

2023年03月01日

消费或被低估——兼评2月PMI数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2023年2月官方制造业PMI 52.6%，前值50.1%，预期50.5%；2月官方非制造业PMI 56.3%，前值54.4%。中国企业经营状况指数(BCI)为57.6%，前值49.7%。

● 制造业：分项全面改善，供给好于需求、外需强于内需

(1) 信贷开门红叠加春节错月，2月制造业景气度延续改善，供给好于需求、外需强于内需。春节错月，2月全月步入节后复工、供给修复的节奏；PMI新出口好于PMI订单、PMI进口，可能与美国经济韧性较强有关。

(2) 出口方面，1月中国香港出口下跌36.7%、创70年以来最大跌幅，中国大陆出口增速会否大幅下行？中国香港转口贸易为主，2023年春节错月中国香港对亚洲出口跌幅41.4%，而美国、英国跌幅相对较窄，因此中国大陆出口增速应好于中国香港，预计1-2月出口增速约为-8%。

(3) 产成品转为补库，原材料指数上行，PPI同比继续下降。预计2月PPI环比可能在0%左右，同比在-1.4%左右。PMI出厂价格-PMI原材料购进价格为-3.2%（前值-3.5%），利润传导梗阻程度小幅好转。

(4) 小型企业结束持续21个月的景气萎缩。与BCI指数大幅回升吻合，小微企业复苏验证了经济回升的成色。

● 服务业：消费延续高斜率改善

(1) 消费延续高斜率改善。消费需求和消费预期仍延续走强，分行业来看，21个行业中8个位于高景气区间。

(2) 我们跟踪的百度地图消费指数显示，疫后消费首轮高斜率修复较为稳固。节后复工第四周（2月20日-2月26日），全国消费指数环比改善0.7%，达到2022年11月均值的173%。一线、二线、三四线分别环比变0.9%、1.6%、-0.8%，分别为2022年11月同期的178%、181%、158%。

● 建筑业：项目、资金、意愿“三轮驱动”，1-2月基建增速或超10%

(1) 重大项目发力提前、规模扩容。2月建筑业PMI为60.2%，新订单指数为62.1%。开年信贷资源大力支持下，节后各地积极推进重大项目开工，可比口径下19省市重大项目年内计划投资总额为9.5万亿元、同比增速9.97%。

(2) 重大项目开工表征各地稳增长的意愿和力度，此外2022年7400亿政策性金融工具的撬动项目将持续形成实物工作量。考虑到财政加力提效导向下，2023年可能新增一批政策性金融工具、额度或不低于2022年。项目、资金、意愿“三轮驱动”，全年基建增速有望上调，预计2023年1-2月基建增速或超10%。

● 消费或被市场低估

如果说制造业PMI超预期，倒不如说是因为PMI预期过低，单春节错月因素PMI预期就不应低于51.5%。2月PMI基建和消费亮眼，提示消费修复可能被市场低估。权益市场在春节消费兑现后停滞不前，但连续2个月高斜率修复后、节后全国消费活动仍稳步向上。消费行情具备穿越2023年的延续性，长远来看，人口红利由量转质、老龄化加深、地产挤出效应削弱的三因素支撑下，我们预计居民最终消费支出占比将上升，消费或享超额估值。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《提振发展信心——宏观周报》

-2023.2.26

《货币将发力促消费——Q4央行货币政策报告点评——宏观经济点评》

-2023.2.25

《外出务工意愿修复——疫后复苏跟踪 2月第2期——宏观经济点评》

-2023.2.20

目 录

1、 制造业：分项全面改善，供给好于需求、外需强于内需.....	3
2、 非制造业：消费延续高斜率改善，重大项目发力提前、规模扩容.....	5
3、 消费或被低估.....	8
4、 风险提示.....	8

图表目录

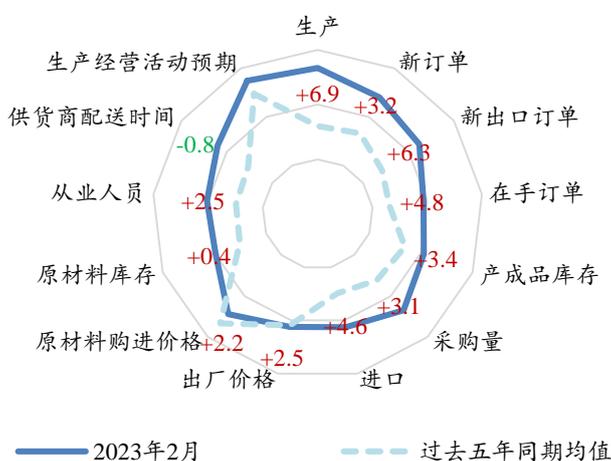
图 1： 2月制造业 PMI 分项全面改善.....	3
图 2： 节后第四周，复工率超过 2022 年.....	3
图 3： 节后第四周，劳务到位率接近 2021、2022 年.....	3
图 4： 节后 PTA 开工率接近 2022 年高位.....	4
图 5： 汽车轮胎开工率超过 2021、2022 年.....	4
图 6： 预计 1-2 月出口增速-8.0%.....	4
图 7： 节后第四周，消费改善至 2022 年 11 月的 173%.....	5
图 8： 节后消费活动延续改善.....	5
图 9： 一二线消费改善好于三四线.....	6
图 10： 服务业景气向好.....	6
图 11： 建筑业新订单快速改善.....	6
图 12： 重大项目发力提前、规模扩容.....	7
图 13： 节后水泥开工回升.....	7
图 14： 1 月挖机销量回落.....	7
图 15： 节后石油沥青开工超过 2022 年同期.....	8
图 16： 重交沥青好于建筑沥青.....	8
图 17： 消费或被低估.....	8

2023年2月官方制造业PMI 52.6%，前值 50.1%，预期 50.5%；2月官方非制造业PMI 56.3%，前值 54.4%。中国企业经营状况指数(BCI)为 57.6%，前值 49.7%。

1、制造业：分项全面改善，供给好于需求、外需强于内需

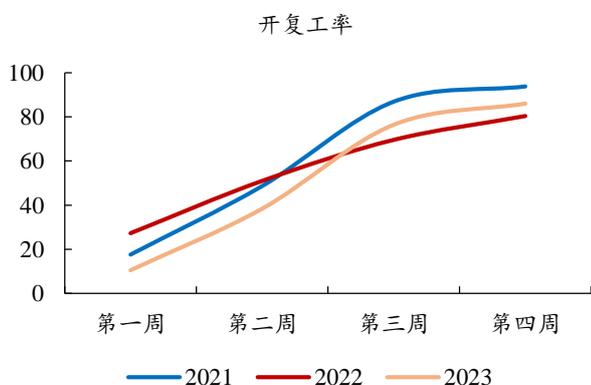
(1)信贷开门红叠加春节错峰，2月制造业景气度延续改善，供给好于需求、外需强于内需。2月制造业PMI为52.6%、较前值改善了2.5个百分点，连续2个月位于荣枯线上；供给端看，PMI生产为56.7%、较前值改善了6.9个百分点，主因春节错峰，2月全月步入节后复工、供给修复的节奏，根据百年建筑数据，节后第四周全国12220个工程开复工率为86.1%、超过2022年，劳务到位率83.9%、接近2021和2022年水平；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别改善了3.2、6.3、4.6个百分点至51.1%、52.4%、51.3%，呈现“外需好于内需”，可能与美国经济韧性较强有关。

图1：2月制造业PMI分项全面改善



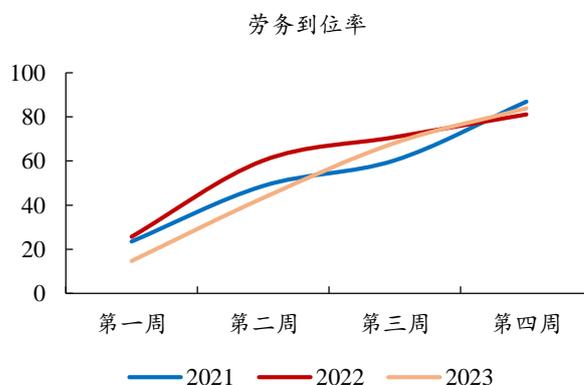
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：节后第四周，开复工率超过2022年



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

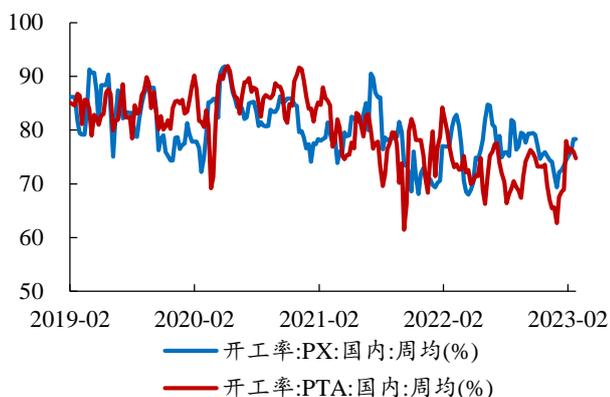
图3：节后第四周，劳务到位率接近2021、2022年



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

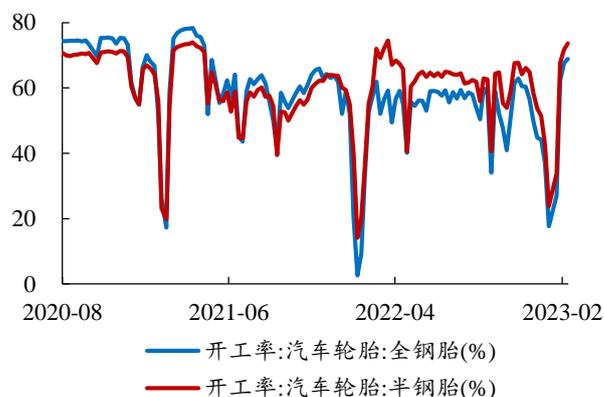
生产方面，节后复工好于预期。具体来看，2月PTA开工率为74.8%、已接近2022全年的高位；截至2月23日，汽车全钢胎和半钢胎开工率回升至68.9%、73.7%，超过2022年峰值水平；2月秦皇岛港煤炭加速累库；2月螺纹钢周均产量为256.6万吨，低于含春节的2022年2月，指向地产开工回暖不足；2月水泥价格微幅回升。

图4：节后PTA开工率接近2022年高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：汽车轮胎开工率超过2021、2022年



数据来源：Wind、开源证券研究所

出口方面，预计1-2月出口增速-8%。1月中国香港出口下跌36.7%、创70年以来最大跌幅，中国出口增速会否大幅下行？我们认为中国大陆和中国香港出口结构差异较大，中国香港转口贸易为主，2023年春节错月中国香港对亚洲出口跌幅41.4%，而美国、英国跌幅相对较窄，分别下滑27%、28.8%。我国主要出口欧美，因此中国大陆出口增速应好于中国香港，预计1-2月出口增速约为-8%。

图6：预计1-2月出口增速-8.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)产成品转为补库、原材料指数上行，PPI同比继续下降。2月PMI原材料库存、产成品库存分别为49.8%、50.6%，产成品库存历经8个月的去库后转为补库，或指向企业端预期扭转、扩大经营生产。2月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为54.4%、41.2%，较前值改善了2.2、2.5个百分点。高频数据显示，截至2月17日的生产资料价格指数环比回落0.2%，2月南华工业品指数和CRB工业原料现货指数环比分别回升0.7%和回落1.6%，综合来看，2月原油、铜、螺纹钢等大宗商品价

格环比下降，我们预计2月PPI环比可能在0%左右，同比为-1.4%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-3.2%（前值-3.5%），利润传导梗阻程度小幅好转。

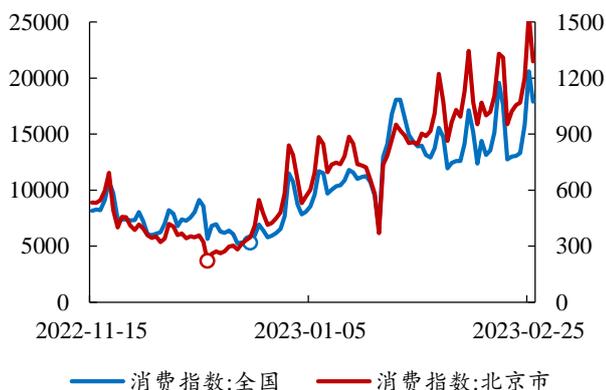
(3) 小型企业结束持续21个月的景气萎缩。2月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别回升了1.4、3.4、4.0个百分点至53.7%、52.0%、51.2%，小型企业自2021年5月以来再次回升至荣枯线上，与BCI指数互相印证。2月中国企业经营状况指数（BCI）大幅回升7.9个百分点至57.6%，小微企业复苏验证了经济回升的成色，后续不妨多一些乐观。

2、非制造业：消费延续高斜率改善，重大项目发力提前、规模扩容

(1) 服务业：消费延续高斜率改善。2月非制造业PMI商务活动指数56.3%、较前值改善了1.9个百分点，其中服务业PMI升至55.6%。表征需求的PMI服务业新订单指数为54.7%，表征预期的服务业业务活动预期指数为64.8%、高于该指标60%的“实际荣枯线”¹，消费需求和消费预期仍延续走强，而权益市场在春节消费兑现后停滞不前，我们认为消费行情并非间歇性而是贯穿全年。分行业来看，21个行业中，有8个位于高景气区间，道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等商务活动指数超过60.0%。

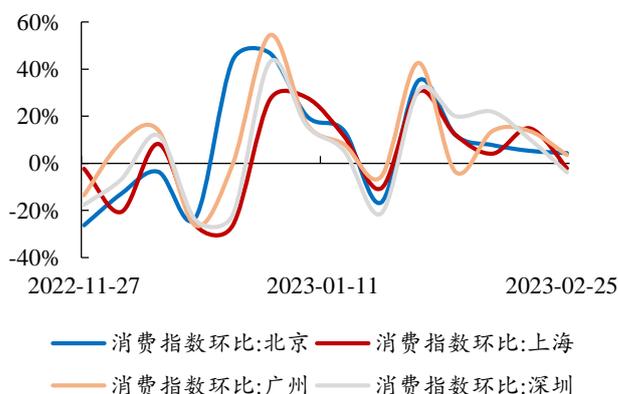
我们跟踪的百度地图消费指数显示，疫后消费首轮高斜率修复较为稳固。节后复工第四周（2月20日-2月26日），全国消费指数环比改善0.7%，达到2022年11月均值的173%。一线、二线、三四线分别环比变0.9%、1.6%、-0.8%，分别为2022年11月同期的178%、181%、158%。一线城市中，北京向好态势不减。

图7：节后第四周，消费改善至2022年11月的173%



数据来源：百度地图、开源证券研究所

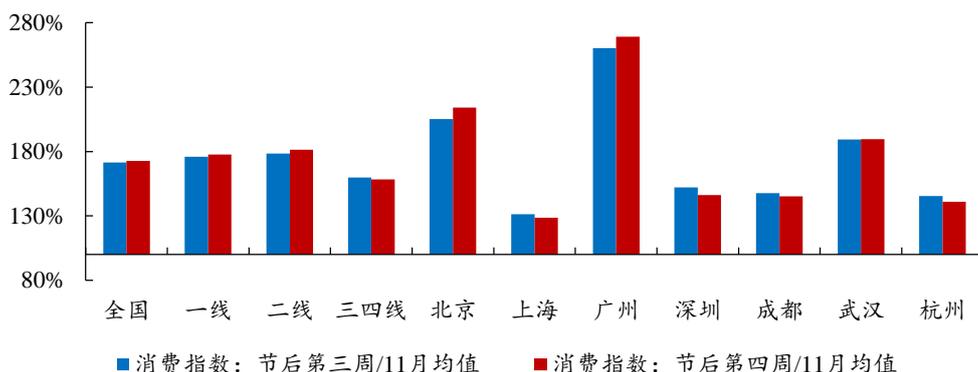
图8：节后消费活动延续改善



数据来源：百度地图、开源证券研究所

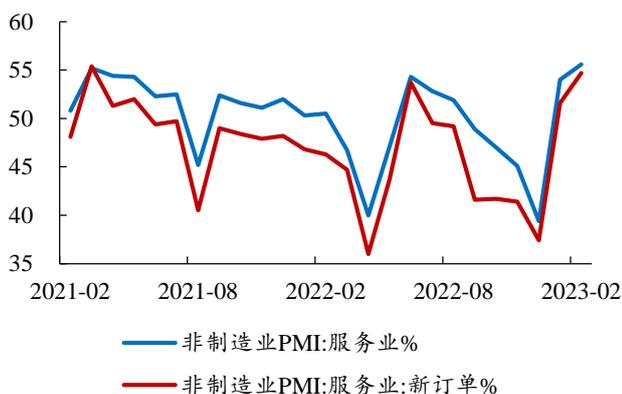
¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》。服务业业务活动预期指数自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2022年疫情期间最低为53.0%，历年均值为59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为60%。

图9：一二线消费改善好于三四线



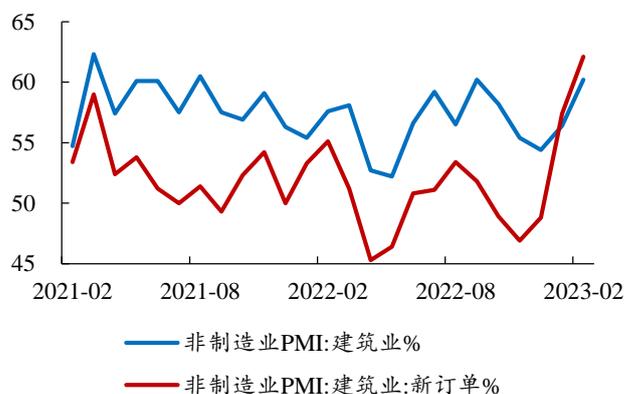
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图10：服务业景气向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：建筑业新订单快速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)建筑业：1-2月基建增速或超10%。2月建筑业PMI为60.2%，新订单指数为62.1%。开年信贷资源大力支持下，节后各地积极推进重大项目开工，较2022年发力提前、规模扩容，21省市年内计划投资总额为12.3万亿元，可比口径²下重大项目年内计划投资总额为9.5万亿元、同比增速9.97%。

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_52771



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn