

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

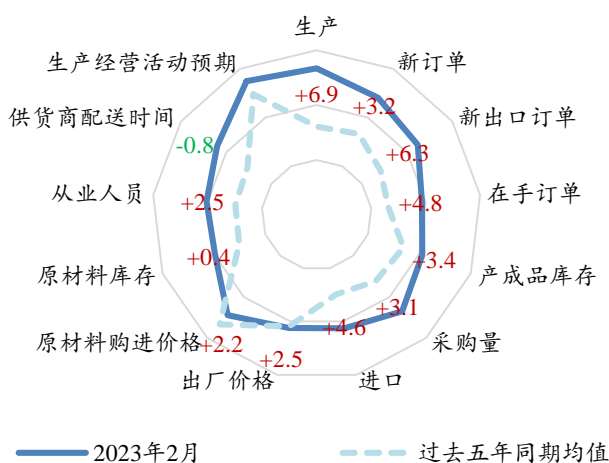
图 1： 2月制造业 PMI 分项全面改善.....	3
图 2： 节后第四周，复工率超过 2022 年.....	3
图 3： 节后第四周，劳务到位率接近 2021、2022 年.....	3
图 4： 节后 PTA 开工率接近 2022 年高位.....	4
图 5： 汽车轮胎开工率超过 2021、2022 年.....	4
图 6： 预计 1-2 月出口增速-8.0%.....	4
图 7： 节后第四周，消费改善至 2022 年 11 月的 173%.....	5
图 8： 节后消费活动延续改善.....	5
图 9： 一二线消费改善好于三四线.....	6
图 10： 服务业景气向好.....	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

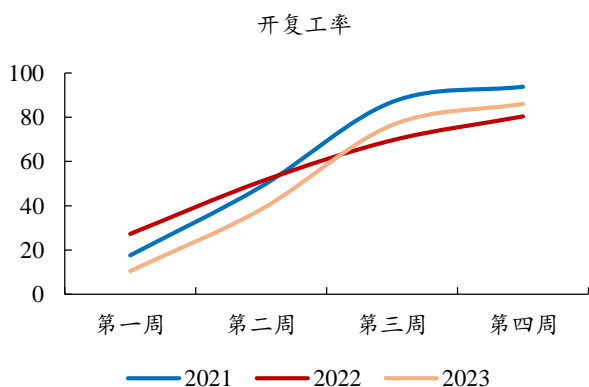
(1)信贷开门红叠加春节错峰，2月制造业景气度延续改善，供给好于需求、外需强于内需。2月制造业PMI为52.6%、较前值改善了2.5个百分点，连续2个月位于荣枯线上；供给端看，PMI生产为56.7%、较前值改善了6.9个百分点，主因春节错峰，2月全月步入节后复工、供给修复的节奏，根据百年建筑数据，节后第四周全国12220个工程开复工率为86.1%、超过2022年，劳务到位率83.9%、接近2021和2022年水平；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别改善了3.2、6.3、4.6个百分点至51.1%、52.4%、51.3%，呈现“外需好于内需”，可能与美国经济韧性较强有关。

图1：2月制造业PMI分项全面改善



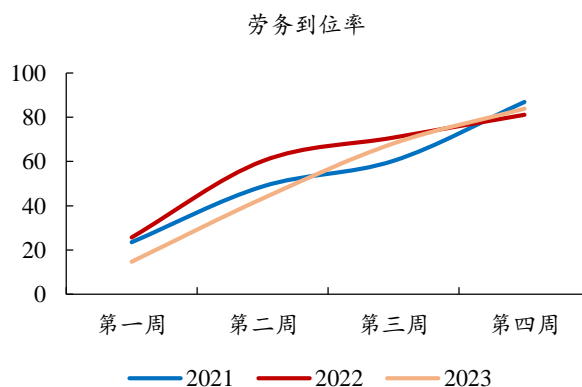
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

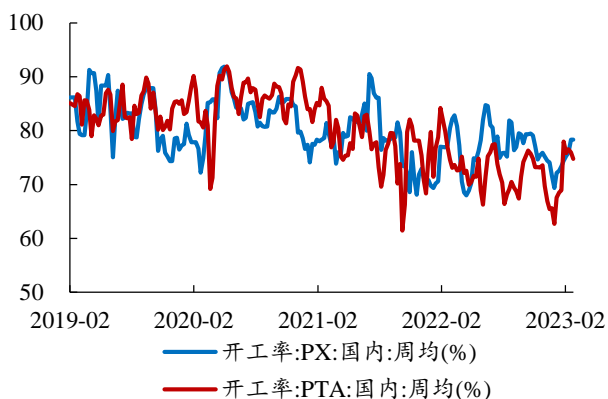
图3：节后第四周，劳务到位率接近2021、2022年



数据来源：百年建筑、开源证券研究所

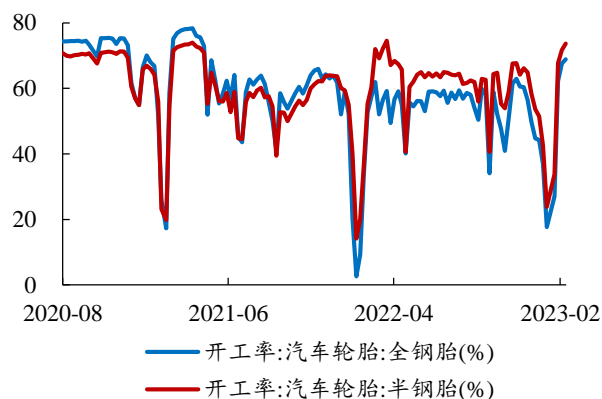
生产方面，节后复工好于预期。具体来看，2月PTA开工率为74.8%、已接近2022全年的高位；截至2月23日，汽车全钢胎和半钢胎开工率回升至68.9%、73.7%，超过2022年峰值水平；2月秦皇岛港煤炭加速累库；2月螺纹钢周均产量为256.6万吨，低于含春节的2022年2月，指向地产开工回暖不足；2月水泥价格微幅回升。

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

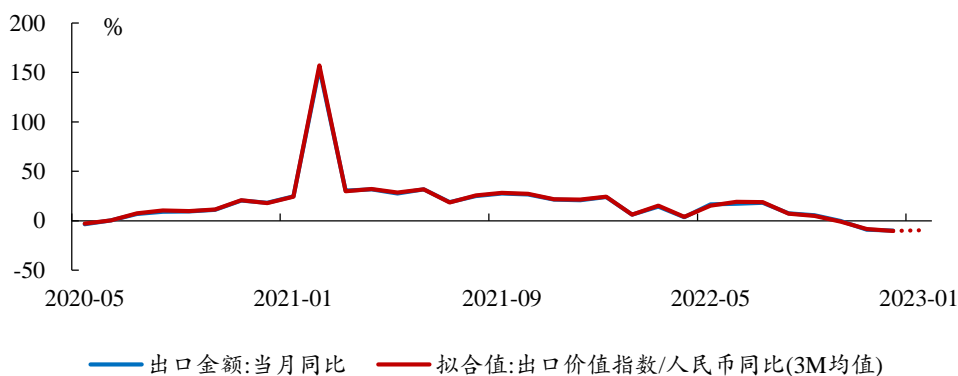
图5：汽车轮胎开工率超过2021、2022年



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。

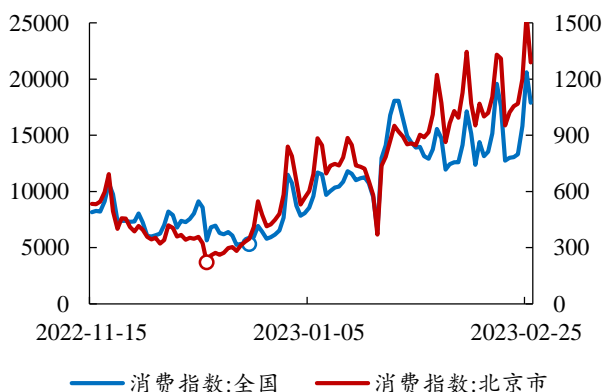
(3) 小型企业结束持续21个月的景气萎缩。2月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别回升了1.4、3.4、4.0个百分点至53.7%、52.0%、51.2%，小型企业自2021年5月以来再次回升至荣枯线上，与BCI指数互相印证。2月中国企业经营状况指数（BCI）大幅回升7.9个百分点至57.6%，小微企业复苏验证了经济回升的成色，后续不妨多一些乐观。

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%。

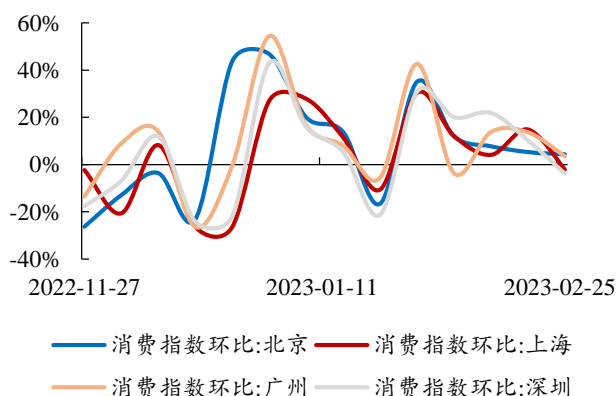
我们跟踪的百度地图消费指数显示，疫后消费首轮高斜率修复较为稳固。节后复工第四周（2月20日-2月26日），全国消费指数环比改善0.7%，达到2022年11月均值的173%。一线、二线、三四线分别环比变0.9%、1.6%、-0.8%，分别为2022年11月同期的178%、181%、158%。一线城市中，北京向好态势不减。

图7：节后第四周，消费改善至2022年11月的173%



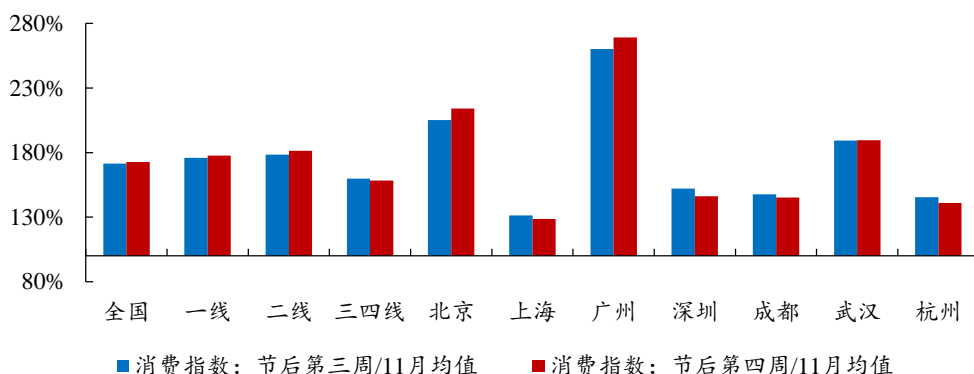
数据来源：百度地图、开源证券研究所

图8：节后消费活动延续改善

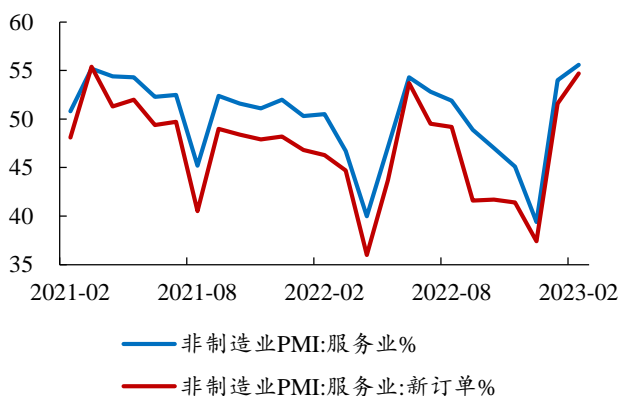


数据来源：百度地图、开源证券研究所

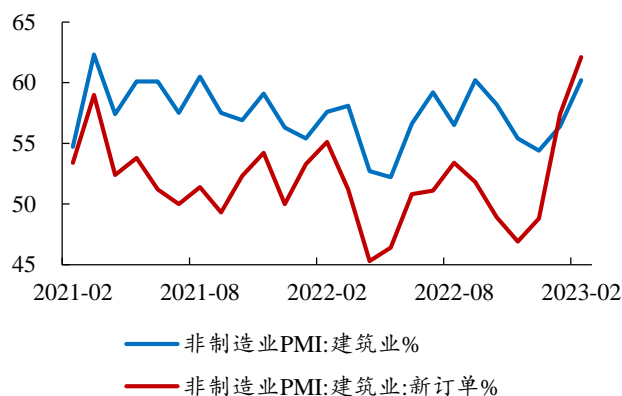
¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》。服务业业务活动预期指数自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2022年疫情期间最低为53.0%，历年均值为59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为60%。

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

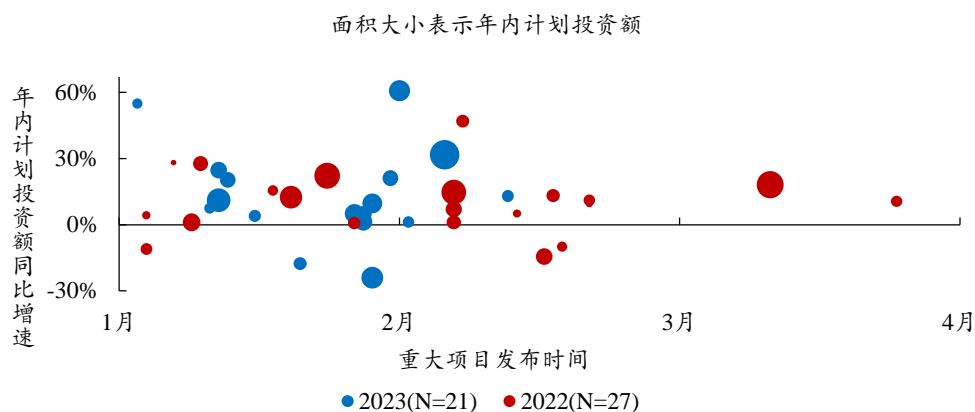
图11：建筑业新订单快速改善


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%。

² 若某省未披露重大项目年内投资额，则以重点项目年内投资额替代，若无则以一季度开工重大项目的年内投资额替代，可比口径表示2021年和2022年均披露相同口径的数据。

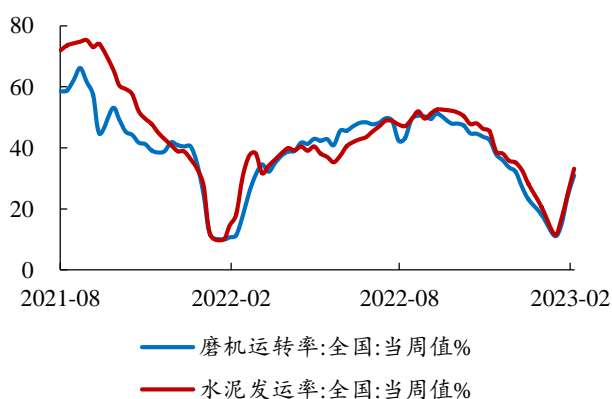
图12: 重大项目发力提前、规模扩容



数据来源: 各地人民政府网、开源证券研究所

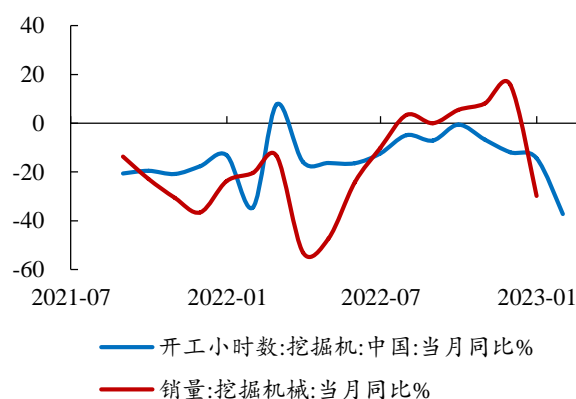
重大项目开工表征各地稳增长意愿和力度，此外 2022 年 7400 亿政策性金融工具的撬动项目将持续形成实物工作量。2 月 2 日，发改委投资副司长张建民指出“这些项目的建设周期平均是三到五年，去年是第一年，到今年将会有大量的实物工作量产生”。2022 年政策性金融工具仅下半年推动基建增速从 9.25% 至 11.52%，而 2023 年全年享有实物工作量，考虑到财政加力提效导向下，2023 年可能新增一批政策性金融工具、额度或不低于 2022 年。项目、资金、意愿“三轮驱动”，全年基建增速有望上调，预计 2023 年 1-2 月基建增速或超 10%。

图13: 节后水泥开工回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

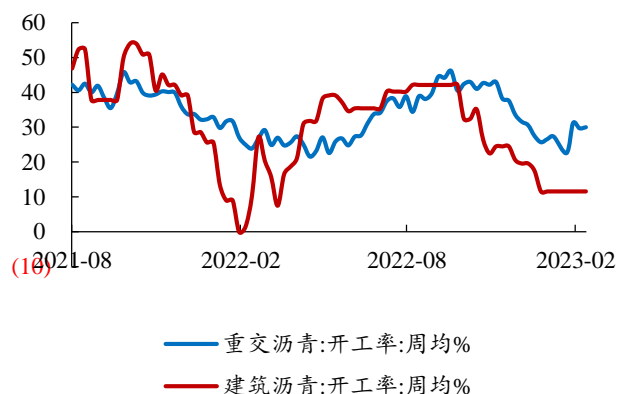
图14: 1月挖机销量回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 节后石油沥青开工超过 2022 年同期


数据来源: Wind、开源证券研究所

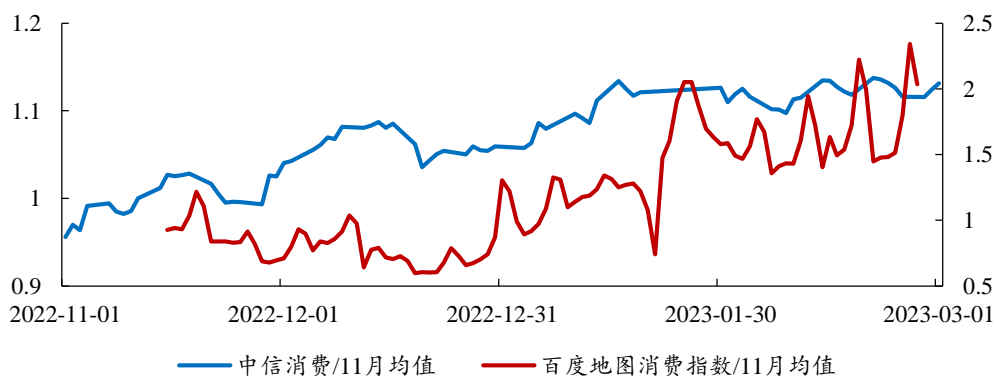
图16: 重交沥青好于建筑沥青


数据来源: 钢联数据、开源证券研究所

3、消费或被低估

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%，制造业回升幅度属于正常水平。2 月 PMI 数据亮眼之处在于基建和消费，尤其是权益市场在春节消费兑现后停滞不前，但 2 月服务业 PMI 和我们跟踪的高频数据显示，在连续 2 个月的高斜率修复、节后全国消费水平仍稳步向上，消费修复可能被市场低估。

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要素支撑下，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。

图17: 消费或被低估


数据来源: 百度地图、Wind、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn