

## 宏观利率

## 2023年2月PMI点评兼论利率影响

## 经济加速扩张，债市扰动增多

2023年3月1日

策略研究/事件点评

## 分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

## 核心观点：

- **经济进一步修复，PMI 加速扩张。**随着疫情影响消退，稳经济政策措施效应进一步显现，2月经济景气度加快恢复。从单月数据看，制造业恢复力度基本达到2016年以来的最高水平，服务业也是次高值，显示经济边际明显复苏。具体看，2月制造业PMI回升至52.6%（前值50.1%），商务活动PMI回升至56.3%（前值54.4%），其中服务业回升至55.6%（前值54.0%），建筑业回升至60.2%（前值56.4%）。
- **制造业供需两端同步扩张，生产连续两个月追赶需求。**从PMI分项看，生产、在手订单、新订单指数均连续两个月回暖。服务业和建筑业新订单指数也创2016年以来新高。制造业生产指数与在手订单指数之差回升到7.4%（前值5.3%），连续两个月回升，显示生产相对于需求在加快恢复，春节以及疫情对于生产端的约束消除。然而需求不足的问题依然突出，根据统计局的调查，反映订单不足的制造业和服务业企业占比较上月虽有所回落，但仍超过50.0%。
- **需求回升不及库存的边际回补力度。**由于生产相对于需求加快，导致产成品库存再度攀升，产成品库存指数当月值和TTM（12个月）均创2016年以来新高。相对来看，新订单的回升力度不及企业补库存力度，表现为新订单与产成品库存指数之差当月值回落，从趋势上看也还在筑底，或预示企业主动去库存过程仍有反复。
- **企业经营预期改善，但采购恢复相对较慢。**2月企业生产经营活动预期指数为57.5%，高于上月1.9个百分点，升至近12个月来高点。但另一方面，企业经营预期的改善还未反映在采购活动中，采购量TTM（12个月）仅处于2016年以来2.3%分位，采购量改善不及生产的加快速度。
- **制造业价差总体仍在修复过程中。**2月制造业出厂价格指数51.2%（前值48.7%），主要原材料购进价格指数54.4%（前值52.2%），出厂价格及购进价格指数价差为-3.2%（前值-3.56%），从趋势上看，企业价差仍在修复过程中。
- **市场启示：经济加速扩张，债市扰动增多。**PMI数据显示国内经济加快恢复，但仍处于起步阶段，经济自身循环的建立和持续加速仍依赖于政策端支持。从历史看，债券收益率上行趋势的正式确立往往伴随需求持续上行并带来生产加快（即主动补库存阶段），这个特征在2月的数据上表现并不明显，需要进一步观察。因此从基本面上看，收益率短期不具备大幅上行基础。但同时也关注到，央行四季度货币政策执行报告显示货币政策回归中性，两会的政策布局以及美联储加息预期的回摆均带来扰动。综合看，不能忽视收益率短期上行的风险，中期依然维持谨慎。
- **风险提示：**居民信心恢复偏慢、地产政策效应不及预期、增量政策不及预期。

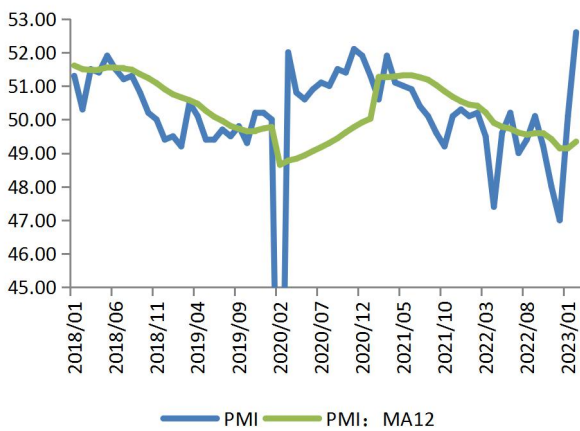




## 图表目录

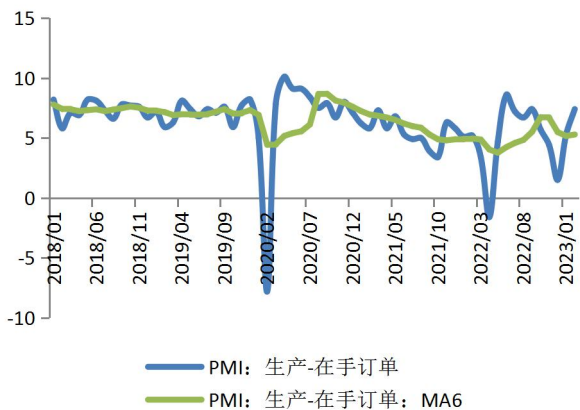
图 1: 制造业 PMI (%) .....	3
图 2: 非制造业 PMI:商务活动 (%) .....	3
图 3: PMI: 生产-在手订单 (%) .....	3
图 4: PMI: 产成品库存 (%) .....	3
图 5: PMI: 新订单-产成品库存 (%) .....	3
图 6: PMI: 出厂价-购进价 (%) .....	3
图 7: 新增需求加快并带动生产加快往往带来收益率加速上行.....	4

图 1：制造业 PMI (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-在手订单 (%)



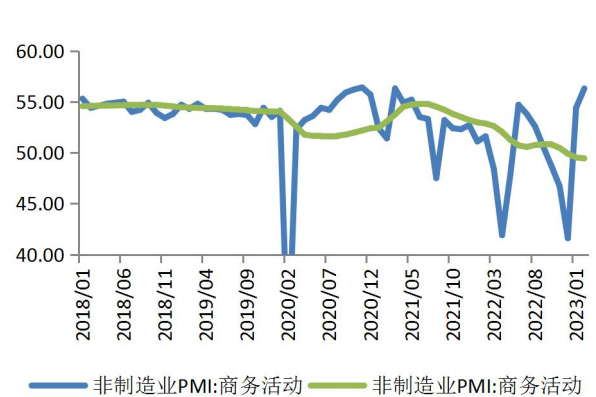
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：新订单-产成品库存 (%)



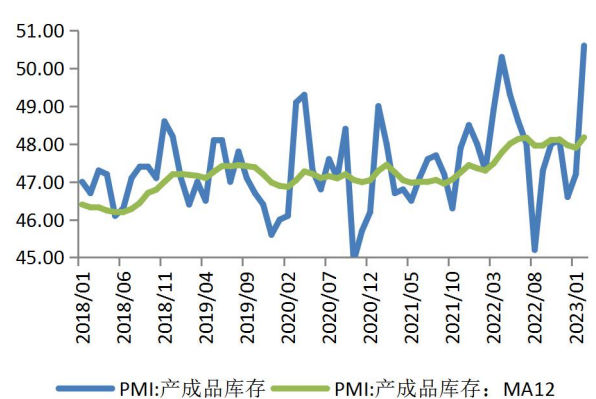
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



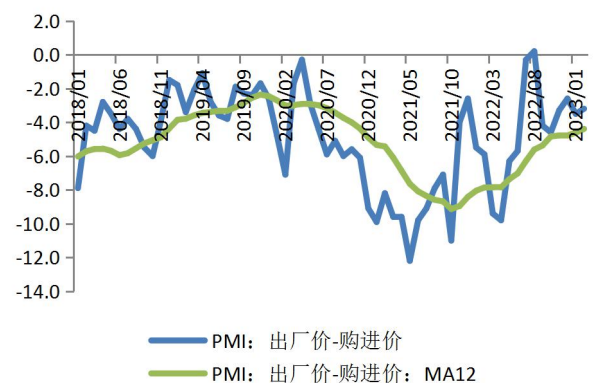
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：产成品库存 (%)



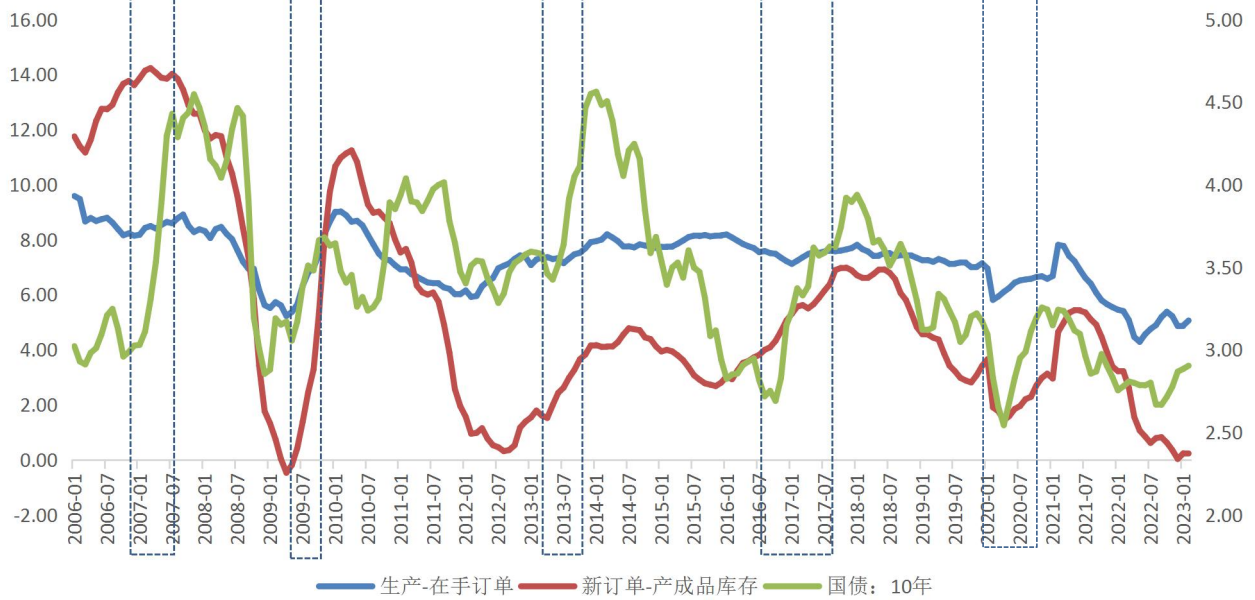
资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：出厂价-购进价 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：新增需求加快并带动生产加快往往带来收益率加速上行（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层  
电话：010-83496336