

2023年2月PMI点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）

yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：袁征宇

yuanzhengyu@gjzq.com.cn

亮眼的新出口订单，指向出口反弹？

事件：

3月1日，国家统计局公布2月PMI指数，制造业PMI指数录得52.6%、较上月提升2.5个百分点。

亮眼的PMI新出口订单，对出口的指示需谨慎看待

经济景气全面回升，PMI新出口订单表现亮眼、部分缘于“春节效应”。2月，制造业PMI指标继续回升，大部分指标都进入景气区间。其中，新出口订单较上月回升6.3个百分点、回升幅度仅次于生产。新出口订单变化，容易受到春节因素扰动，企业在节后寻找订单的积极性更高，过往经验显示，春节假期在1月份的年份，其2月新出口订单指数通常较高，与当前时间节点类似的2012年、2017年均是如此。

PMI新出口订单，对出口的指示意义在疫后明显减弱。2020年之前，PMI新出口订单与出口同步性较强、变化趋势大多较为类似，但疫情之后，PMI新出口订单与出口经常出现反向变化，不宜仅以PMI新出口订单回升就判断出口明显改善。近期高频指标显示，中国出口运价仍在持续回落，上海及欧美港口空箱堆积现象较为突出，指向出口承压。

PMI新出口订单更多反映数量的预期，而疫后出口受价格的扰动明显增强。从PMI统计构建来看，新出口订单反映的是预期出口订货数量的变化，与出口数量的关系较为紧密，但疫情之后两者变动背离明显增多；与此同时，疫后商品价格大幅波动，对出口金额影响较大，进一步导致PMI新出口订单对出口的指示减弱。

两者结构差异，也导致PMI新出口订单变化对出口的指示减弱。制造业PMI指数采用行业加权方式构建，权重居前的行业包括非金属制品(9.1%)、化学原料(7.3%)、计算机通信(6.6%)等；而出口行业相对集中，计算机通信出口交货值占比达43.6%，电气机械占比也较高(10.9%)，纺织服装等劳动密集消费品占比约15%。疫后供给扰动、中外经济“错位”等或放大两者结构性差异带来的偏误。

常规跟踪：景气修复延续，经济可以更乐观些

制造业PMI超预期回升，景气修复延续。2月，制造业PMI录得52.6%，较上月提升2.5个百分点，明显高于市场预期。其中，生产修复快于需求，生产指数和新订单分别较上月提升6.9和3.2个百分点至56.7%和54.1%。采购量较上月提升3.1个百分点至53.5%。从业人员指数较上月提升2.5个百分点至50.2%，站上枯荣线，指向企业招工回暖。高频数据显示，新兴产业相关招工旺盛。

中小企业修复快于大企业。2月，大、中、小型企业PMI均站上枯荣线，中型和小型企业分别提升3.4和4个百分点至52%和51.2%，大型企业PMI提升1.4个百分点至53.7%。中小型企业新订单分别提升4.6和5.9个百分点，新出口订单分别提升6.3和10.7个百分点，明显好于大型企业。

非制造业PMI继续修复，稳增长持续发力。非制造业PMI录得56.3%，较上月提升1.9个百分点。其中，建筑业PMI提升3.8个百分点至60.2%，建筑业新订单提升4.7个百分点至62.1%，指向稳增长“加力”，高频数据显示地产、基建相关开工均有所加快。值得关注的是，建筑业业务活动预期有所下降。服务业PMI较上月提升1.6个百分点至55.6%，服务业新订单提升3.1个百分点至54.7%。

重申观点：经济可以更加乐观些，新时代“朱格拉周期”已然启动。核心驱动包括：新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲，稳增长“加力”带来的基建投资韧性，疫后修复带来的消费增长等。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、亮眼的 PMI 新出口订单，对出口的指示需谨慎看待.....	3
2、常规跟踪：景气修复延续，经济可以更乐观些.....	5
风险提示.....	6

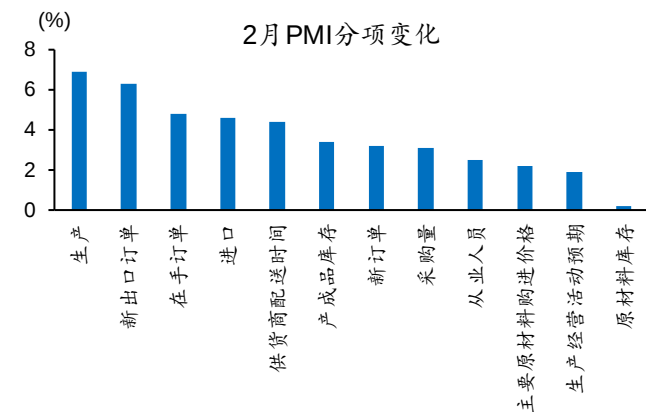
图表目录

图表 1： 2 月，新出口订单表现亮眼.....	3
图表 2： 1 月春节效应或推高新出口订单指数.....	3
图表 3： 新出口订单的指示意义减弱.....	3
图表 4： CCFI 综合指数仍在回落.....	3
图表 5： 上海港口集装箱可用指数明显高于去年同期.....	4
图表 6： 洛杉矶港口集装箱可用指数远超国内港口.....	4
图表 7： 新出口订单和出口数量背离增多.....	4
图表 8： 2021 年以来，出口价格波动变大.....	4
图表 9： 制造业中上游行业增加值占比高.....	5
图表 10： 出口集中于计算机通信、电气机械等行业.....	5
图表 11： 制造业 PMI 超季节性上升.....	5
图表 12： 制造业 PMI 主要分项均扩张.....	5
图表 13： 大、中、小型企业均进入扩张区间.....	6
图表 14： 中小企业修复快于大企业.....	6
图表 15： 建筑业 PMI 持续较快提升.....	6
图表 16： 建筑业需求旺盛，但业务活动预期有所下降.....	6

1、亮眼的 PMI 新出口订单，对出口的指示需谨慎看待

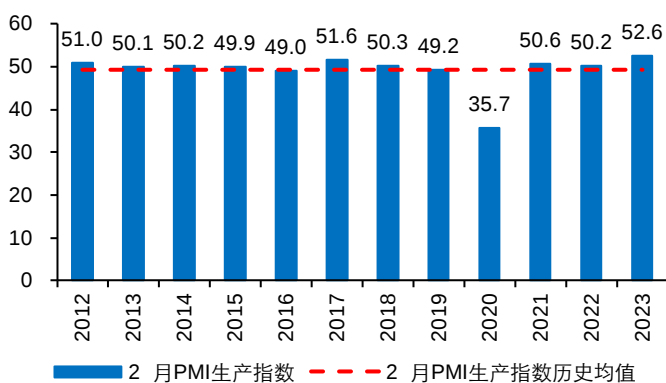
经济景气全面回升，PMI 新出口订单表现亮眼、部分缘于“春节效应”。2月，制造业 PMI 指标继续回升，大部分指标都进入景气区间。其中，新出口订单较上月回升 6.3 个百分点、回升幅度仅次于生产。新出口订单变化，容易受到春节因素扰动，企业在节后寻找订单的积极性更高，过往经验显示，春节假期在 1 月份的年份，其 2 月新出口订单指数通常较高，与当前时间节点类似的 2012 年、2017 年均是如此。

图表1：2月，新出口订单表现亮眼



来源：Wind、国金证券研究所

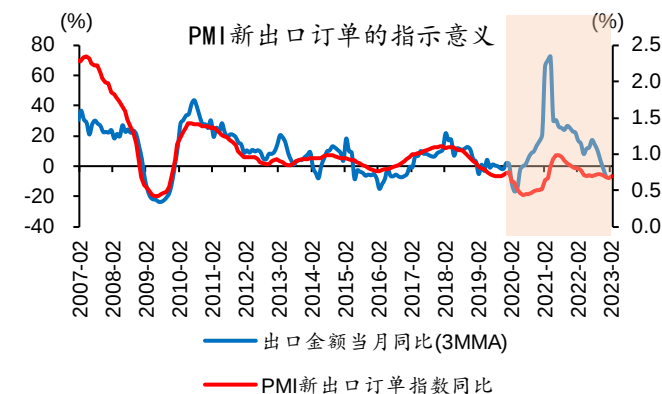
图表2：1月春节效应或推高新出口订单指数



来源：Wind、国金证券研究所

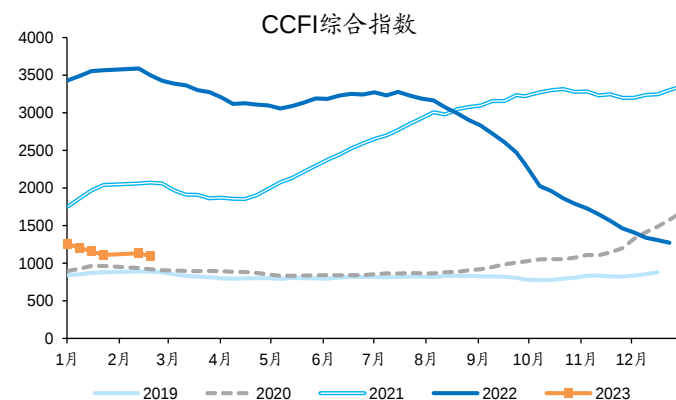
PMI 新出口订单，对出口的指示意义在疫后明显减弱。2020 年之前，PMI 新出口订单与出口同步性较强、变化趋势大多较为类似，但疫情之后，PMI 新出口订单与出口经常出现反向变化，不宜仅以 PMI 新出口订单回升就判断出口明显改善。近期高频指标显示，中国出口运价仍在持续回落，上海及欧美港口空箱堆积现象较为突出，指向出口承压。

图表3：新出口订单的指示意义减弱



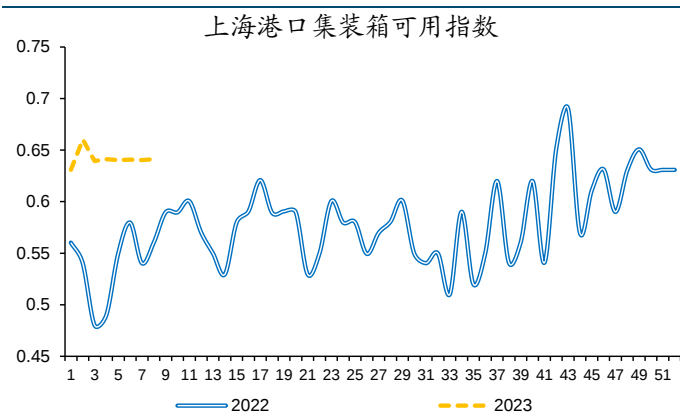
来源：Wind、国金证券研究所

图表4：CCFI 综合指数仍在回落



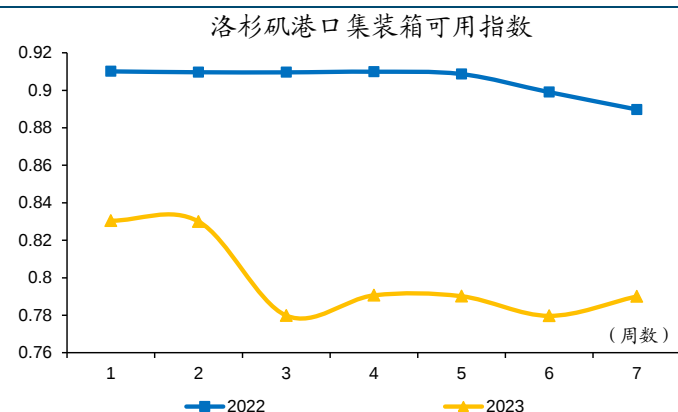
来源：Wind、国金证券研究所

图表5: 上海港口集装箱可用指数明显高于去年同期



来源: Container xChange, 国金证券研究所

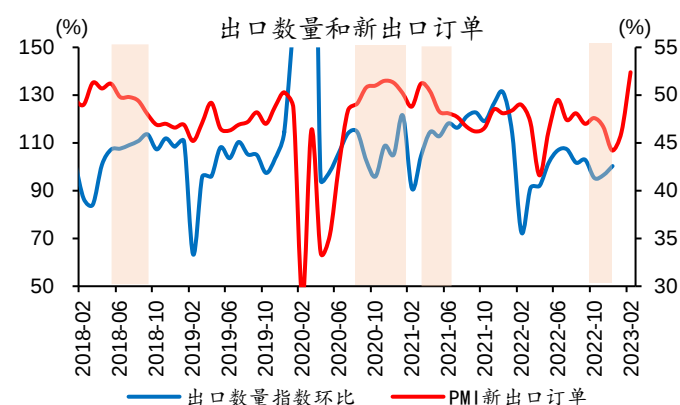
图表6: 洛杉矶港口集装箱可用指数远超国内港口



来源: Container xChange, 国金证券研究所、国金证券研究所

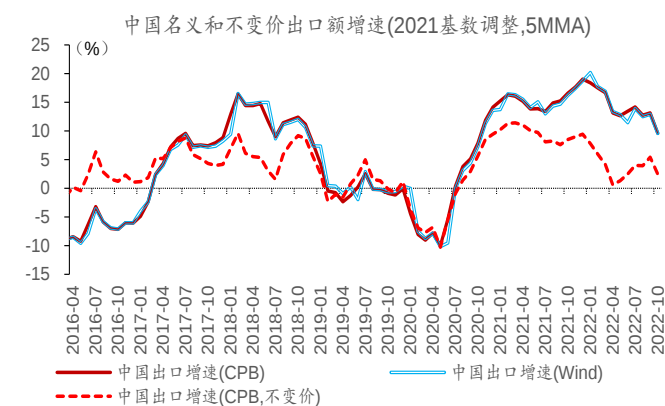
PMI 新出口订单更多反映数量的预期, 而疫后出口受价格的扰动明显增强。从 PMI 统计构建来看, 新出口订单反映的是预期出口订货数量的变化, 与出口数量的关系较为紧密, 但疫情之后两者变动背离明显增多; 与此同时, 疫后商品价格大幅波动, 对出口金额影响较大, 进一步导致 PMI 新出口订单对出口的指示减弱。

图表7: 新出口订单和出口数量背离增多



来源: Wind、国金证券研究所

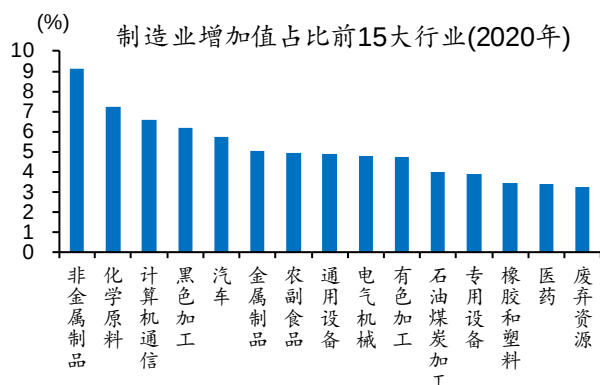
图表8: 2021 年以来, 出口价格波动变大



来源: Wind、国金证券研究所

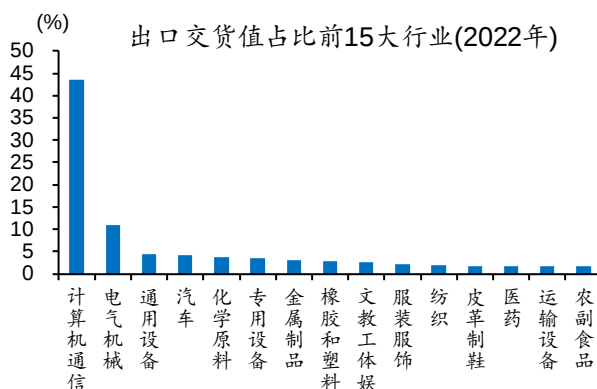
两者结构差异, 也导致 PMI 新出口订单变化对出口的指示减弱。制造业 PMI 指数采用行业加权方式构建, 整体分布比较均匀, 权重居前的行业包括非金属制品(9.1%)、化学原料(7.3%)、计算机通信(6.6%)等; 而出口行业相对集中, 计算机通信出口交货值占比达 43.6%, 电气机械占比也较高(10.9%), 纺织服装等劳动密集消费品占比约 15%。疫后供给扰动、中外经济“错位”等或放大两者结构性差异带来的偏误。

图表9：制造业中上游行业增加值占比高



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表10：出口集中于计算机通信、电气机械等行业

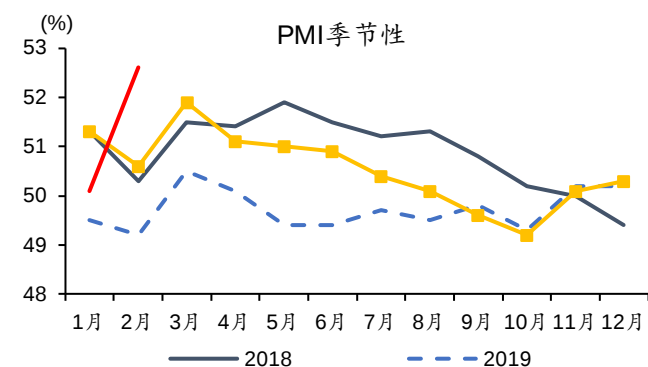


来源：Wind、国金证券研究所

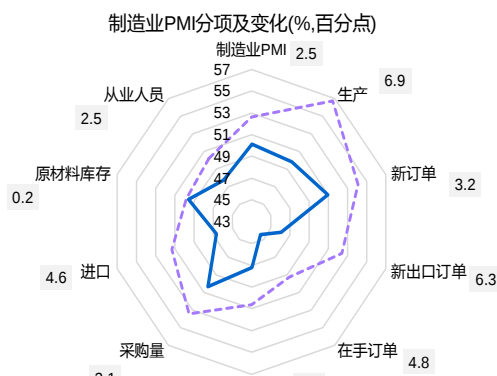
2、常规跟踪：景气修复延续，经济可以更乐观些

制造业 PMI 超预期回升，景气修复延续。2 月，制造业 PMI 录得 52.6%，较上月提升 2.5 个百分点，明显高于市场预期。其中，生产修复快于需求，生产指数和新订单分别较上月提升 6.9 和 3.2 个百分点至 56.7% 和 54.1%。采购量较上月提升 3.1 个百分点至 53.5%。从业人员指数较上月提升 2.5 个百分点至 50.2%，站上枯荣线，指向企业招工回暖。高频数据显示，新兴产业相关招工旺盛。

图表11：制造业 PMI 超季节性上升



图表12：制造业 PMI 主要分项均扩张



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_52739

