

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

2023 年 2 月 PMI 点评兼论利率影响

经济加速扩张，债市扰动增多

2023 年 3 月 1 日

策略研究/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

核心观点：

- **经济进一步修复，PMI 加速扩张。**随着疫情影响消退，稳经济政策措施效应进一步显现，2 月经济景气度加快恢复。从单月数据看，制造业恢复力度基本达到 2016 年以来的最高水平，服务业也是次高值，显示经济边际明显复苏。具体看，2 月制造业 PMI 回升至 52.6%（前值 50.1%），商务活动 PMI 回升至 56.3%（前值 54.4%），其中服务业回升至 55.6%（前值 54.0%），建筑业回升至 60.2%（前值 56.4%）。
- **制造业供需两端同步扩张，生产连续两个月追赶需求。**从 PMI 分项看，生产、在手订单、新订单指数均连续两个月回暖。服务业和建筑业新订单指数也创 2016 年以来新高。制造业生产指数与在手订单指数之差回升到 7.4%（前值 5.3%），连续两个月回升，显示生产相对于需求在加快恢复，春节以及疫情对于生产端的约束消除。然而需求不足的问题依然突出，根据统计局的调查，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 50.0%。
- **需求回升不及库存的边际回补力度。**由于生产相对于需求加快，导致产成品库存再度攀升，产成品库存指数当月值和 TTM（12 个月）均创 2016 年以来新高。相对来看，新订单的回升力度不及企业补库存力度，表现为新订单与产成品库存指数之差当月值回落，从趋势上看也还在筑底，或预示企业主动去库存过程仍有反复。
- **企业经营预期改善，但采购恢复相对较慢。**2 月企业生产经营活动预期指数为 57.5%，高于上月 1.9 个百分点，升至近 12 个月来高点。但另一方面，企业经营预期的改善还未反映在采购活动中，采购量 TTM（12 个月）仅处于 2016 年以来 2.3%分位，采购量改善不及生产的加快速度。
- **制造业价差总体仍在修复过程中。**2 月制造业出厂价格指数 51.2%（前值 48.7%），主要原材料购进价格指数 54.4%（前值 52.2%），出厂价格及购进价格指数价差为-3.2%（前值-3.56%），从趋势上看，企业价差仍在修复进程中。
- **市场启示：经济加速扩张，债市扰动增多。**PMI 数据显示国内经济加快恢复，但仍处于起步阶段，经济自身循环的建立和持续加速仍依赖于政策端支持。从历史看，债券收益率上行趋势的正式确立往往伴随需求持续上行并带来生产加快（即主动补库存阶段），这个特征在 2 月的数据上表现并不明显，需要进一步观察。因此从基本面上看，收益率短期不具备大幅上行基础。但同时也关注到，央行四季度货币政策执行报告显示货币政策回归中性，两会的政策布局以及美联储加息预期的回摆均带来扰动。综合看，不能忽视收益率短期上行的风险，中期依然维持谨慎。
- **风险提示：**居民信心恢复偏慢、地产政策效应不及预期、增量政策不及预期。



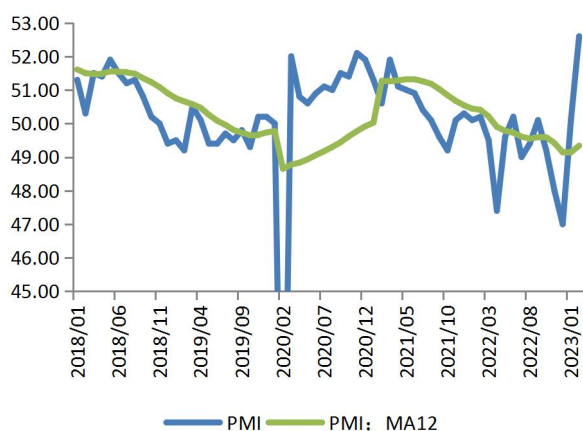
请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

图表目录

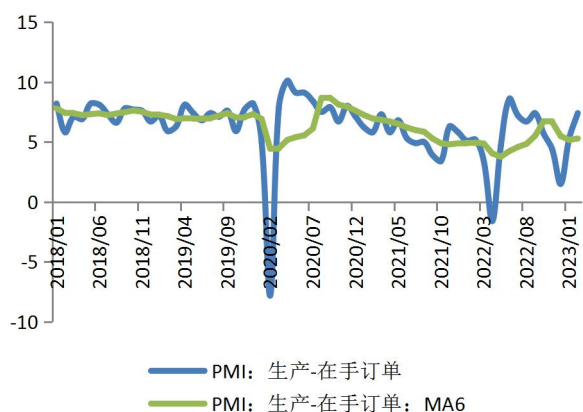
图 1: 制造业 PMI (%)	3
图 2: 非制造业 PMI:商务活动 (%)	3
图 3: PMI: 生产-在手订单 (%)	3
图 4: PMI: 产成品库存 (%)	3
图 5: PMI: 新订单-产成品库存 (%)	3
图 6: PMI: 出厂价-购进价 (%)	3
图 7: 新增需求加快并带动生产加快往往带来收益率加速上行	4

图 1：制造业 PMI（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-在手订单（%）



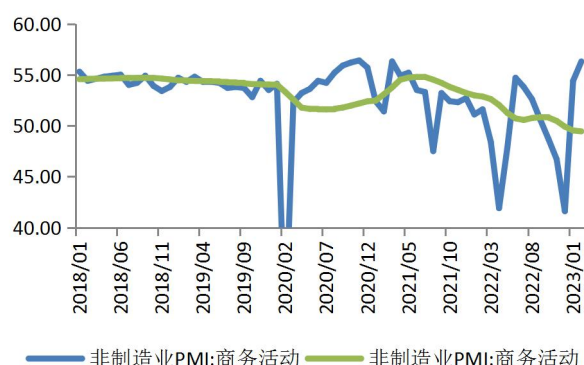
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：新订单-产成品库存（%）



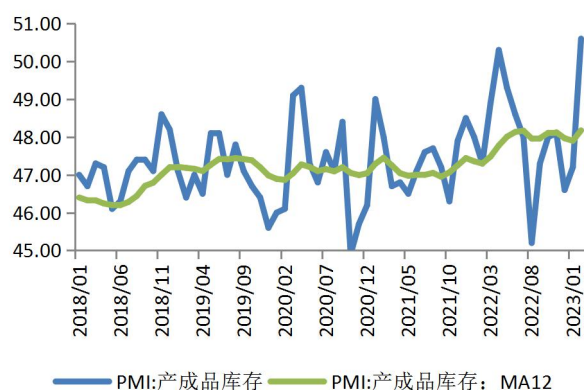
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动（%）



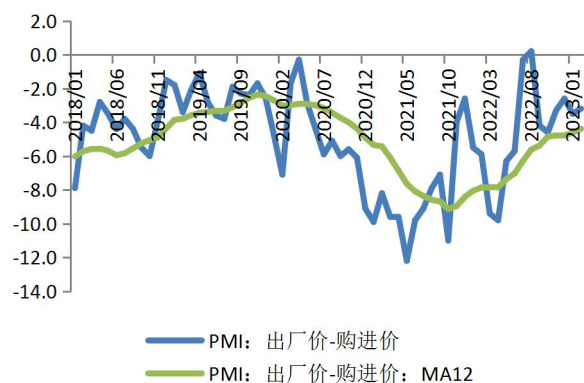
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：产成品库存（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：出厂价-购进价（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：新增需求加快并带动生产加快往往带来收益率加速上行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

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_52683

