

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

杨亚仙

分析师

SAC 执证编号：S0110522080001

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

相关研究

- 宏观经济周报：国内预期充分，关注海外扰动
- 经济温和修复，市场继续博弈
- 宏观经济周报：消费强生产弱，等待政策发力

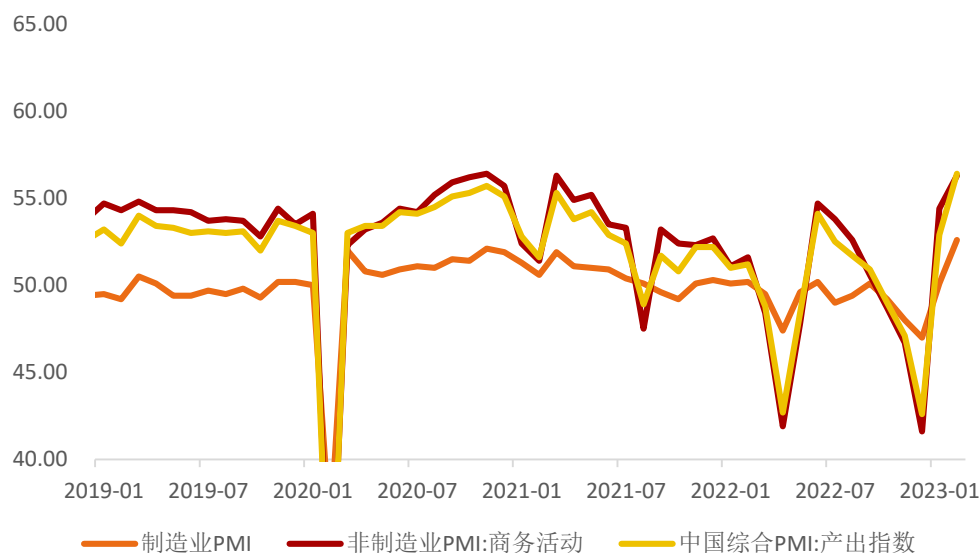
- 2023 年 2 月制造业 PMI 录得 52.6，为 2012 年 5 月以来新高，远超前值和预期值。非制造业 PMI 录得 56.3%，高于前值 1.9 个百分点。2 月 PMI 大超预期，一定程度上受春节错位因素的影响，按历史规律，春节假期次月的修复力度都会比较强劲。
- 供需双双走强，供给强于需求，内需好于外需。2 月生产指数比上月提升 6.9 个百分点，创 2011 年以来新高；新订单指数上涨 3.2 个百分点至 54.1%。尽管 2 月上半月的高频数据显示生产较弱，但从百年建筑网的开复工率和劳务到位率来看下半月相比于上半月出现了明显改善。需求方面，倒算的国内订单好于新出口订单，与出口的趋势性下滑相互验证。
- 中下游补库加快，盈利改善。产成品库存指数-原材料库存指数的差值大幅回升，补库行为已由上游逐渐传导至中下游。同时，产出价格上升幅度大于成本端，一定程度上说明企业盈利端有所改善。
- 服务业和建筑业连续走强。2 月服务业回升 1.6 个百分点至 55.6%，为疫情以来次高。高频数据显示，居民出行持续强劲，积压需求释放和场景修复刺激是服务业走强的较大推动力。建筑业 PMI 上涨 3.8 个百分点至 60.2%，近期地产的逐渐回暖是一个重要原因。
- PMI 的全面走强和 1 月信贷的大超预期可能均反映经济正在有序修复，疫情并未出现反复，使得经济修复的斜率超出市场预期，经济结构也在逐渐好转。在此背景下，大规模的刺激政策出现的可能性反而变小，PMI 高增的持续性也存疑。所以，尽管 PMI 全面走强，但市场分歧仍然较大，股债以及国债期货均有一定的背离。数据公布后，A 股全面走强，沪深 300 指数累计收涨 1.41%，但 10 年国债收益率波动幅度不大于 0.25BP，而 10 年国债期货涨幅接近 1 毛。大类资产表现的差异充分反应市场存在较大的分歧，经济修复的加速度和政策刺激强度可能是当前市场博弈的重点。
- 往后看，市场对消费修复的预期已逐步兑现，未来的利好空间缩小。但房地产修复+政策刺激尚未证伪，市场仍有期待，因此仍有向上的空间。但如果房地产修复+政策刺激证实，则需要考虑利好兑现的操作。此外，海外因素的边际影响逐渐增加，后续美国经济如持续见底回升，尽管通胀有压力，但对市场的冲击可能有限。全球经济的周期性回升有望利好全球风险资产。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 PMI 全面走强

PMI 数据显示 2 月经济明显走强。制造业 PMI 录得 52.6, 为 2012 年 5 月以来新高, 远超前值和预期值。非制造业 PMI 录得 56.3%, 高于前值 1.9 个百分点。

图 1: PMI 全面走强 (%)

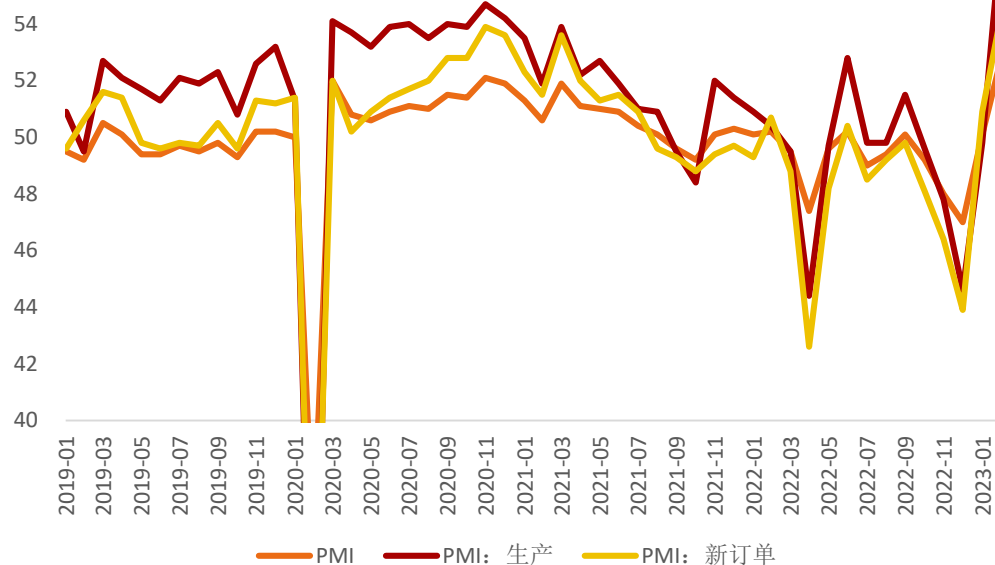


资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

2 月 PMI 大超预期，一定程度上受春节错位因素的影响，按历史规律，春节假期次月的修复力度都会比较强劲。从分项来看，制造业 PMI 全面走强：

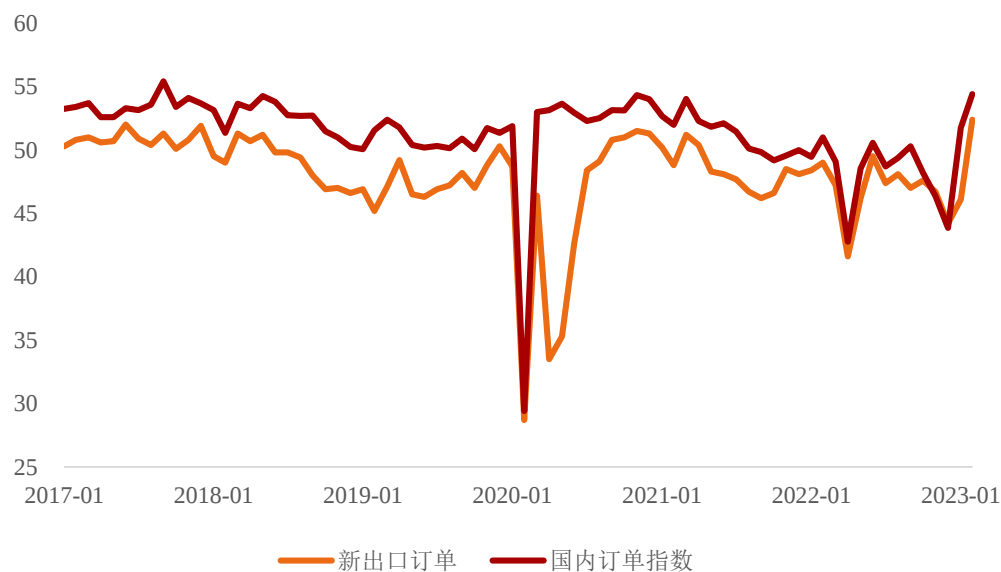
(1) 供需两端双双走强，供给强于需求，内需好于外需。2 月生产指数录得 56.7%，比上月提升 6.9 个百分点，创 2011 年以来新高；新订单指数上涨 3.2 个百分点至 54.1%。尽管 2 月上半月的高频数据显示生产较弱，但从百年建筑网的开复工率和劳务到位率来看下半月相比于上半月出现了明显改善，且较 2022 年同期也有较大的提升，生产端的快速修复是 PMI 大超预期的主要原因。需求方面，倒算的国内订单好于新出口订单，内需好于外需，与出口的趋势性下滑相互验证。

图 2：制造业 PMI 大幅回升，供需双强（%）



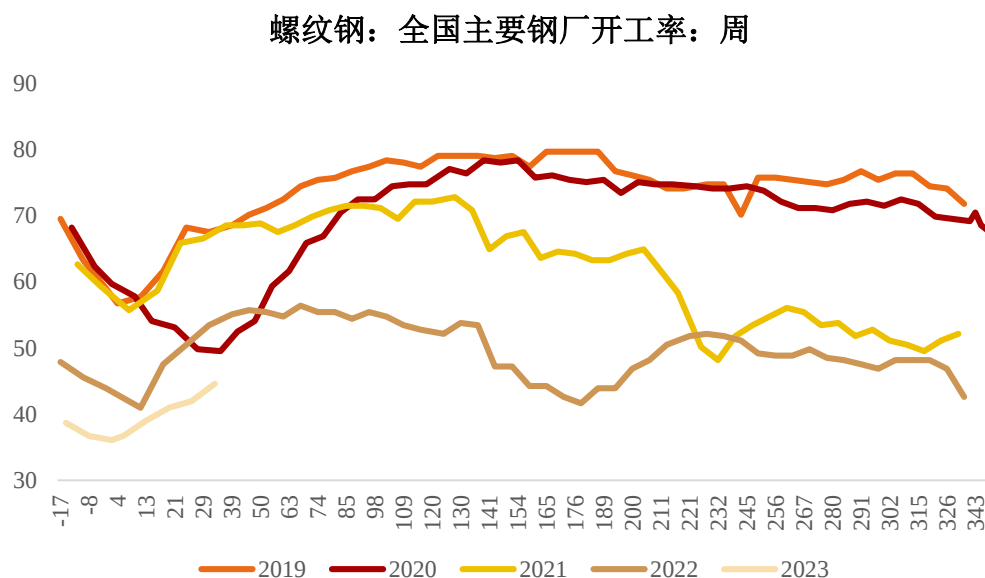
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 3：内外需均好转（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：螺纹钢：全国主要钢厂开工率（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

农历春节标准化为第 0 天。

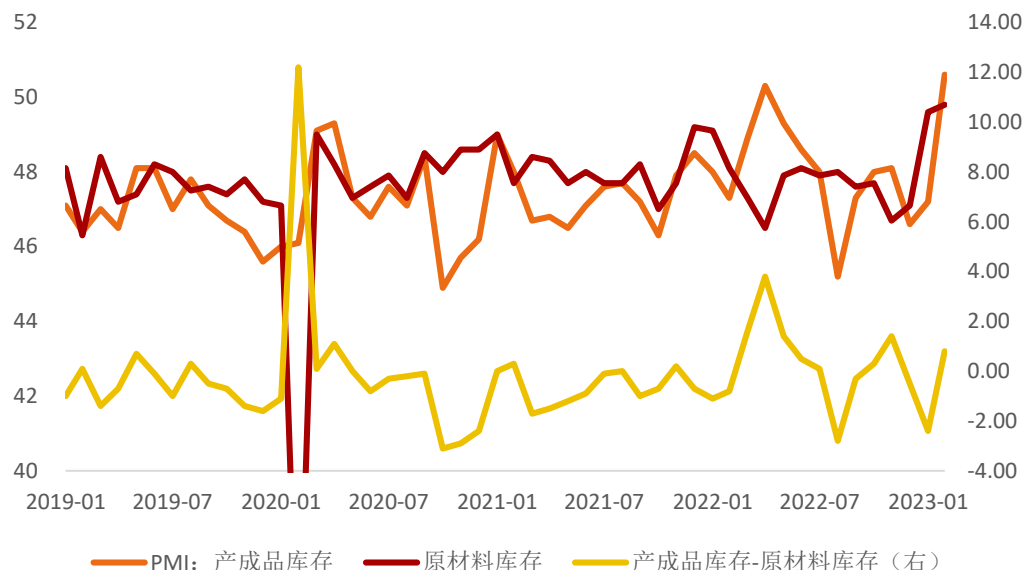
表 1：2 月后半月复工复产加快

类型 时间	开复工率		劳务到位率	
	2022 年	2023 年	2022 年	2023 年
第一轮(正月初十)	27.30%	10.50%	25.70%	14.69%
第二轮(正月十七)	51.00%	38.45%	60.20%	43.30%
第三轮(正月二十四)	69.60%	76.50%	70.80%	68.20%
第四轮(二月初二)	80.40%	86.10%	81.17%	83.90%

资料来源：百年建筑网, 首创证券研究发展部

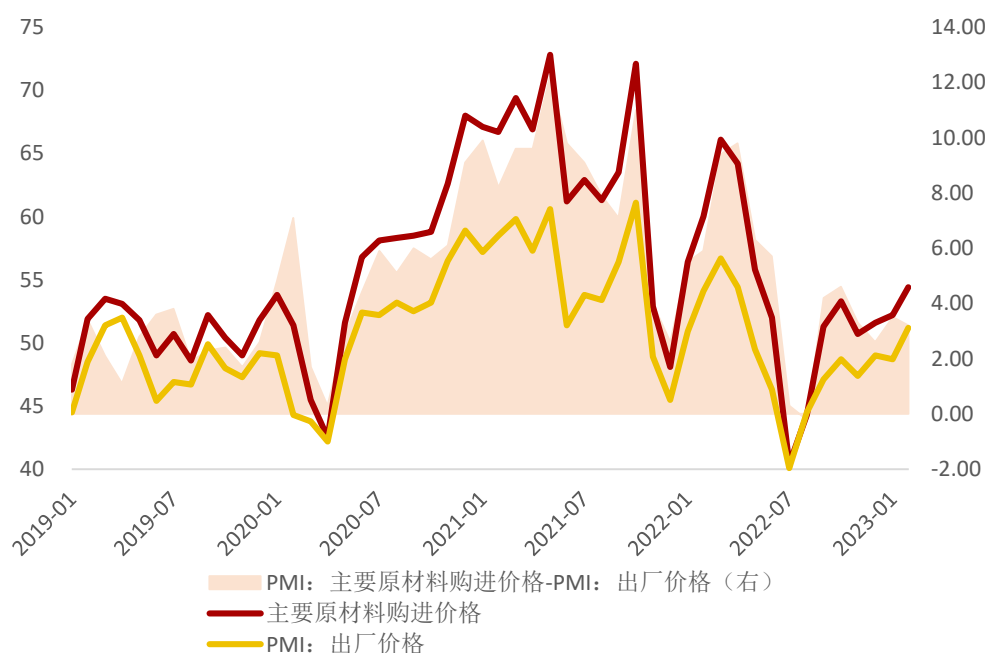
(2) 中下游补库加快，盈利改善。产成品库存指数上升 3.4 个百分点至 50.6%，原材料库存指数回升 0.2 个百分点至 49.8%，二者差值大幅回升，补库行为已由上游逐渐传导至中下游。同时，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别上升 2.2 和 2.5 个百分点，产出价格上升幅度大于成本端，一定程度上说明企业盈利端有所改善。

图 5：中下游补库加快（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

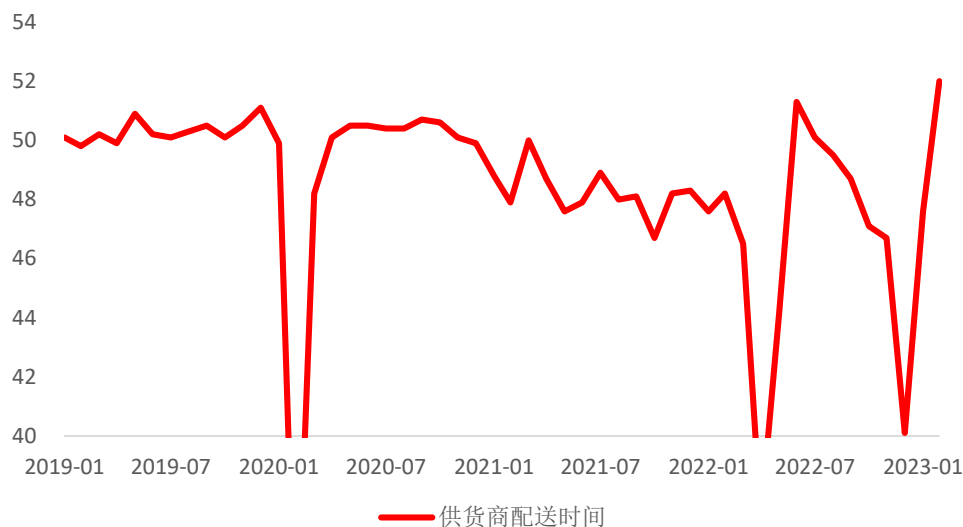
图 6：企业盈利改善（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

(3) 此前受制于人力短缺因素影响的供货商配送速度快速恢复。过去几个月，由于疫情和假期等因素的影响，物流行业到岗率整体较低。2023 年 2 月以来，这些影响因素基本消失，物流配送速度大大加快，时间大大缩减。后续对供货商配送时间的衡量将逐渐正常化，其读数的降低反而能说明需求强于供给。

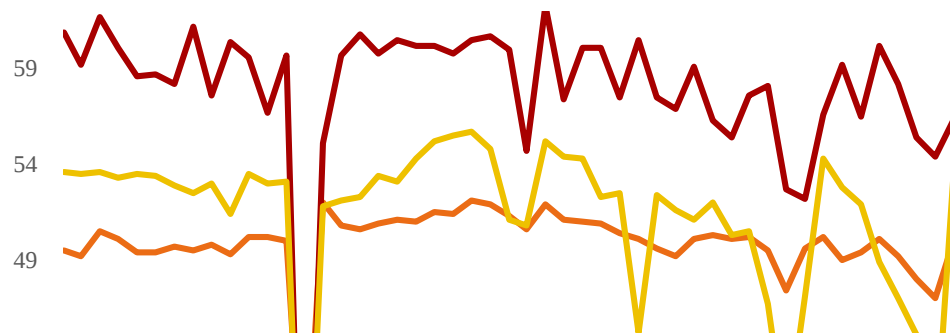
图 7：供货商配送时间快速恢复，人力短缺的影响逐渐减小（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

（4）服务业和建筑业连续走强。2月服务业回升1.6个百分点至55.6%，为疫情以来次高。高频数据显示，居民出行持续强劲，积压需求释放和场景修复刺激是服务业走强的较大推动力。建筑业PMI上涨3.8个百分点至60.2%，近期地产的逐渐回暖是一个重要原因。

图 8：非制造业 PMI（%）



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_52945

