

春季修复节奏加快 内生动力仍需巩固

——2月PMI数据点评

■ 内容摘要

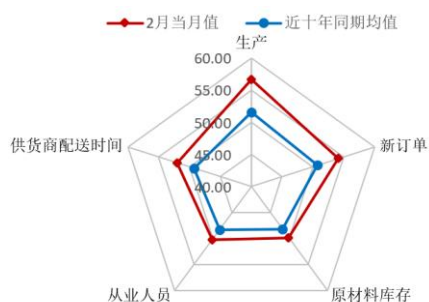
2月，国内制造业景气水平扩张加大，制造业PMI环比回升2.5个百分点至52.6%，大幅好于预期，超近十年同期均值。在政策推动加快复工复产下，生产改善力度强于需求端，而新订单贡献率稳增。库存周期在从被动去库逐步向主动补库阶段过渡。

2月，非制造业PMI环比回升1.9个百分点至56.3%的历史高位。结构上，服务业和建筑业PMI分别回升1.6、3.8个百分点至55.6%和60.2%。房地产行业商务活动指数和新订单指数均回升高于临界点。详见报告分解。

制造业PMI分项指标概览



制造业PMI扩散指数历史同期水平比较



数据来源：Wind，一德宏观战略部

■ 核心观点

- 2月，在节后人工到岗恢复、复工复产加快及政策推动市场需求释放下，国内经济景气延续修复进程，经济秩序正在回归修复之路上快步向前。但不可否认，当前政策因素拉动占据主导，从中采PMI好于财新PMI及大型企业快于中小企业可见，经济内生向好还需进一步观察，一方面是制造业的主动补库拐点，另一方面是地产销售从二手到新房，再至新开工能否形成良性传导。3月是国内“两会”时期，政策上有维稳持续及新刺激释放的可能，对“改善预期、维护信心”的指引不变，持续推动有效需求恢复，因而一季度或至上半年供需两端总体向好会是经济回升的关键。在近期经济景气恢复期及结构性好转背景下，加上低利率的红利还在，短期货币政策总量下调可能性降低；但经济复苏的内生动力不强仍需进一步巩固，消费及地产复苏的持续性十分重要，促消费及地产等政策措施仍有发力空间。

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2023年3月1日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38号

目 录

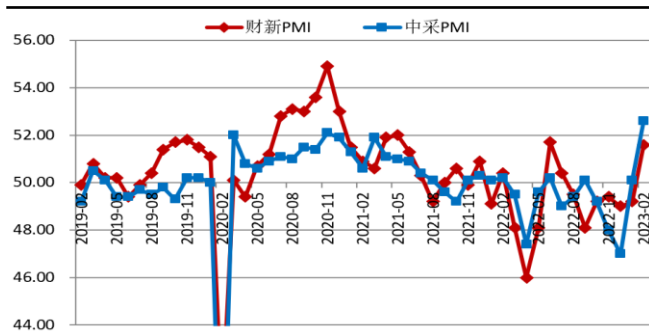
1. 制造业景气超预期 供需改善行业扩散	1
2. 非制造业至高景气 房地产业恢复扩张	3
3. 春季修复节奏加快 内生动力仍需巩固	4
免责声明	5

1. 制造业景气超预期 供需改善行业扩散

2月,国内制造业景气水平扩张加大,制造业PMI 环比回升2.5个百分点至52.6%,大幅好于预期的50.6%;财新PMI 也回升至扩张区间51.6%,较上月环比回升2.4个百分点(见图1),体现了行业景气扩张范围的持续扩大,主因疫情感染影响消退,且在稳增长政策下,企业复工复产加快、市场需求也延续改善。

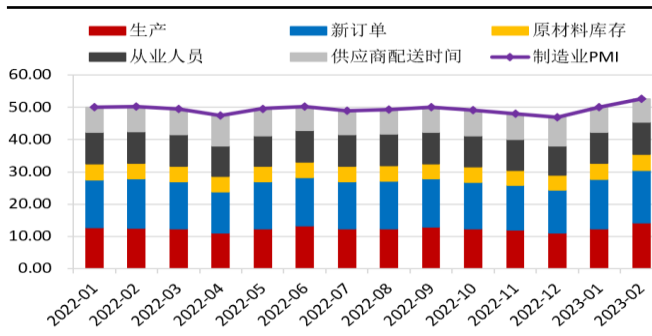
中采制造业PMI 分项指标上,2月,制造业PMI 供需两端延续扩张态势,假期过后,在政策推动加快复工复产下,生产改善力度强于需求端,生产和新订单指数分别较上月环比回升6.9和3.2个百分点至56.7%和54.1%,生产和新订单对制造业PMI 分别贡献了26.9%和30.9%,均高于1月的贡献率;从业人员指数回升2.5个百分点至扩张区间50.2%,是2021年4月以来首次;物流运输的配送时间拖累也进一步减弱,而原材料库存指数小幅回升但仍处收缩区间,对PMI 回升的贡献偏弱(见图2)。2月,高技术、装备制造业及消费品行业、高耗能行业PMI 指数均回升至扩张区间,采购量也较上月回升,显示在政策驱动下,全行业企业信心呈现预期向好,市场需求总体延续复苏回暖态势,预计3月景气将延续扩张,但在现实验证下行业或有分化。

图1: 中采制造业PMI 及财新PMI 指数



资料来源: Wind, 一德宏观战略部

图2: 中采制造业PMI 指数及分项贡献

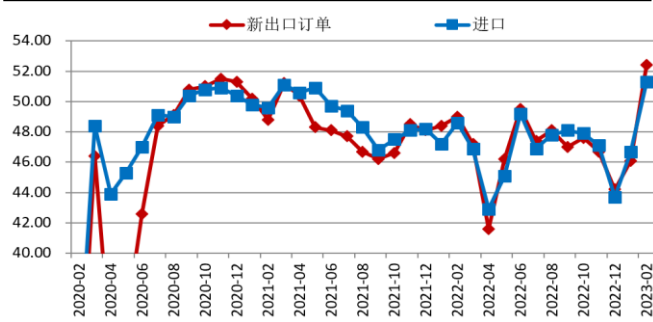


资料来源: Wind, 一德宏观战略部

之外,2月,新出口订单指数为52.4%,较上月回升6.3个百分点,显示2月订单的回升中国外订单的拉动占比较大。出口方面,1-2月出口增速较去年年底会有回升,但在海外主要经济体景气收缩及去年高基数背景下,出口同比负增难超-8.5%仍较为确定。2月进口指数回升4.6个百分点至51.3%,回到扩张区间,为近5年新高,表明扩内需政策进一步显现,上半年进口指数总体是要高于出口指数(见图3)。

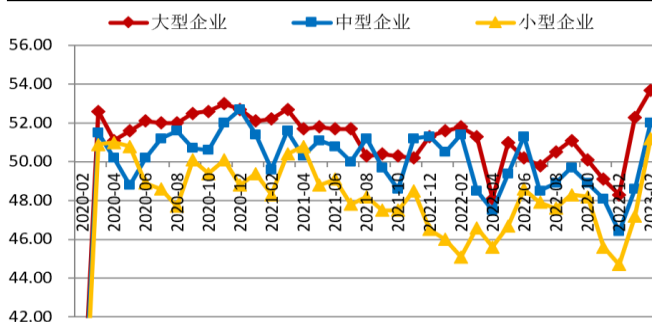
不同规模企业中，大中小企业景气均回升在扩张区间，大、中、小型企业分别环比回升 1.4、3.4 和 4.0 个百分点至 53.7%、52.0%和 51.2%（见图 4）。各规模企业产需均呈改善，大型企业产需均处高景气区间，且不同规模企业生产回升幅度更大，反映春节假期过后复工复产加快，及政策性拉动内需改善的预期较强，在 3 月“两会”期间，政策有维稳和释放预期，大型企业的景气仍有望维持在较高景气水平，而中小企业的景气改善程度受经济复苏的现实落地影响或较滞后，短期维持扩张概率较大。

图 3：中采制造业 PMI 新出口订单及进口指数



资料来源：Wind，一德宏观战略部

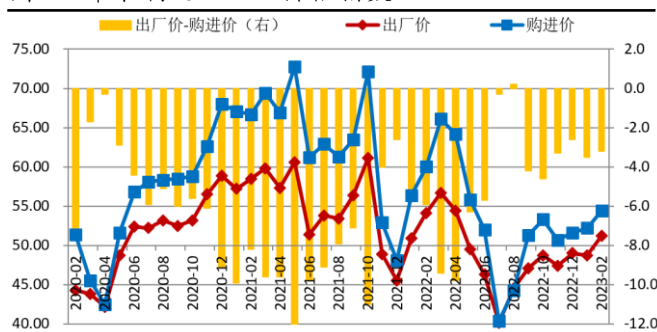
图 4：大中小企业制造业 PMI 指数



资料来源：Wind，一德宏观战略部

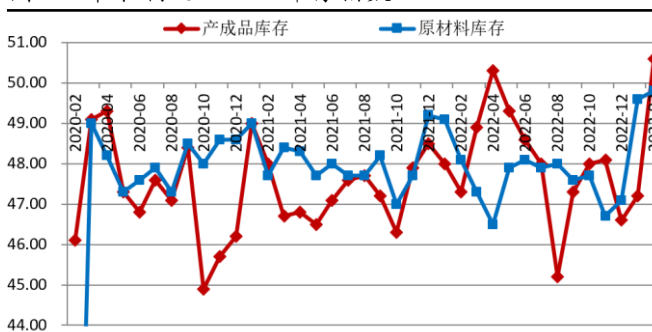
2 月，制造业 PMI 价格指数受需求拉动总体上升，2 月，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别较上月回升 2.2、2.5 个百分点至 54.4%和 51.2%，预计 2 月 PPI 环比回升，同比降幅收窄；在主要原材料购进价格中，钢铁及相关下游行业涨幅更为明显，而出厂价格指数为近 10 个月首次重返扩张区间，综合表明价格回升受当前内需提振，尤其地产销售阶段好转的因素影响大。2 月出厂价-购进价剪刀差略有收窄，企业盈利的增速探底过程将逐步确认，中下游的消费品及装备制造业的利润改善将会是企业利润触底回升的关键（见图 5）。

图 5：中采制造业 PMI 价格指数



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图 6：中采制造业 PMI 库存指数



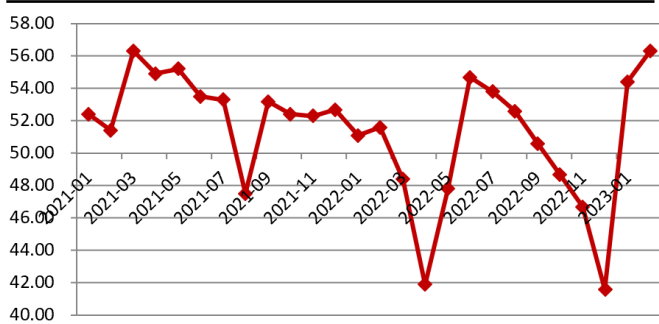
资料来源：Wind，一德宏观战略部

2月，制造业库存指数也延续回升，但幅度差异较大，原材料库存和产成品库存指数分别回升0.2、3.4个百分点至49.8%和50.6%，显示在制造业修复预期下，企业备库意愿上升，且连续两个月新订单-产成品库存指数差在3%以上，有利于推动后续的主动补库（见图6）。另外，采购量指数环比回升3.1个百分点至53.5%，企业采购力度逐渐加强，产成品库存也见回升，生产经营活动预期指数回升至57.5%的高景气区间，市场需求改善拉动预期继续好转，库存周期也在从被动去库逐步向主动补库阶段过渡，3-4月是观察库存周期拐点的关键时点。

2. 非制造业至高景气 房地产业恢复扩张

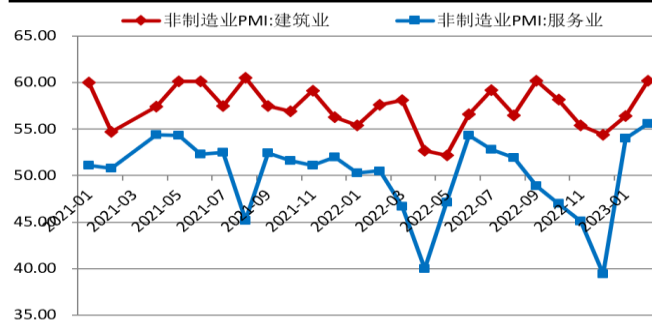
2月，非制造业PMI环比回升1.9个百分点至56.3%，非制造业景气水平回到历史高位（见图7）。结构上，服务业PMI回升1.6个百分点至55.6%，至近期较高水平，显示节后服务业市场需求释放复商复市加快，出行性等服务性业务总量明显提升至高景气区间；之外，2月建筑业PMI回升3.8个百分点至60.2%，延续在高景气区间，（见图8）。2月，土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数均升至60%以上，基建项目复工率回升施工加快，尤其下半月的企业用工量及人员到岗恢复，基建投资仍是保证年初经济稳步回升的主要支撑；另外，房地产业也有所好转，呈现一定的恢复迹象，房地产行业商务活动指数和新订单指数均回升高于临界点。当前二手房市场率先回暖，带动楼市销售总体有向好可能，近期在地产供需两端政策支持及季节性因素下，房地产交易量好转概率大。在居民服务消费弹性回升及基建支撑不变、房地产行业恢复扩张下，非制造业在一季度会保持在高景气水平。

图7：中采非制造业PMI



资料来源：Wind，一德宏观战略部

图8：建筑、服务业PMI



资料来源：Wind，一德宏观战略部

3. 春季修复节奏加快 内生动力仍需巩固

2月，在节后人工到岗恢复、复工复产加快及政策推动市场需求释放下，国内经济景气延续修复进程，经济秩序正在回归修复之路上快步向前。但不可否认，当前政策因素拉动占据主导，从中采PMI好于财新PMI及大型企业快于中小企业可见，经济内生向好还需进一步观察，一方面是制造业的主动补库拐点，另一方面是地产销售从二手到新房，再至新开工能否形成良性传导。3月是国内“两会”时期，政策上有维稳持续及新刺激释放的可能，对“改善预期、维护信心”的指引不变，持续推动有效需求恢复，因而一季度或至上半年供需两端总体向好会是经济回升的关键。在近期经济景气恢复期及结构性好转背景下，加上低利率的红利还在，短期货币政策总量下调可能性降低；但经济复苏的内生动力不强仍需进一步巩固，消费及地产复苏的持续性十分重要，促消费及地产等政策措施仍有发力空间。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：www.ydqh.com.cn