

2023年2月PMI点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 杨飞 (执业 S1130521120001)
yang_fei@gjzq.com.cn

联系人: 袁征宇
yuanzhengyu@gjzq.com.cn

亮眼的新出口订单，指向出口反弹？

事件：

3月1日，国家统计局公布2月PMI指数，制造业PMI指数录得52.6%、较上月提升2.5个百分点。

亮眼PMI新出口订单，对出口的指示需谨慎看待

经济景气全面回升，PMI新出口订单表现亮眼、部分缘于“春节效应”。2月，制造业PMI指标继续回升，大部分指标都进入景气区间。其中，新出口订单较上月回升6.3个百分点、回升幅度仅次于生产。新出口订单变化，容易受到春节因素扰动，企业在节后寻找订单的积极性更高，过往经验显示，春节假期在1月份的年份，其2月新出口订单指数通常较高，与当前时间节点类似的2012年、2017年均是如此。

PMI新出口订单，对出口的指示意义在疫后明显减弱。2020年之前，PMI新出口订单与出口同步性较强、变化趋势大多较为类似，但疫情之后，PMI新出口订单与出口经常出现反向变化，不宜仅以PMI新出口订单回升就判断出口明显改善。近期高频指标显示，中国出口运价仍在持续回落，上海及欧美港口空箱堆积现象较为突出，指向出口承压。

PMI新出口订单更多反映数量的预期，而疫后出口受价格的扰动明显增强。从PMI统计构建来看，新出口订单反映的是预期出口订货数量的变化，与出口数量的关系较为紧密，但疫情之后两者变动背离明显增多；与此同时，疫后商品价格大幅波动，对出口金额影响较大，进一步导致PMI新出口订单对出口的指示减弱。

两者结构差异，也导致PMI新出口订单变化对出口的指示减弱。制造业PMI指数采用行业加权方式构建，权重居前的行业包括非金属制品(9.1%)、化学原料(7.3%)、计算机通信(6.6%)等；而出口行业相对集中，计算机通信出口交货值占比达43.6%，电气机械占比也较高(10.9%)，纺织服装等劳动密集消费品占比约15%。疫后供给扰动、中外经济“错位”等或放大两者结构性差异带来的偏误。

常规跟踪：景气修复延续，经济可以更乐观些

制造业PMI超预期回升，景气修复延续。2月，制造业PMI录得52.6%，较上月提升2.5个百分点，明显高于市场预期。其中，生产修复快于需求，生产指数和新订单分别较上月提升6.9和3.2个百分点至56.7%和54.1%。采购量较上月提升3.1个百分点至53.5%。从业人员指数较上月提升2.5个百分点至50.2%，站上枯荣线，指向企业招工回暖。高频数据显示，新兴产业相关招工旺盛。

中小企业修复快于大企业。2月，大、中、小型企业PMI均站上枯荣线，中型和小型企业分别提升3.4和4个百分点至52%和51.2%，大型企业PMI提升1.4个百分点至53.7%。中小型企业新订单分别提升4.6和5.9个百分点，新出口订单分别提升6.3和10.7个百分点，明显好于大型企业。

非制造业PMI继续修复，稳增长持续发力。非制造业PMI录得56.3%，较上月提升1.9个百分点。其中，建筑业PMI提升3.8个百分点至60.2%，建筑业新订单提升4.7个百分点至62.1%，指向稳增长“加力”，高频数据显示地产、基建相关开工均有所加快。值得关注的是，建筑业业务活动预期有所下降。服务业PMI较上月提升1.6个百分点至55.6%，服务业新订单提升3.1个百分点至54.7%。

重申观点：经济可以更加乐观些，新时代“朱格拉周期”已然启动。核心驱动包括：新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲，稳增长“加力”带来的基建投资韧性，疫后修复带来的消费增长等。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、亮眼的 PMI 新出口订单，对出口的指示需谨慎看待.....	3
2、常规跟踪：景气修复延续，经济可以更乐观些.....	5
风险提示.....	6

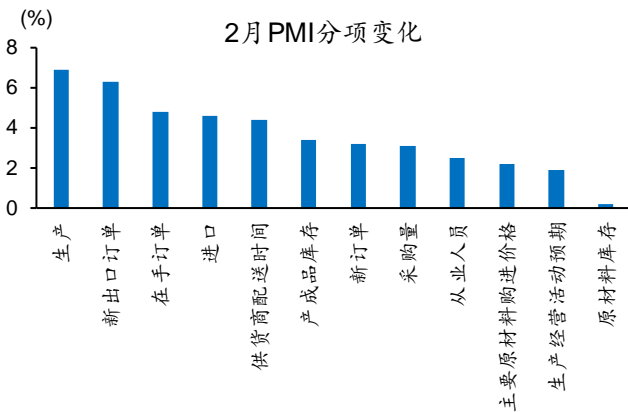
图表目录

图表 1： 2 月，新出口订单表现亮眼.....	3
图表 2： 1 月春节效应或推高新出口订单指数.....	3
图表 3： 新出口订单的指示意义减弱.....	3
图表 4： CCFI 综合指数仍在回落.....	3
图表 5： 上海港口集装箱可用指数明显高于去年同期.....	4
图表 6： 洛杉矶港口集装箱可用指数远超国内港口.....	4
图表 7： 新出口订单和出口数量背离增多.....	4
图表 8： 2021 年以来，出口价格波动变大.....	4
图表 9： 制造业中上游行业增加值占比高.....	5
图表 10： 出口集中于计算机通信、电气机械等行业.....	5
图表 11： 制造业 PMI 超季节性上升.....	5
图表 12： 制造业 PMI 主要分项均扩张.....	5
图表 13： 大、中、小型企业均进入扩张区间.....	6
图表 14： 中小企业修复快于大企业.....	6
图表 15： 建筑业 PMI 持续较快提升.....	6
图表 16： 建筑业需求旺盛，但业务活动预期有所下降.....	6

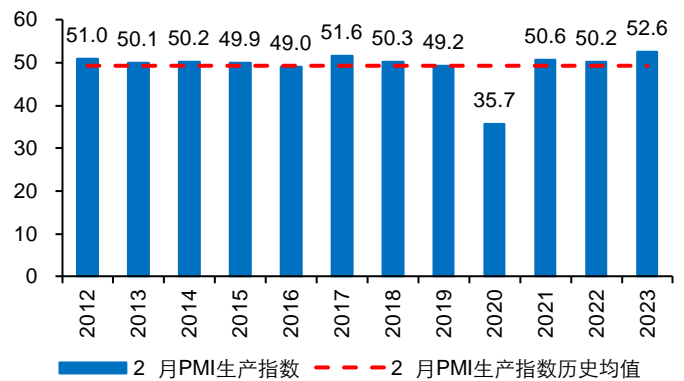
1、亮眼的 PMI 新出口订单，对出口的指示需谨慎看待

经济景气全面回升，PMI 新出口订单表现亮眼、部分缘于“春节效应”。2月，制造业 PMI 指标继续回升，大部分指标都进入景气区间。其中，新出口订单较上月回升 6.3 个百分点、回升幅度仅次于生产。新出口订单变化，容易受到春节因素扰动，企业在节后寻找订单的积极性更高，过往经验显示，春节假期在 1 月份的年份，其 2 月新出口订单指数通常较高，与当前时间节点类似的 2012 年、2017 年均是如此。

图表1：2月，新出口订单表现亮眼



图表2：1月春节效应或推高新出口订单指数

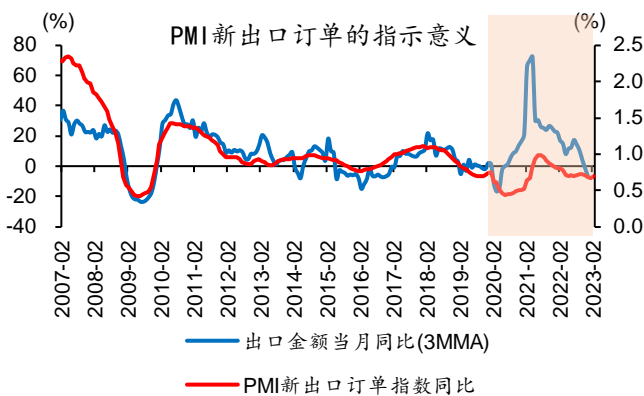


来源：Wind、国金证券研究所

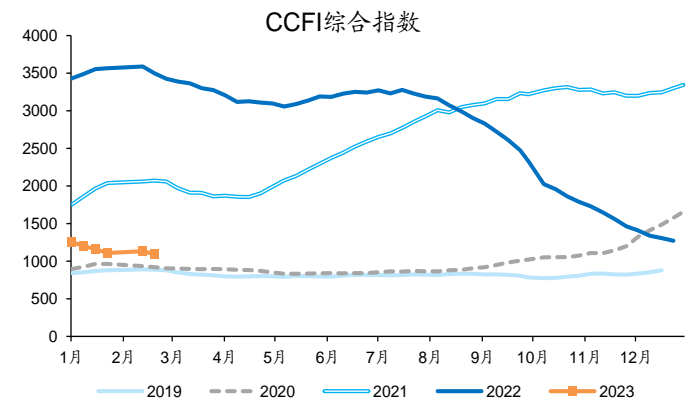
来源：Wind、国金证券研究所

PMI 新出口订单，对出口的指示意义在疫后明显减弱。2020 年之前，PMI 新出口订单与出口同步性较强、变化趋势大多较为类似，但疫情之后，PMI 新出口订单与出口经常出现反向变化，不宜仅以 PMI 新出口订单回升就判断出口明显改善。近期高频指标显示，中国出口运价仍在持续回落，上海及欧美港口空箱堆积现象较为突出，指向出口承压。

图表3：新出口订单的指示意义减弱



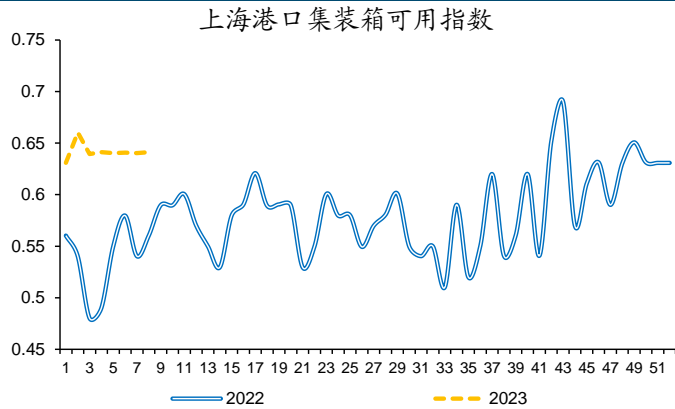
图表4：CCFI 综合指数仍在回落



来源：Wind、国金证券研究所

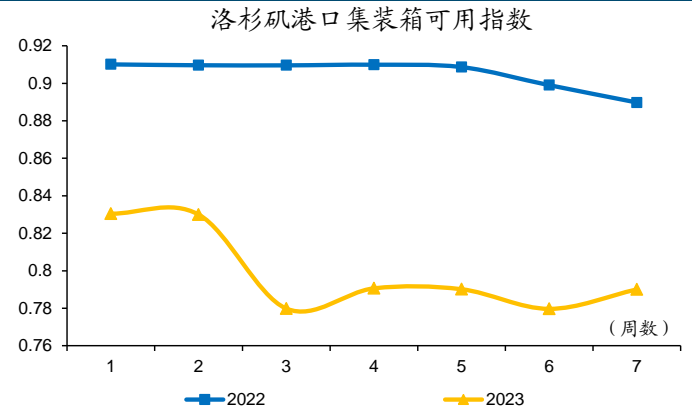
来源：Wind、国金证券研究所

图表5: 上海港口集装箱可用指数明显高于去年同期



来源: Container xChange, 国金证券研究所

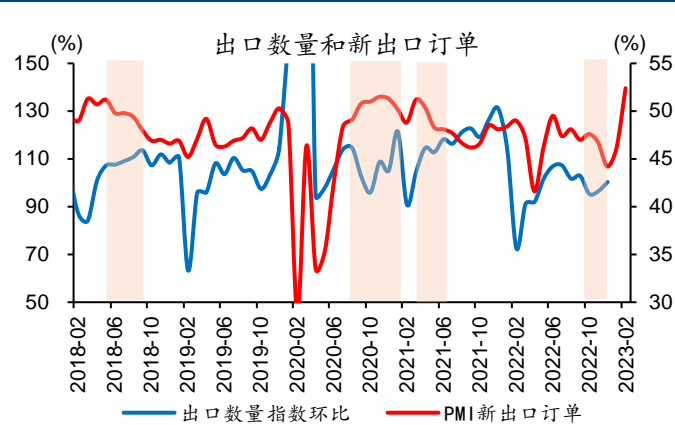
图表6: 洛杉矶港口集装箱可用指数远超国内港口



来源: Container xChange, 国金证券研究所、国金证券研究所

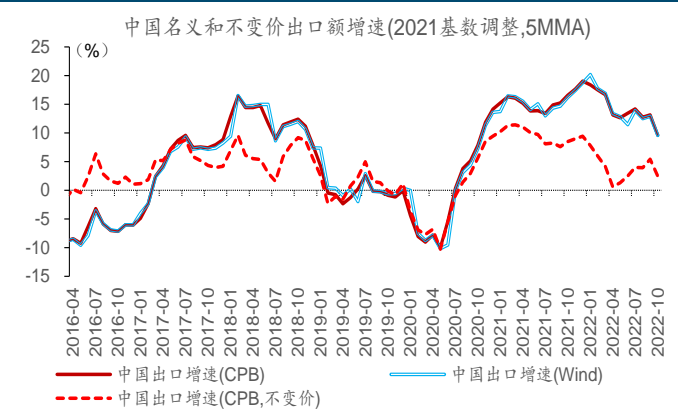
PMI 新出口订单更多反映数量的预期, 而疫后出口受价格的扰动明显增强。从 PMI 统计构建来看, 新出口订单反映的是预期出口订货数量的变化, 与出口数量的关系较为紧密, 但疫情之后两者变动背离明显增多; 与此同时, 疫后商品价格大幅波动, 对出口金额影响较大, 进一步导致 PMI 新出口订单对出口的指示减弱。

图表7: 新出口订单和出口数量背离增多



来源: Wind、国金证券研究所

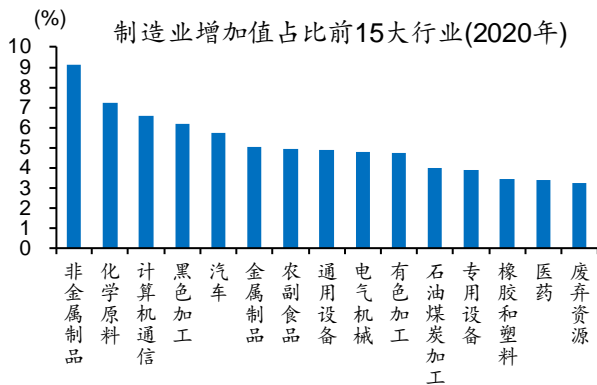
图表8: 2021年以来, 出口价格波动变大



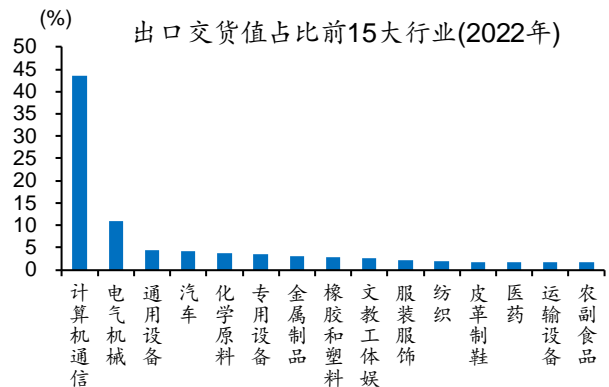
来源: Wind、国金证券研究所

两者结构差异, 也导致 PMI 新出口订单变化对出口的指示减弱。制造业 PMI 指数采用行业加权方式构建, 整体分布比较均匀, 权重居前的行业包括非金属制品(9.1%)、化学原料(7.3%)、计算机通信(6.6%)等; 而出口行业相对集中, 计算机通信出口交货值占比达 43.6%, 电气机械占比也较高(10.9%), 纺织服装等劳动密集消费品占比约 15%。疫后供给扰动、中外经济“错位”等或放大两者结构性差异带来的偏误。

图表9：制造业中上游行业增加值占比高



图表10：出口集中于计算机通信、电气机械等行业



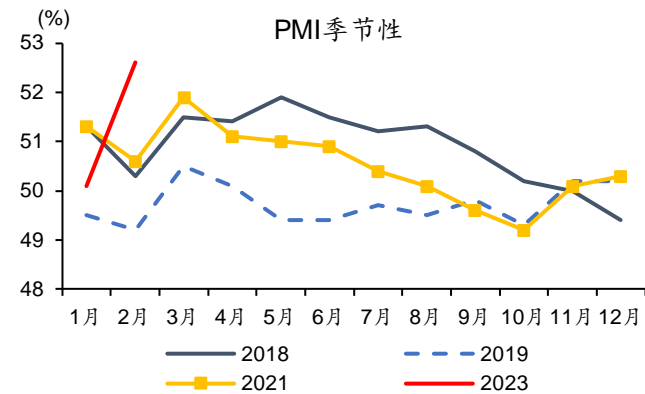
来源：国家统计局、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

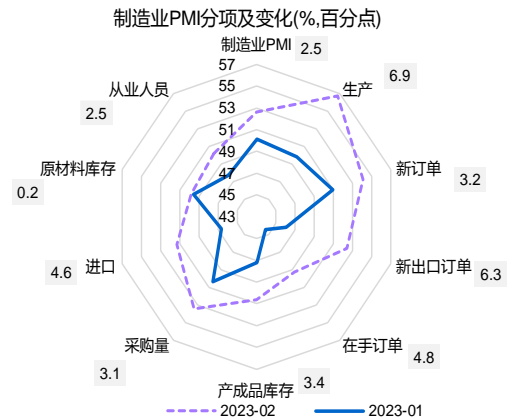
2、常规跟踪：景气修复延续，经济可以更乐观些

制造业 PMI 超预期回升，景气修复延续。2 月，制造业 PMI 录得 52.6%，较上月提升 2.5 个百分点，明显高于市场预期。其中，生产修复快于需求，生产指数和新订单分别较上月提升 6.9 和 3.2 个百分点至 56.7% 和 54.1%。采购量较上月提升 3.1 个百分点至 53.5%。从业人员指数较上月提升 2.5 个百分点至 50.2%，站上枯荣线，指向企业招工回暖。高频数据显示，新兴产业相关招工旺盛。

图表11：制造业 PMI 超季节性上升



图表12：制造业 PMI 主要分项均扩张

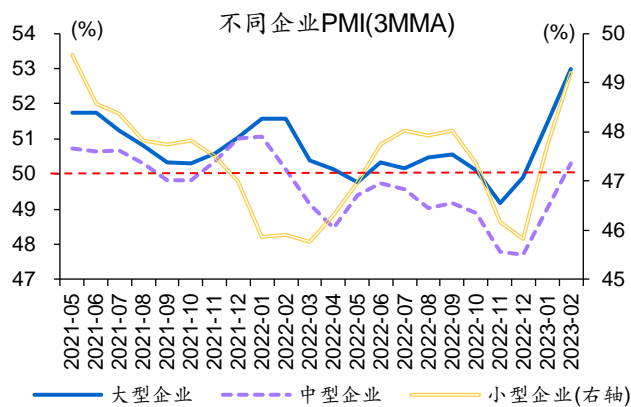


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

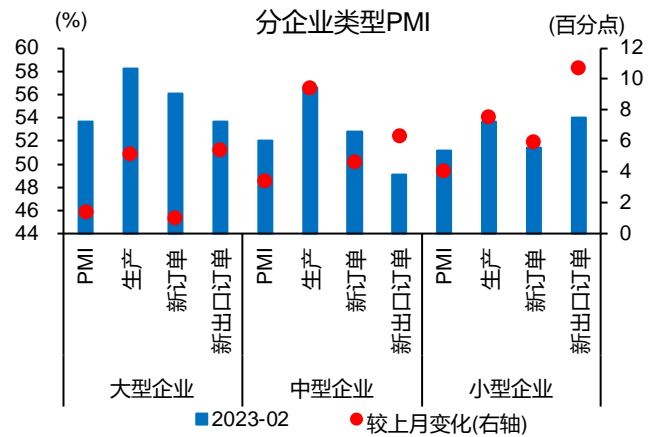
中小企业修复快于大企业。2 月，大、中、小型企业 PMI 均站上枯荣线，中型和小型企业分别提升 3.4 和 4 个百分点至 52% 和 51.2%，大型企业 PMI 提升 1.4 个百分点至 53.7%。中小型企业新订单分别提升 4.6 和 5.9 个百分点，新出口订单分别提升 6.3 和 10.7 个百分点，明显好于大型企业。

图表13: 大、中、小型企业均进入扩张区间



来源: Wind、国金证券研究所

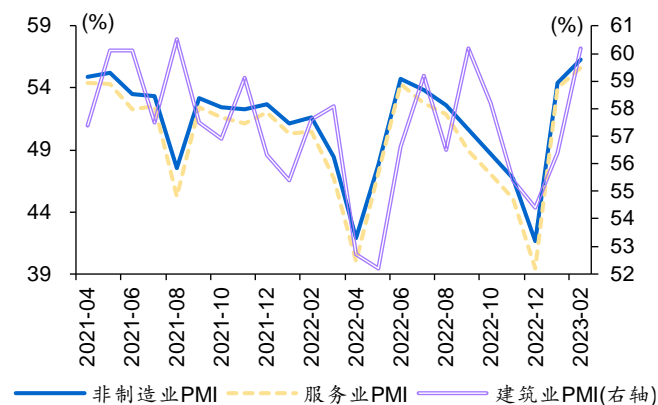
图表14: 中小企业修复快于大企业



来源: Wind、国金证券研究所

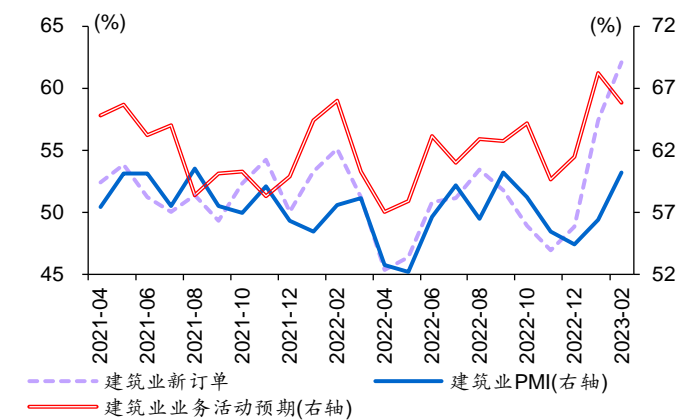
非制造业 PMI 继续修复, 稳增长持续发力。非制造业 PMI 录得 56.3%, 较上月提升 1.9 个百分点。其中, 建筑业 PMI 提升 3.8 个百分点至 60.2%, 建筑业新订单提升 4.7 个百分点至 62.1%, 指向稳增长“加力”, 高频数据显示地产、基建相关开工均有所加快。值得关注的是, 建筑业业务活动预期有所下降。服务业 PMI 较上月提升 1.6 个百分点至 55.6%, 服务业新订单提升 3.1 个百分点至 54.7%。

图表15: 建筑业 PMI 持续较快提升



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 建筑业需求旺盛, 但业务活动预期有所下降



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 经济可以更加乐观些, 新时代“朱格拉周期”已然启动。核心驱动包括: 新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲, 稳增长“加力”带来的基建投资韧性, 疫后修复带来的消费增长等。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402