

经济复苏的趋势并不弱

——2月 PMI 数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

PMI 站上十年来高位。自中国疫情防控政策优化以来，经济复苏的力度一直是市场最重要的关注点之一。而市场对经济前景的预期分歧也一直相当大。虽然从微观的观察来看，很多领域确实还没有显现出强劲的势头，但宏观层面的社融、PMI 指数等比较重要的数据已经显示出经济复苏的力度其实并不弱。2 月份 PMI 数据再次大超预期。制造业 PMI 较市场预期高出 2.1 个百分点至 52.6，这是十年以来未有的高点。非制造业 PMI 指数高于预期 1.4 个百分点至 56.3，亦为十年以来的高位水平。虽然 PMI 指数是“环比”的意义，存在此前低基数的效应，但超预期的数据仍然表明经济复苏的边际动力是非常强的。与 1 月份数据显示的“需求先行、生产滞后”相呼应，2 月份生产指数出现了大幅跃升，产需双双走强。原材料库存和产成品库存指数也有所回升，显示出企业的补库存倾向。原材料购进价格和出厂价格双双回升，显示出中国经济正在逐步走出通缩陷阱。从业人员指数罕见达到 50 的临界线以上，表明企业招工意愿和到岗人数大幅增加。供应商配送指数大幅上升至 52，这一指数在正常的经济环境中是逆向指标，因为配送速度上升往往意味着订单过少。但在疫情背景下这一指标的上升实际上有积极意义，反映出此前因为疫情而短缺的运力有所恢复。运输邮政业 PMI 领跑各行业，也验证了这一逻辑。2 月 PMI 指数的三个结构性看点。我们认为 2 月 PMI 数据除了所反映出的全面向好的趋势外，还有三个结构性看点值得关注：

第一，小型企业复苏弹性更大。2 月 PMI 大中小型企业指数均反弹至荣枯线以上，分别达到 53.7、52 和 51.2。不过从边际变化来看，较 1 月增长的幅度分别为 1.4、3.4 和 4 个百分点。也就是说，中小企业尤其是小型企业的复苏弹性是更大的。我们认为这可能也在一定程度上解释了为何市场投资者观测到的微观数据不算好，而身边实际感受到的经济情况较为火热的差异。因为多数投资者更加了解企业的经济数据，而对小微企业的情况缺乏全面的观测手段。本轮经济复苏的特征与以往不同，是“从后端向前端”，即终端的居民消费和小微企业先复苏，带动整体产业链条向上复苏。所以会出现市场相对悲观、而宏观数据屡超预期的结果。

第二，出口可能超预期。由于全球经济正处于下行周期之中，今年中国

出口的前景并不好，市场预期也较为悲观。但是2月PMI新出口订单指数大幅上升6.3个百分点至52.4，位于荣枯线以上。这其中当然有1月春节导致的低基数效应，但是1月数据相较于去年12月的新出口订单指数也是回升的，所以今年开年的出口数据可能未必很差。从另外一个角度来看，今年1月份美欧等主要发达国家的就业、消费、通胀等多项重要经济数据意外回升，也预示着外需在短期内或有一定韧性。

第三，建筑业出现快速修复。2月份建筑业PMI提升3.8个百分点至60.2，重回高景气区间。这背后一方面基建投资持续发力，拉动建筑业景气度；另一方面也可能有房地产投资的边际改善。这对于投资的稳定有重要意义。

风险提示：政策力度不及预期。

目录

1. 数据	5
2. PMI 站上十年来高位	5
3. 2 月 PMI 指数的三个结构性看点	6

图表目录

图表 1: 制造业 PMI 达到十年来最高位.....	5
图表 2: 非制造业 PMI 处于十年来高位水平.....	5
图表 3: 产需双双走强.....	6
图表 4: 就业指数达到荣枯线以上.....	6
图表 5: 小型企业弹性更大.....	6
图表 6: 新出口订单大幅上升.....	7
图表 7: 美国 1 月消费数据大幅回升.....	7
图表 8: 建筑业指数快速上升.....	7

1. 数据

中国 2 月制造业 PMI 为 52.6，预期为 50.5，前值 50.1。

中国 2 月非制造业 PMI 56.3，预期 54.9，前值 54.4。

2. PMI 站上十年来高位

自中国疫情防控政策优化以来，经济复苏的力度一直是市场最重要的关注点之一。而市场对经济前景的预期分歧也一直相当大。虽然从微观的观察来看，很多领域确实还没有显现出强劲的势头，但宏观层面的社融、PMI 指数等比较重要的数据已经显示出经济复苏的力度其实并不弱。

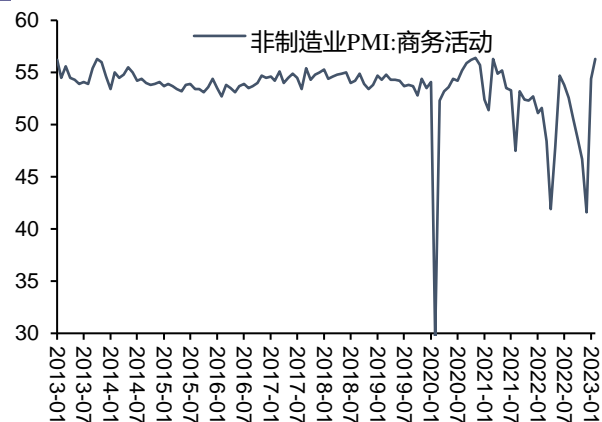
2 月份 PMI 数据再次大超预期。制造业 PMI 较市场预期高出 2.1 个百分点至 52.6，这是十年以来未有的高点。非制造业 PMI 指数高于预期 1.4 个百分点至 56.3，亦为十年以来的高位水平。虽然 PMI 指数是“环比”的意义，存在此前低基数的效应，但超预期的数据仍然表明经济复苏的边际动力是非常强的。

图表 1：制造业 PMI 达到十年来最高位



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 2：非制造业 PMI 处于十年来高位水平

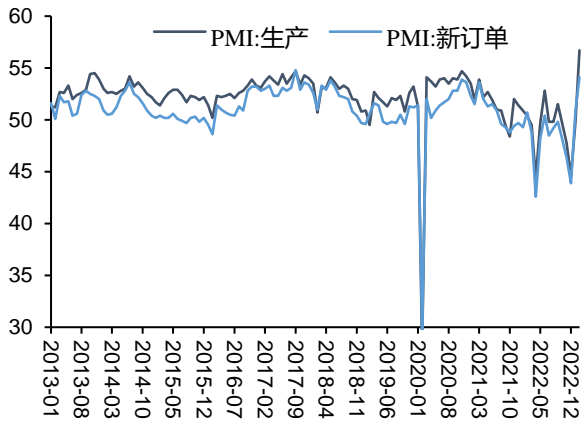


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

与 1 月份数据显示的“需求先行、生产滞后”相呼应，2 月份生产指数出现了大幅跃升，产需双双走强，生产指数与新订单指数分别较 1 月提升了 6.9 和 3.2 个百分点，达到 56.7 和 54.1 的高位。原材料库存和产成品库存指数也有所回升，显示出企业的补库存倾向。原材料购进价格和出厂价格双双回升，分别达到 54.4 和 51.2，显示出中国经济正在逐步走出通缩陷阱。从业人员指数罕见达到 50 的临界线以上，表明企业招工意愿和到岗人数大幅增加。供应商配送指数大幅上升至 52，这一指数在正常的经济环境中是逆向指标，因为配送速度上升往往意味着订单过少。但在疫情背景下这一指标的上升实际上有积极意义，反映出此前因为疫情而短缺的运力有所恢复。运输邮政业 PMI 领跑各行业，也验证了这一逻辑。

综上所述，我们认为 2 月 PMI 数据显示出经济复苏势头强劲，1 月份社融数据尤其是企业中长期贷款大幅增加也验证了这一点。虽然近期部分领域的微观数据不佳，导致市场对经济复苏信心不足，但是较为全面且指示意义很强的宏观数据表明经济复苏的力度并不弱。

图表 3：产需双双走强



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 4：就业指数达到荣枯线以上



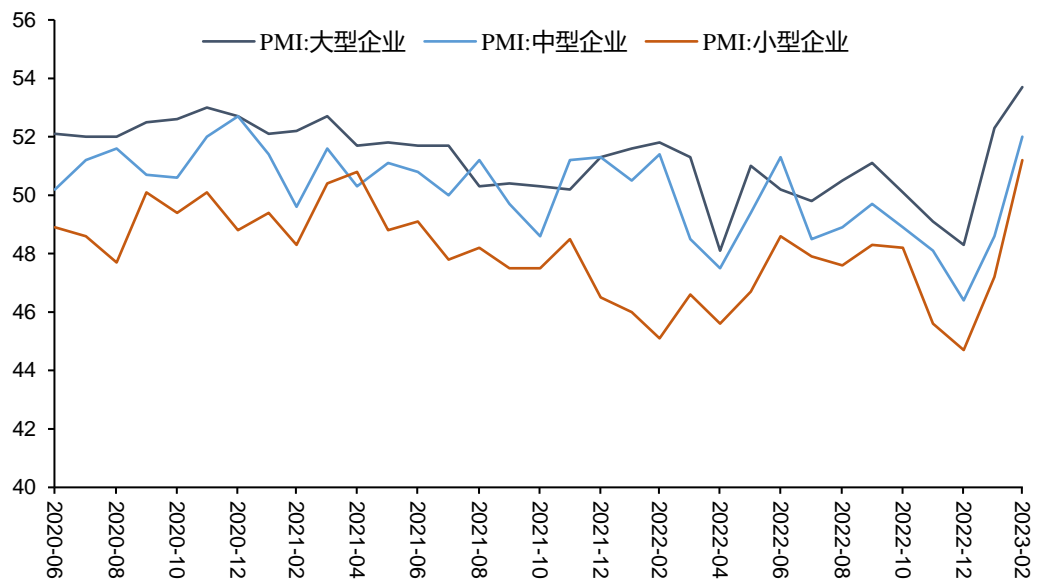
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3.2 月 PMI 指数的三个结构性看点

我们认为 2 月 PMI 数据除了所反映出的全面向好的趋势外，还有三个结构性看点值得关注：

第一，小型企业复苏弹性更大。2 月 PMI 大中小型企业指数均反弹至荣枯线以上，分别达到 53.7、52 和 51.2。不过从边际变化来看，较 1 月增长的幅度分别为 1.4、3.4 和 4 个百分点。也就是说，中小企业尤其是小型企业的复苏弹性是更大的。我们认为这可能也在一定程度上解释了为何市场投资者观测到的微观数据不算好，而身边实际感受到的经济情况较为火热的差异。因为多数投资者更加了解企业的经济数据，而对小微企业的情况缺乏全面的观测手段。本轮经济复苏的特征与以往不同，是“从后端向前端”，即终端的居民消费和小微企业先复苏，带动整体产业链条向上复苏。所以会出现市场相对悲观、而宏观数据屡超预期的结果。

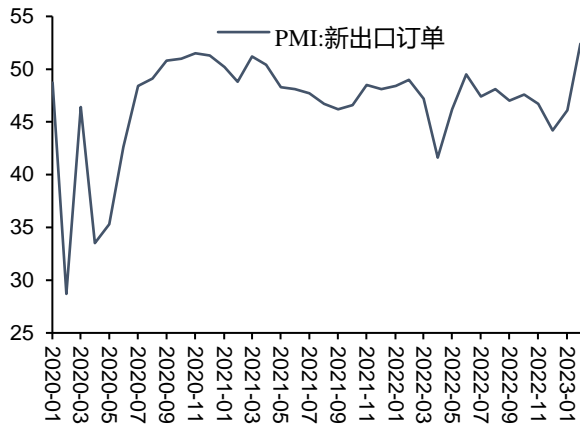
图表 5：小型企业弹性更大



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

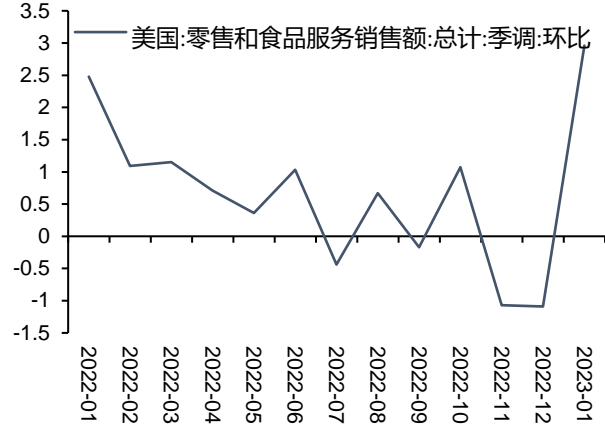
第二，出口可能超预期。由于全球经济正处于下行周期之中，今年中国出口的前景并不好，市场预期也较为悲观。但是2月PMI新出口订单指数大幅上升6.3个百分点至52.4，位于荣枯线以上。这其中当然有1月春节导致的低基数效应，但是1月数据相较于去年12月的新出口订单指数也是回升的，所以今年开年的出口数据可能未必很差。从另外一个角度来看，今年1月份美欧等主要发达国家的就业、消费、通胀等多项重要经济数据意外回升，也预示着外需在短期内或有一定韧性。

图表 6：新出口订单大幅上升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

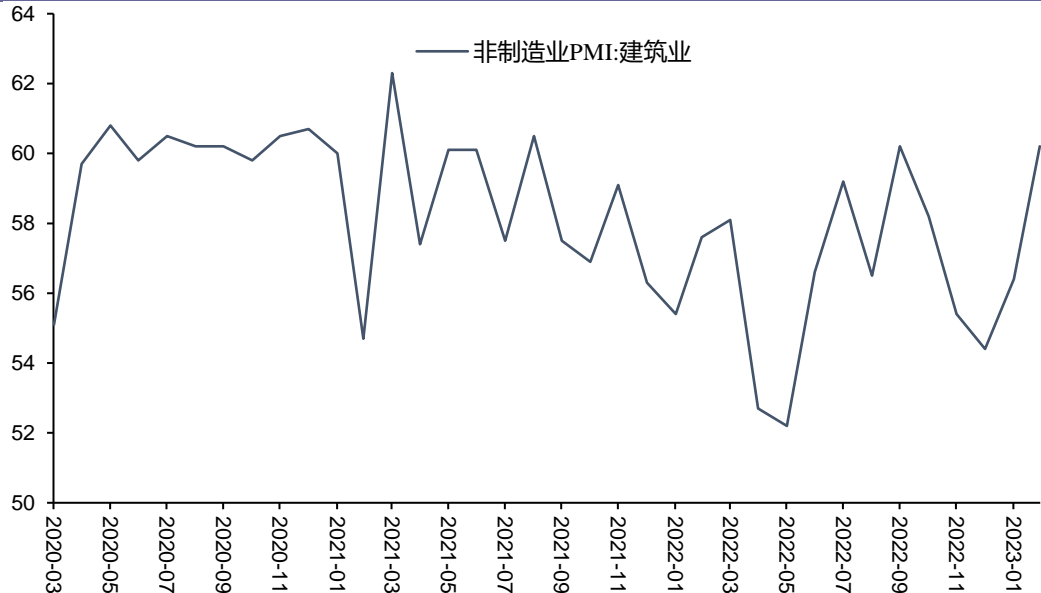
图表 7：美国 1 月消费数据大幅回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

第三，建筑业出现快速修复。2月份建筑业PMI提升3.8个百分点至60.2，重回高景气区间。这背后一方面基建投资持续发力，拉动建筑业景气度；另一方面也可能有房地产投资的边际改善。这对于投资的稳定有重要意义。

图表 8：建筑业指数快速上升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

风险提示：政策力度不及预期。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。