

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

超季节性的 PMI 拉开经济修复序幕

2023 年 3 月 2 日

- **制造业修复力度大超市场预期。**2月制造业 PMI 强劲修复,各分项指标全面改善,虽然2月有季节性因素的推动,但是依旧显示出经济复苏的动力在逐步转强,主要有以下几条线索:一是2月的景气度修复是一轮全面且较强的改善,制造业各分项指标均较1月出现进一步改善;二是生产端的修复弹性已经超过了节后复工带来的季节性反弹,这背后显示出我国经济修复动力逐步转强;三是预期向好推动采购量连续回升,企业采购和补库是基于预期向好的判断,当前企业的生产经营活动预期继续升温,经济动能也依旧较高;四是大中小企业也都全部回到了景气度的扩张区间。
- **开年基建投资继续发力。**2月非制造业 PMI 在扩张区间进一步提高,是防疫措施优化后第二个月处于修复态势。非制造业景气度疫后持续向好,其中,服务业和建筑业受节后复工提振,景气度持续上升。建筑业高弹性修复接力服务业的强劲反弹,继续支撑非制造业上升。分项来看,非制造业的新订单和从业人员指数上升幅度较大,体现出非制造业需求和用工量双双回暖的趋势。1) 服务业上,服务业景气度的进一步提升得益于春节后服务业全面恢复营业和服务业从业人员返岗,此外,服务业企业对市场恢复发展预期持续向好。2) 建筑业上,建筑业景气度的攀升主要得益于2月各地工程项目集中开复工以及房地产等相关行业的回暖。高频数据显示,地产的销售压力在边际好转,基建投资也保持着较高的活跃度,基建高生产强度背后或和今年专项债前置发行有关。
- **经济修复可期,继续看好今年 A 股修复态势。**2023 年是经济触底复苏的重要一年,在开年的 1-2 月,经济景气度已经表现出较强的修复。2月 PMI 超预期回升,印证了经济正在复苏的大势。在 PMI 数据大超预期后,债市的反应较为平淡。这可能是因为债市已经提前反映了“经济强修复”的逻辑,也就是去年年末债券收益率已经提前反映了对于今年经济回升的预期。因此在 2 月 PMI 指数大超市场预期后,对债市的扰动比较有限。与此相反,在经济景气度超预期修复后,股市迎来 3 月“开门红”。我们认为当下经济复苏已经启动,在经济复苏下产需明显走强,经济动能依旧较强,后续经济仍在逐步修复的道路上。总体来看,经济修复依旧可期,继续看好今年 A 股修复态势。
- **风险因素:**美联储加息步伐超预期,政策落地不及预期等。

目 录

一、制造业修复力度大超市场预期	3
二、开年基建投资继续发力	6
三、经济修复可期，继续看好今年 A 股修复态势	7
风险因素	8

图 目 录

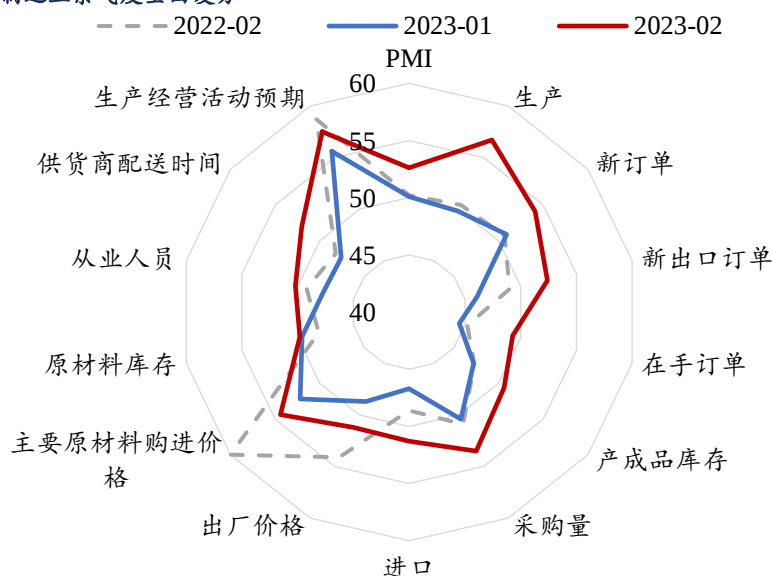
图 1：制造业景气度全面复苏	3
图 2：制造业生产端修复大于需求端	3
图 3：生产端的修复弹性已经超过了季节性反弹	4
图 4：需求端的反弹略微超往年同期表现	4
图 5：企业预期向好带动采购量上升	5
图 6：大中小企业重回景气区间	5
图 7：经济动能依旧较强	6
图 8：建筑业 PMI 涨幅较大	7
图 9：2 月建筑业新订单指数大幅上升	7

一、制造业修复力度大超市场预期

2月制造业PMI 迎来强势反弹，录得52.6%，创下近十年新高。2月制造业景气度的修复超市场预期（Wind 预期为50.5%），显示出经济修复动力逐步转强，主要存在以下几条线索：

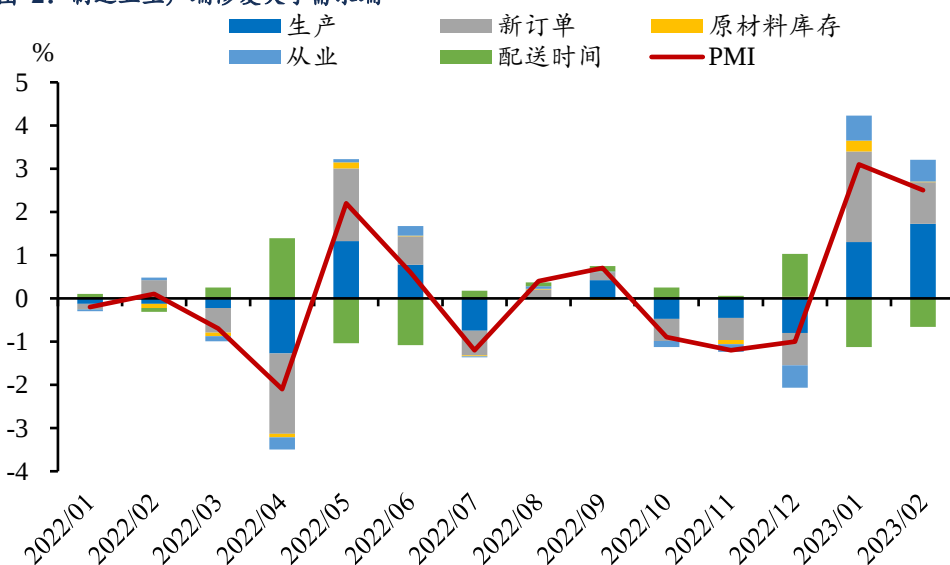
第一，2月国内制造业景气度经历了一轮全面且较强的修复。2月制造业PMI 比市场预计的50.5%还高出2.1个百分点，从各大分项来看，2月制造业的改善是一轮全面且较强的修复。因为从分项来看，制造业PMI 的各大分项均较上月出现进一步提高，像生产、新订单以及生产经营活动预期都较上月出现了进一步好转。制造业生产PMI 录得56.7%，新订单PMI 录得54.1%，回升3.2个百分点，表明制造业生产进度复苏较快，供需两端继续回暖，经济修复的动力在逐步转强。当然，2月制造业PMI 的生产PMI 和新订单PMI 表现都超市场预期，其中，贡献最大的是生产PMI 的变化。

图 1：制造业景气度全面复苏



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

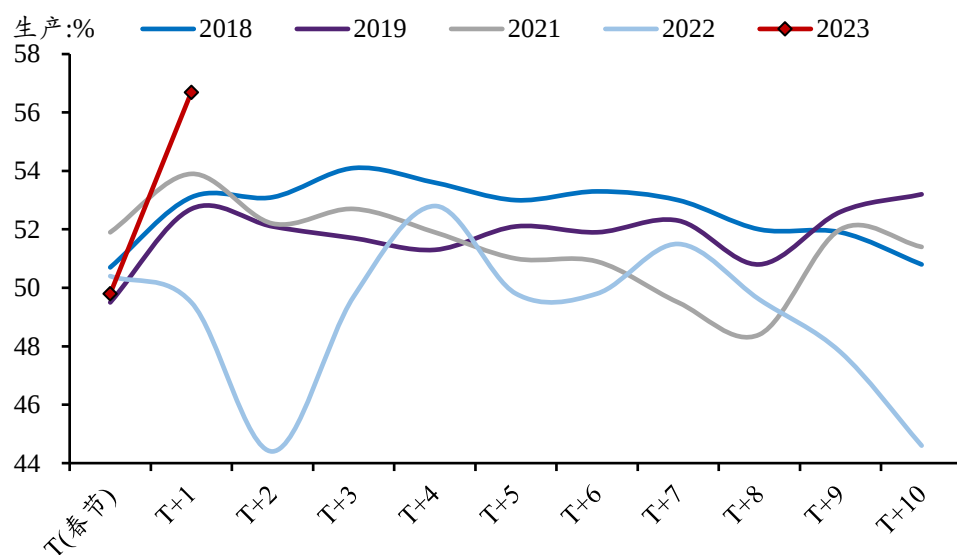
图 2：制造业生产端修复大于需求端



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

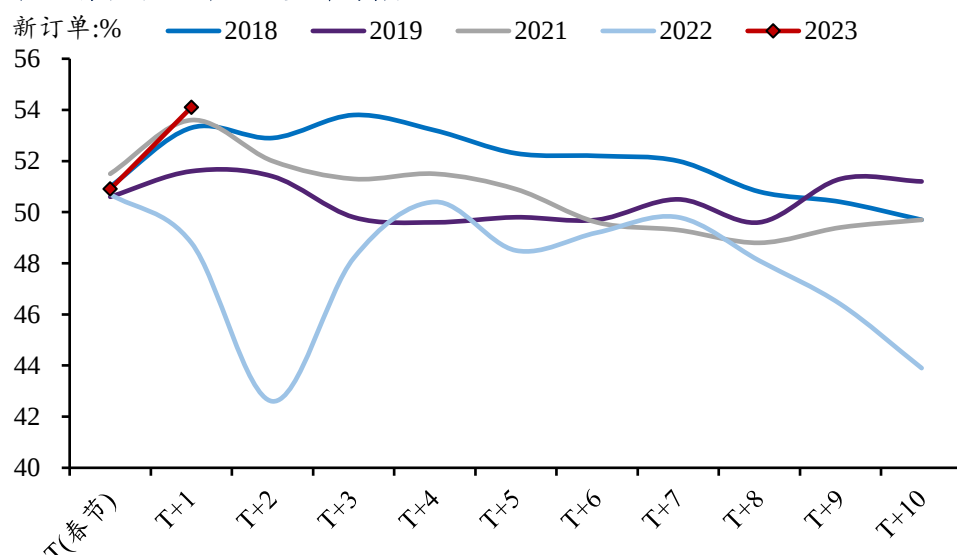
第二，生产端的修复弹性已经远超节后复工带来的季节性反弹。在整个制造业 PMI 的修复中，超预期较大的是生产端的修复。受节后复工顺畅的影响，开工率等高频数据普遍回升。生产 PMI 指数上升 6.9 个百分点，回升到 56.7%。生产景气度是近 10 年来的高位，上一次实现如此高的景气水平还要追溯到 2012 年 4 月。生产景气度高一部分原因是春节后的季节性反弹，因为 2023 年春节落在 1 月，节后供给约束减弱往往会导致春节次月的 PMI 上升。可以看到，生产端的修复弹性已经超过了节后复工带来的季节性反弹，而需求端的反弹也略微高于往年的同期表现。整体制造业 PMI 的变化方向符合季节性，但是变化幅度却又远超季度性，这表明节后复工复产的季节性反弹并不足以解释制造业的强势反弹，生产端超预期反弹背后或显示我国经济修复的动力正逐步转强。

图 3：生产端的修复弹性已经超过了季节性反弹



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：需求端的反弹略微超往年同期表现

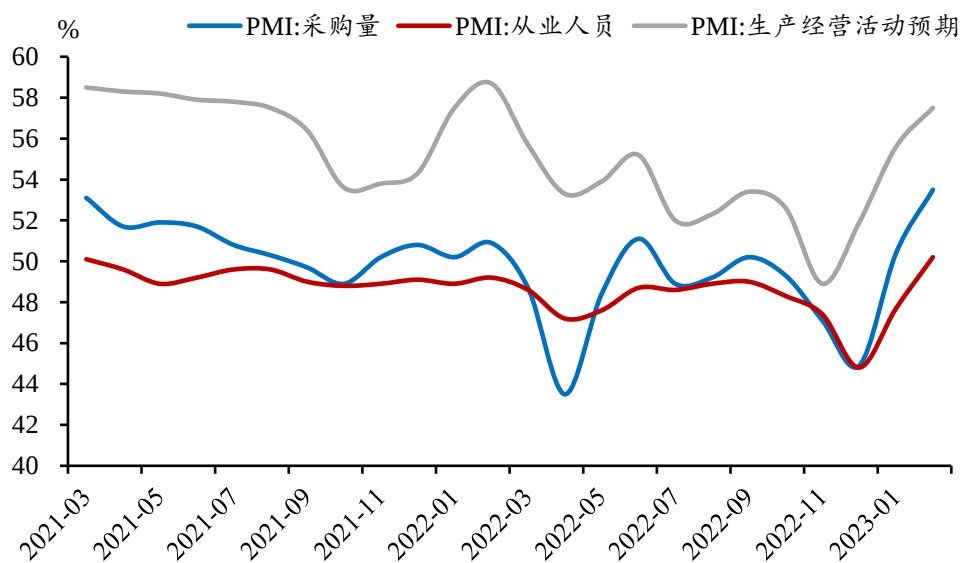


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，预期向好推动企业采购量连续回升，经济动能依旧较高。企业采购和补库是基于预期向好的判断，当前企业的生产经营活动预期继续升温，2月生产经营活动预期指数提高1.9个百分点至57.5%，升至近12个月以来的最高点，表明企业信心继续增强。分规模来看，各规模企业的生产经营预期也都有明显回升，其中，中型企业和小型企业分别上行至55.3%和58.8%。企业预期进一步改善，推动企业采购量的回暖。2月采购量指数上升3.1个百分点至53.5%，原材料库存指数上升0.2个百分点至49.8%，产成品库存上升3.4个百分点至50.6%。“新订单-产成品库存”所反映的经济动能指数小幅下降，但仍在3.5%的水平，指向经济动能仍强。

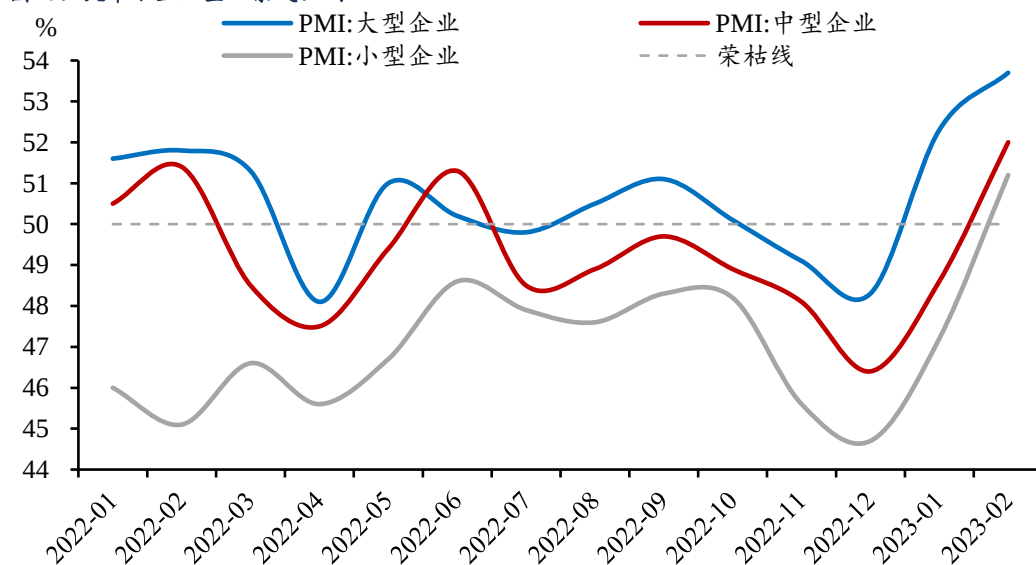
第四，大中小企业都回到了景气度的扩张区间。2月大、中、小型企业PMI分别为53.7%、52.0%和51.2%，特别是受疫情扰动较大的中、小型企业改善更加明显，环比分别提高了3.4和4.0个百分点，也是连续多月在荣枯线以下后回到了扩张区间。其中，小型企业PMI自2021年5月份以来首次升至扩张区间。

图 5：企业预期向好带动采购量上升



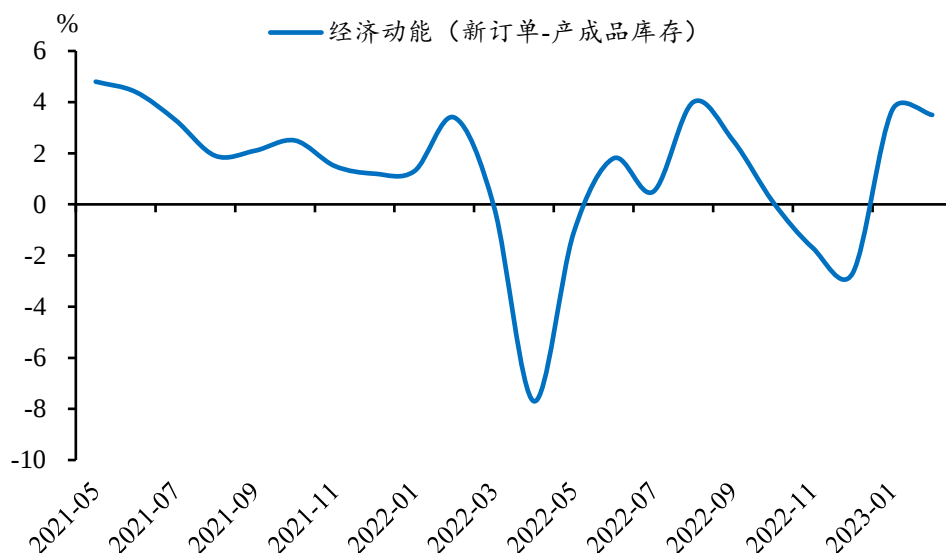
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：大中小企业重回景气区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：经济动能依旧较强



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、开年基建投资继续发力

2月非制造业商务活动指数为56.3%，比1月上升1.9个百分点，是防疫措施优化后第二个月处于扩张区间。非制造业景气度疫后持续向好，服务业和建筑业受节后复工提振，景气持续上升。

建筑业高弹性修复接力服务业的强劲反弹，继续支撑非制造业上升。1月非制造业PMI的回升主要受服务业的强劲反弹拉动，而建筑业的升幅相对有限。到了2月，建筑业展现出高弹性修复，接力1月服务业的强劲反弹。2月服务业商务活动指数为55.6%，比1月小幅上升1.6个百分点；而2月建筑业商务活动指数录得60.2%，比1月上升3.8个百分点，来到高景气区间。2月景气度弹性较大的建筑业，补上服务业反弹幅度减缓的缺口，这也是非制造业能继续维持高景气度上升的原因。

分项上看，非制造业需求和用工量均出现较大回暖。在非制造业分项指标中，非制造业新订单指数和从业人员指数上升幅度较大，分别比1月上升3.3和3.5个百分点，分别上升到55.8%和50.2%，体现出非制造业需求和用工量双双回暖的趋势。受到需求复苏的影响，非制造业销售价格指数上升2.5个百分点，自2022年4月以来首次回到扩张区间，而非制造业投入品价格指数小幅下降，这或将打开非制造业企业的盈利空间。

其一，春节后复商复市带动服务业继续向好。服务业景气度的进一步提升得益于春节后服务业全面恢复营业和服

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_52734

