

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com
研究助理:崔超
SAC 登记编号:S1340121120032
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《积极的货币政策信号，投资先行》
- 2023.02.26

2023年2月 PMI 点评

超预期复苏初步验证，政策需继续发力

● 开年经济超预期复苏

2月PMI数据公布，在1月金融数据后，为经济“开门红”再添新证据。2月经济复苏呈现3点特征。**第一，复苏速度快。**2月中采制造业PMI跳升2.5个百分点至52.6%，为2012年5月以来最高，在1月回到扩张区间的基础上继续上行。即使平滑前期低基数的影响，中采制造业PMI的3个月均值亦升至49.9%，快速向容枯线靠拢。可以说，春节过后，经济景气快速回暖。**第二，复苏水分少。**春节的强假期效应，对经济数据形成了明显影响，考虑今年除夕在1月21日，春节后复工复产本身对经济景气有提振。对比春节位置接近的年份观察春节影响，2017年、2022年除夕均在1月（2020年因新冠疫情爆发，样本不具参考性），2月PMI分别环比+0.3、+0.1个百分点，对比来看今年环比2.5个百分点的增幅显著超出参考年份，反映季节性因素影响并非主导，经济景气上行的真实性高。**第三，复苏范围广。**2月大、中、小型企业PMI分别环比+1.4、+3.4、+4.0个百分点至53.7%、52.0%和51.2%，小型企业在2021年5月以来首次升至容枯线以上。对比2022年的PMI反弹时点，普遍是大中型企业升至扩张区间，2月复苏范围明显更广。并且，2月大、中、小型企业生产指数和新订单指数均位于扩张区间，产需较上月有所增长。

● 投资如期发力带来“开门红”

2月建筑业商务活动指数为60.2%，比上月上升3.8个百分点，维持在较高水平。春节后各地工程项目集中开复工，建筑业施工进度加快。元宵节以后，水泥价格逆季节性上涨，北方多数工地及搅拌站尚未复工，南方天气转好、需求持续回升。同时，钢铁及相关下游行业价格涨幅明显，黑色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备等行业主要原材料购进价格指数均高于60.0%，也反映工程项目需求扩张。同时，2月房地产市场进入止跌回升阶段。2月，TOP100房企实现销售操盘金额4615.6亿元，单月业绩环比增长29.1%、同比增长14.9%，其中有今年1月和去年同期低基数的因素，但从30大中城市成交数据来看，房地产市场最前端的销售环节已出现回升势头。2月30城供应低位回升，环比微增7%；成交强势反弹，同环比涨幅均超4成，整体成交规模与去年12月基本持平，前2月累计成交已止跌。另外，2月PMI新出口订单分项跳升6.3个百分点至52.4%。对比春节位置相近的2017年、2022年，分别环比+0.5、+0.6个百分点，今年2月涨幅明显偏高，可能与海外经济体开年以来的超预期韧性有关。美国2月Markit服务业PMI初值升至50.5%，六个月来首次站在荣枯线上方，制造业PMI为47.8%，亦有所改善。欧元区2月综合PMI

初值升至 52.3，好于前值 50.3，创下 9 个月来最高水平。预计上半年贸易顺差对经济的正向贡献相对平稳。

● 消费复苏仍然偏弱

2 月服务业商务活动指数为 55.6%，比上月上升 1.6 个百分点。从行业情况看，道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于 60.0% 以上高位景气区间；批发、保险等行业商务活动指数低于临界点。服务业的复苏主要集中在出行相关领域。同时，从商品消费相关的制造业行业 PMI 来看，商品消费的复苏也慢于投资相关行业。制造业各行业中，高景气主要体现在木材加工及家具制造、金属制品、电气机械器材等行业。对比装备制造业、高技术制造业、高耗能行业和消费品行业，PMI 分别为 54.5%、53.6%、51.6%、51.3%，分别较上月+3.8、+1.1、+3.0、+0.4 个百分点，消费品行业的涨幅和景气度均落后于前三个行业。**我们再次强调，超额储蓄的存在并非居民消费复苏的充分条件，反而是房地产等支柱产业的复苏带动居民就业回升，才是居民消费恢复的保障。**实际上，2 月制造业 PMI 从业人员分项回升至 50.2%，为 2020 年 4 月以来最高，非制造业从业人员指数亦升至 50.2%，其中建筑业、服务业从业人员指数分别升至 58.6%、48.7%。基建、房地产产业链的温度逐渐向劳动力市场传导。

● 政策需继续发力，巩固经济回升势头

虽然经济实现了开门红，但仍然需要稳增长政策的持续发力。从必要性来看，房地产市场尚处于止跌回升初期，居民信心提振和房企困境纾解都需要时间。根据克而瑞统计，民营房企融资难的现象依然存在，多数房企面对 2023 年即将到来的大规模债务到期潮，偿债压力仍然较大。目前，债务重组成为出险房企化解流动性压力的突破口，但是要从根本上解决房企的流动性危机，重组之后，企业运营改善的核心还是在于销售端，修复基本盘、依靠销售回款恢复自身“造血能力”是关键。而从约束来看，1 月 CPI 同比为 2.1%，通胀保持温和，PPI 同比-0.8%，持续负增。2 月 PMI 主要原材料购进价格分项、出厂价格分项回升，隐含 PPI 环比有望回正，但基数抬升可能带来 PPI 同比持续低位运行。因此，目前实体经济的产出缺口尚未进入过热阶段，通胀压力可控。1 月 70 大中城市二手住宅价格指数环比-0.3%，降幅有所收窄，同比仍然下降 3.8%，房价等资产价格上涨压力亦不明显。因此，正如央行在四季度货币政策执行报告提到，跨周期调节的政策需要在当前环境中，稳固对实体经济的可持续支持力度。

● 结论

受到基建项目春节后集中开复工，以及房地产市场止跌回升的拉动，2 月经济景气快速回升，经济开门红的确定性继续上升，基建、房地产相关产业链的投资值得关注。同时稳增长政策需继续发力，巩固经济回升势头，在居民收入获得提振以后，消费领域投资将迎来实质性机会。

● **风险提示**

疫情演变超预期，国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

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_52681

