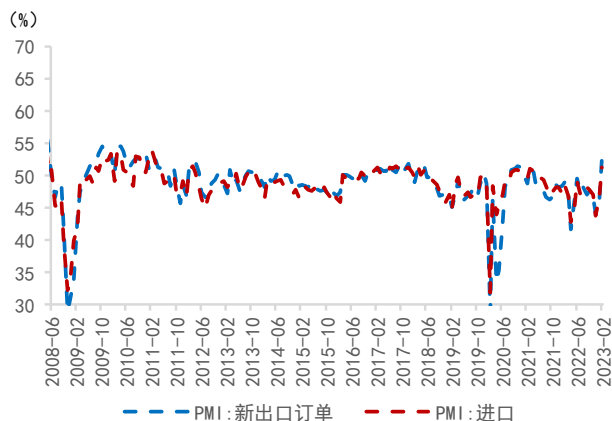
图表 3：PMI 产成品及原材料库存子指数



来源：Wind，国联证券研究所

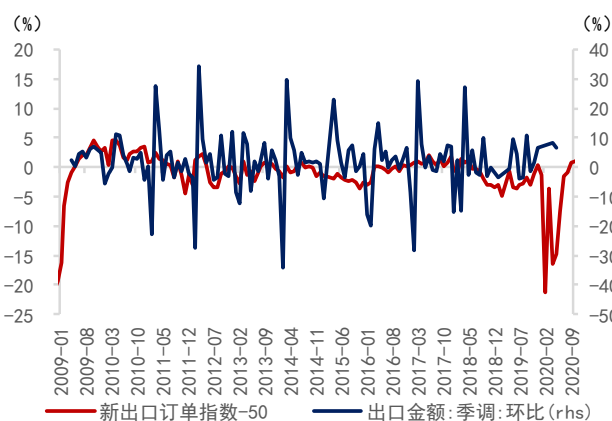
值得注意的是，出口子指数为 52.4（前值 46.1），较上月有明显回升，部分受到季节性因素影响，季调后的新出口订单子指数为 51.8；当然，也不能排除疫情冲击过去供给约束解除、人民币汇率贬值对出口订单的支撑。不过，考虑到疫情后出口季调环比增速与 PMI 新出口订单子指数并不构成强相关——PMI 出口子指数对出口环比增速的解释力在 10% 左右——我们倾向于认为短期出口子指数的回升可能并不足以说明去年下半年以来出口承压的局面得到扭转。

图表 4：PMI 新出口订单和进口子指数



来源：Wind，国联证券研究所

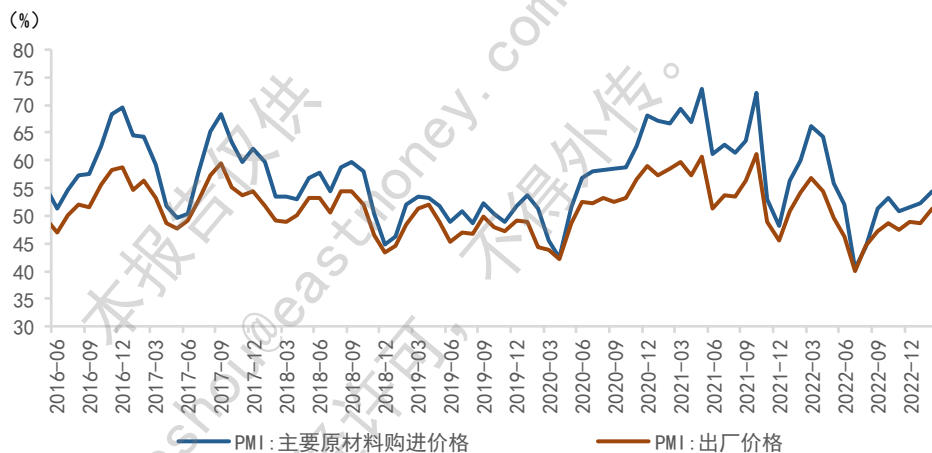
图表 5：PMI 新出口订单子指数与出口环比



来源：Wind，国联证券研究所

此外，剔除季节性因素后，原材料购进价格子指数和出厂价格子指数延续了1月的慢回升态势，这意味着2月PPI可能继续保持平稳——与2月全球大宗商品价格延续1月的震荡走势有关。

图表6: PMI原材料购进价格及出厂价格子指数



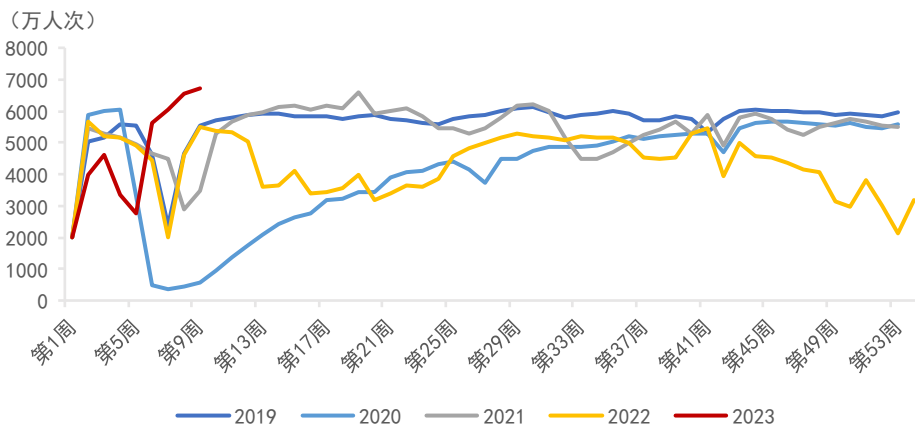
来源: Wind, 国联证券研究所

2 实体相关高频数据总体进一步回暖，但分化加大

2月以来高频数据整体进一步回暖，但地产行业、出口相关高频数据仍表现疲软，部分工业行业表现也仍然偏弱。

春节后人口流动进一步改善。春节以后，国内主要城市地铁客运量回升幅度超过往年。

图表7: 全国19城地铁客运量

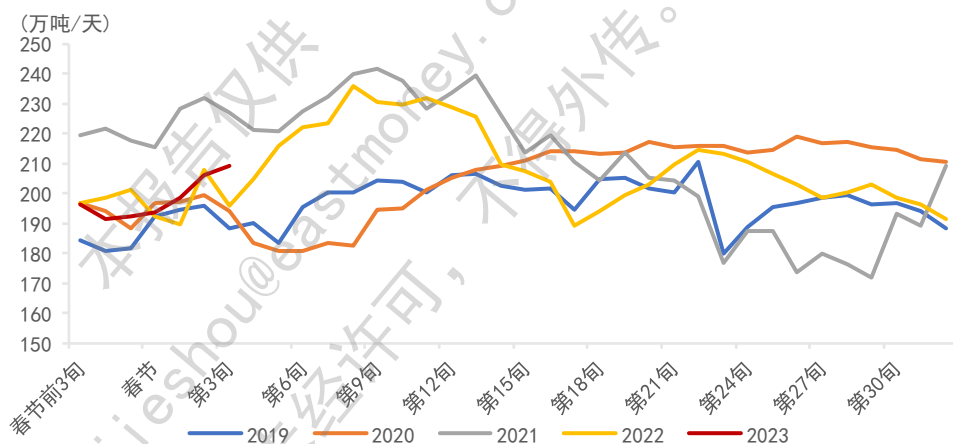


来源: Wind, 国联证券研究所

工业生产进一步修复，但行业间分化加大。反映工业需求的钢铁产量和汽车轮胎开工率均出现超季节性回升，但 PTA 以及纺织行业开工率仍然偏低。

春节以来，钢铁生产有超季节性回升。重点企业粗钢产量好于 2021、2022 年春节后同期水平。

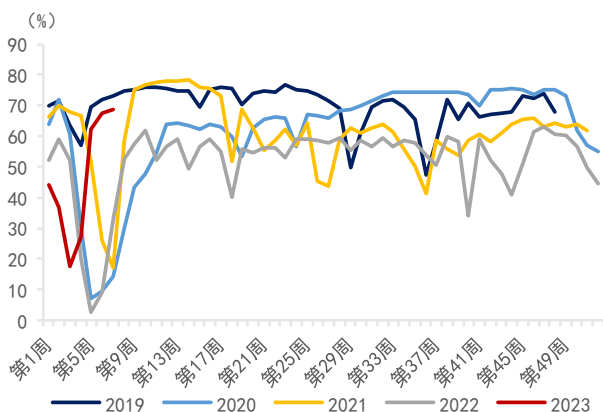
图表 8：重点企业粗钢日均产量



来源：Wind，国联证券研究所

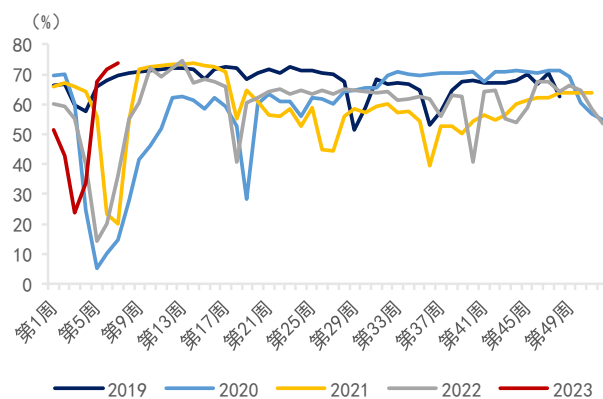
汽车轮胎开工率也超季节回升至近一年内高位。尽管去年汽车销量高速增长，但汽车轮胎企业产量大幅下降，据轮胎世界网统计，2022 全年轮胎产品同比增长-5%。当前相关企业产成品库存可能已经处于较低水平，随着春节后工人陆续返岗，近期企业排产积极性有明显回升。

图表 9：汽车轮胎开工率（全钢胎）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：汽车轮胎开工率（半钢胎）

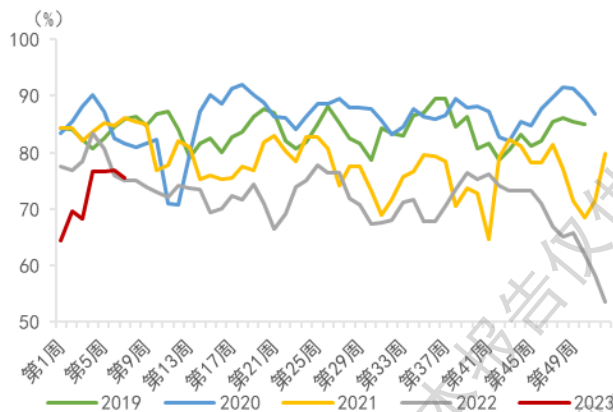


来源：Wind，国联证券研究所

虽然钢铁、汽车轮胎产量等出现了明显的回暖迹象，但部分工业行业仍然表现不

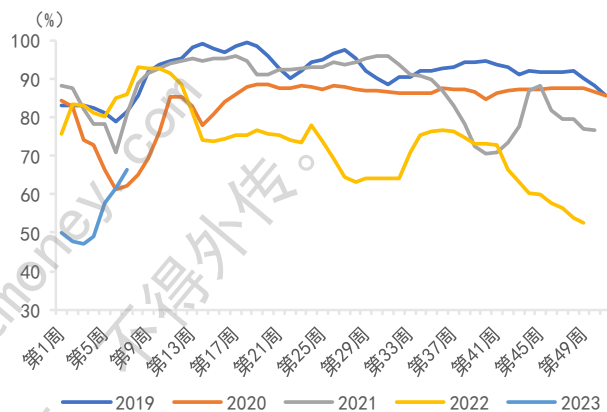
佳。2月以来，PTA开工率仍处近年来的低位，江浙涤纶长丝开工率在节后小幅回升，但也仍处于历史低位水平。

图表 11: PTA 开工率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 江浙地区涤纶长丝开工率

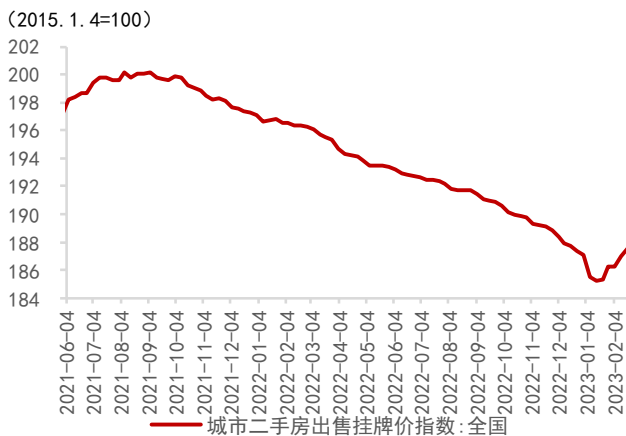


来源: Wind, 国联证券研究所

地产销售方面，虽然少数一、二线核心城市的地产销售、特别是二手房销售出现了回暖的迹象，但整体而言，全国商品房与土地市场尚未出现实质性的复苏。从 30 大中城市一手房销售的高频数据来看，春节以后的商品房成交面积较 2017-2019 与 2021 年¹同期的平均水平下降 21.2%，虽较 12 月的情况有所好转（与 17-19 及 21 年同期平均水平下滑 28.7%），但与春节周及之前两周的地产销售表现比更为疲弱（较 17-19 与 21 年同期平均水平下滑 16.3%），地产销售总体未出现明显改善。

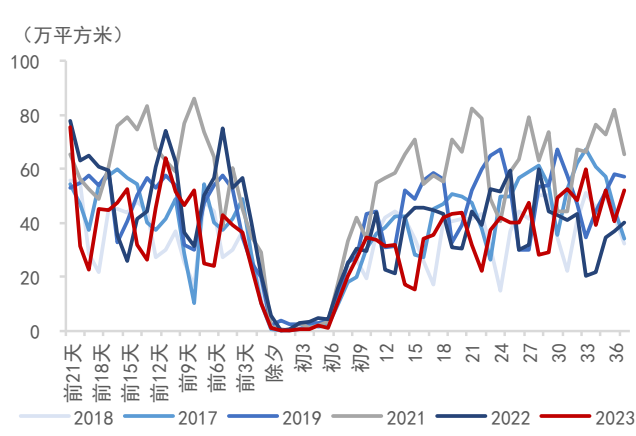
此外，通常情况下，二手房价格修复领先于一手房 3-6 个月，春节后全国二手房挂牌价虽边际回升，但总体仍处于低位，与去年 12 月底的水平大抵相当。

图表 13: 二手房价格仍处于低位



来源: Wind, 国联证券研究所

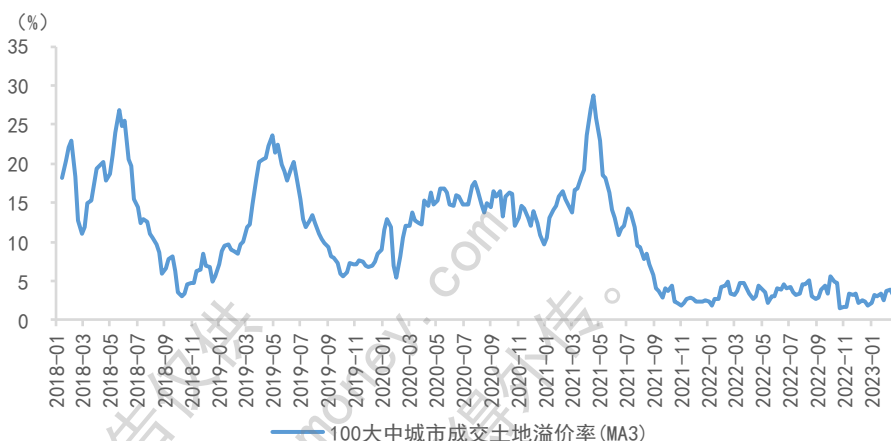
图表 14: 30 大中城市商品房成交面积



来源: Wind, 国联证券研究所

¹ 考虑到 2020 年疫情扰动，春节假期延长，此处不列入比较。

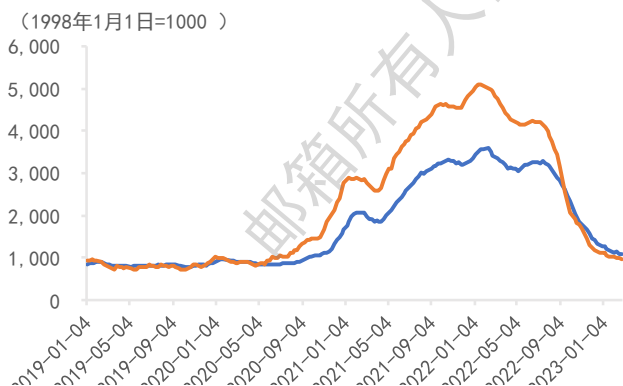
图表 15: 成交土地溢价率依然低迷



来源: Wind, 国联证券研究所

出口部门高频数据也持续低迷。2 月我国集装箱出口运价指数继续处于低位, 2 月中下旬国际干散货运价受季节性因素影响边际回升, 回到 1 月中上旬水平, 但也仍处于历史低位, 可能说明外需整体依然较为疲软。

图表 16: 中国出口集装箱运价指数



图表 17: 国际干散货运价指数



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_52768

