

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

超季节性的 PMI 拉开经济修复序幕

2023年3月2日

- **制造业修复力度大超市场预期。**2月制造业 PMI 强劲修复，各分项指标全面改善，虽然2月有季节性因素的推动，但是依旧显示出经济复苏的动力在逐步转强，主要有以下几条线索：一是2月的景气度修复是一轮全面且较强的改善，制造业各分项指标均较1月出现进一步改善；二是生产端的修复弹性已经超过了节后复工带来的季节性反弹，这背后显示出我国经济修复动力逐步转强；三是预期向好推动采购量连续回升，企业采购和补库是基于预期向好的判断，当前企业的生产经营活动预期继续升温，经济动能也依旧较高；四是大中小企业也都全部回到了景气度的扩张区间。
- **开年基建投资继续发力。**2月非制造业 PMI 在扩张区间进一步提高，是防疫措施优化后第二个月处于修复态势。非制造业景气度疫后持续向好，其中，服务业和建筑业受节后复工提振，景气度持续上升。建筑业高弹性修复接力服务业的强劲反弹，继续支撑非制造业上升。分项来看，非制造业的新订单和从业人员指数上升幅度较大，体现出非制造业需求和用工量双双回暖的趋势。1) 服务业上，服务业景气度的进一步提升得益于春节后服务业全面恢复营业和服务业从业人员返岗，此外，服务业企业对市场恢复发展预期持续向好。2) 建筑业上，建筑业景气度的攀升主要得益于2月各地工程项目集中开复工以及房地产等相关行业的回暖。高频数据显示，地产的销售压力在边际好转，基建投资也保持着较高的活跃度，基建高生产强度背后或和今年专项债前置发行有关。
- **经济修复可期，继续看好今年 A 股修复态势。**2023年是经济触底复苏的重要一年，在开年的1-2月，经济景气度已经表现出较强的修复。2月 PMI 超预期回升，印证了经济正在复苏的大势。在 PMI 数据大超预期后，债市的反应较为平淡。这可能是因为债市已经提前反映了“经济强修复”的逻辑，也就是去年年末债券收益率已经提前反映了对于今年经济回升的预期。因此在2月 PMI 指数大超市场预期后，对债市的扰动比较有限。与此相反，在经济景气度超预期修复后，股市迎来3月“开门红”。我们认为当下经济复苏已经启动，在经济复苏下产需明显走强，经济动能依旧较强，后续经济仍在逐步修复的道路上。总体来看，经济修复依旧可期，继续看好今年 A 股修复态势。
- **风险因素：**美联储加息步伐超预期，政策落地不及预期等。

目录

一、制造业修复力度大超市场预期.....	3
二、开年基建投资继续发力.....	6
三、经济修复可期，继续看好今年 A 股修复态势.....	7
风险因素.....	8

图目录

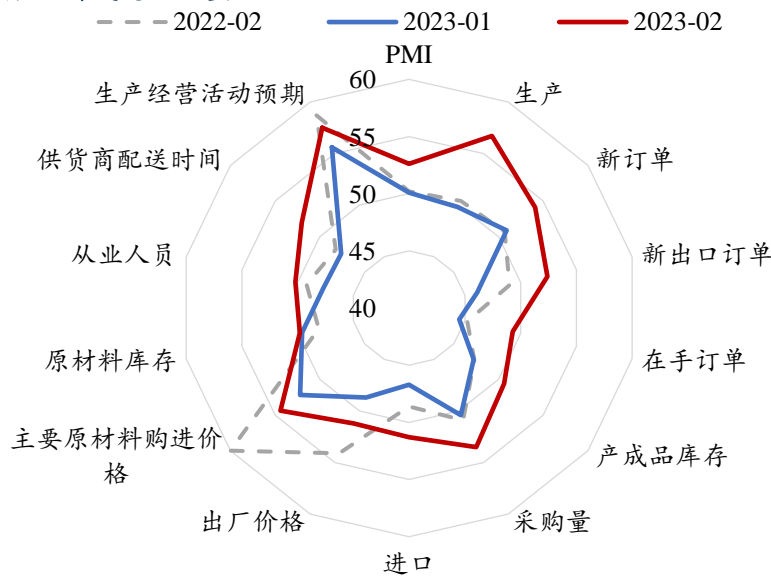
图 1：制造业景气度全面复苏.....	3
图 2：制造业生产端修复大于需求端.....	3
图 3：生产端的修复弹性已经超过了季节性反弹.....	4
图 4：需求端的反弹略微超往年同期表现.....	4
图 5：企业预期向好带动采购量上升.....	5
图 6：大中小企业重回景气区间.....	5
图 7：经济动能依旧较强.....	6
图 8：建筑业 PMI 涨幅较大.....	7
图 9：2 月建筑业新订单指数大幅上升.....	7

一、制造业修复力度大超市场预期

2月制造业PMI 迎来强势反弹，录得 52.6%，创下近十年新高。2月制造业景气度的修复超市场预期（Wind 预期为 50.5%），显示出经济修复动力逐步转强，主要存在以下几条线索：

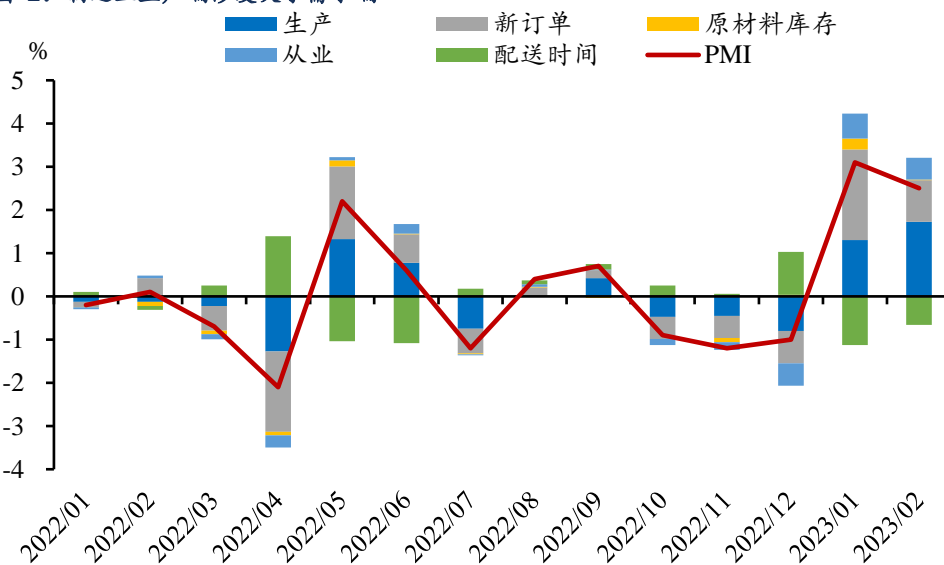
第一，2月国内制造业景气度经历了一轮全面且较强的修复。2月制造业PMI 比市场预计的 50.5% 还高出 2.1 个百分点，从各大分项来看，2月制造业的改善是一轮全面且较强的修复。因为从分项来看，制造业PMI 的各大分项均较上月出现进一步提高，像生产、新订单以及生产经营活动预期都较上月出现了进一步好转。制造业生产PMI 录得 56.7%，新订单PMI 录得 54.1%，回升 3.2 个百分点，表明制造业生产进度复苏较快，供需两端继续回暖，经济修复的动力在逐步转强。当然，2月制造业PMI 的生产PMI 和新订单PMI 表现都超市场预期，其中，贡献最大的是生产PMI 的变化。

图 1：制造业景气度全面复苏



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

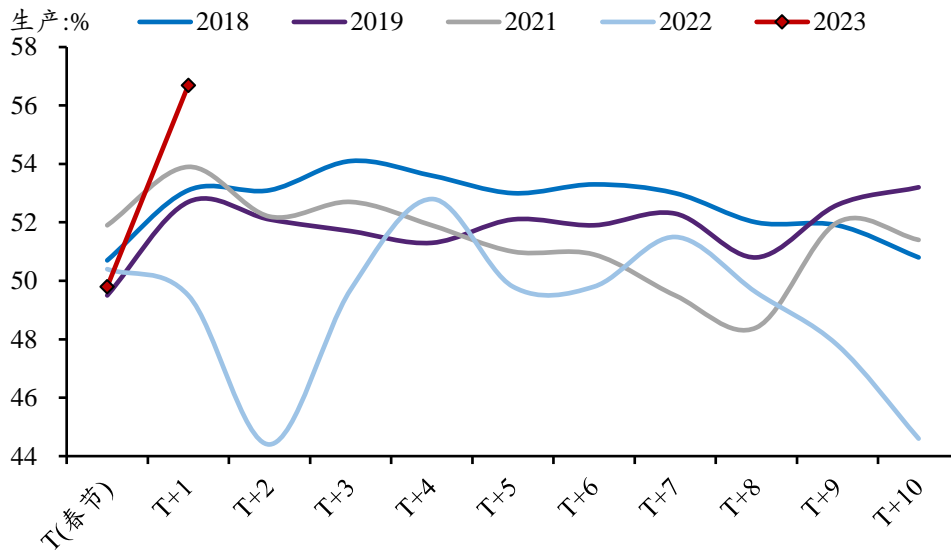
图 2：制造业生产端修复大于需求端



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

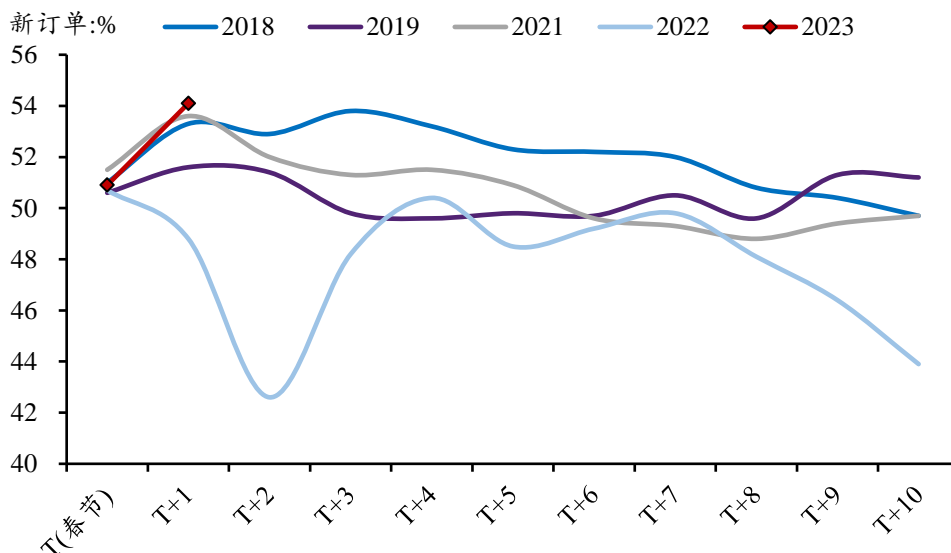
第二，生产端的修复弹性已经远超节后复工带来的季节性反弹。在整个制造业 PMI 的修复中，超预期较大的是生产端的修复。受节后复工顺畅的影响，开工率等高频数据普遍回升。生产 PMI 指数上升 6.9 个百分点，回升到 56.7%。生产景气度是近 10 年来的高位，上一次实现如此高的景气水平还要追溯到 2012 年 4 月。生产景气度高一部分原因是春节后的季节性反弹，因为 2023 年春节落在 1 月，节后供给约束减弱往往会导致春节次月的 PMI 上升。可以看到，生产端的修复弹性已经超过了节后复工带来的季节性反弹，而需求端的反弹也略微高于往年的同期表现。整体制造业 PMI 的变化方向符合季节性，但是变化幅度却又远超季度性，这表明节后复工复产的季节性反弹并不足以解释制造业的强势反弹，生产端超预期反弹背后或显示我国经济修复的动力正逐步转强。

图 3：生产端的修复弹性已经超过了季节性反弹



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：需求端的反弹略微超往年同期表现

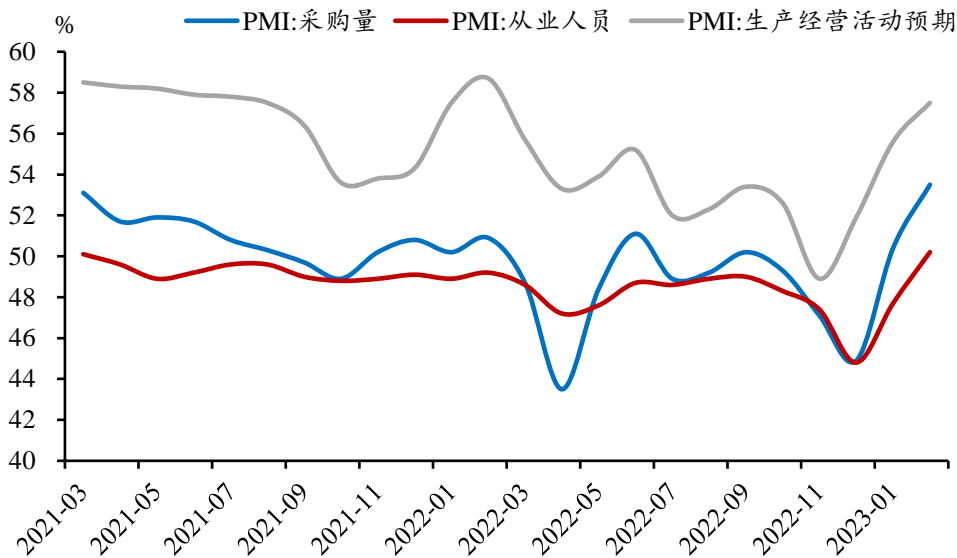


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，预期向好推动企业采购量连续回升，经济动能依旧较高。企业采购和补库是基于预期向好的判断，当前企业的生产经营活动预期继续升温，2月生产经营活动预期指数提高1.9个百分点至57.5%，升至近12个月以来的最高点，表明企业信心继续增强。分规模来看，各规模企业的生产经营预期也都有明显回升，其中，中型企业和小型企业分别上行至55.3%和58.8%。企业预期进一步改善，推动企业采购量的回暖。2月采购量指数上升3.1个百分点至53.5%，原材料库存指数上升0.2个百分点至49.8%，产成品库存上升3.4个百分点至50.6%。“新订单-产成品库存”所反映的经济动能指数小幅下降，但仍在3.5%的水平，指向经济动能仍强。

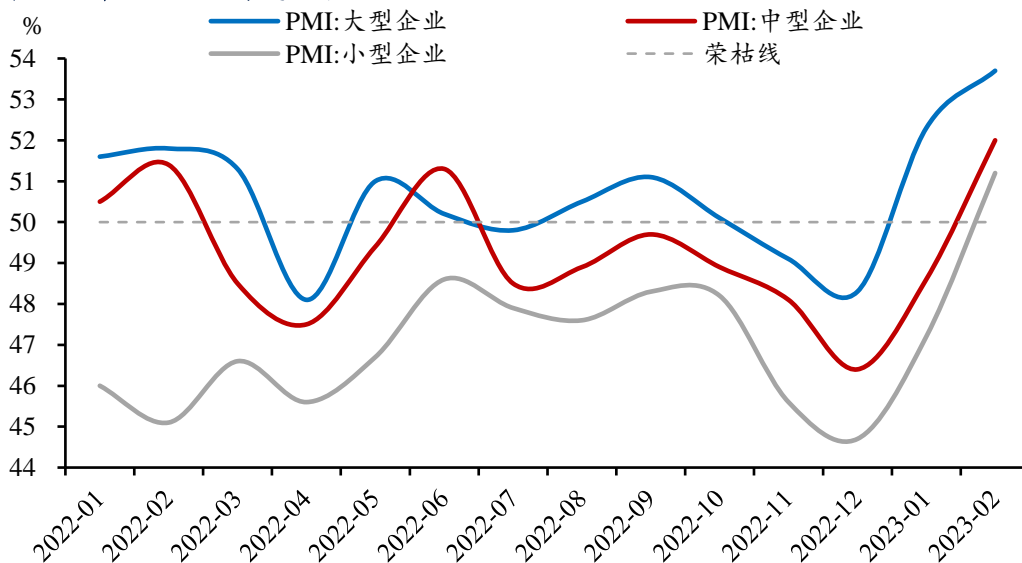
第四，大中小企业都回到了景气度的扩张区间。2月大、中、小型企业PMI分别为53.7%、52.0%和51.2%，特别是受疫情扰动较大的中、小型企业改善更加明显，环比分别提高了3.4和4.0个百分点，也是连续多月在荣枯线以下后回到了扩张区间。其中，小型企业PMI自2021年5月份以来首次升至扩张区间。

图 5：企业预期向好带动采购量上升

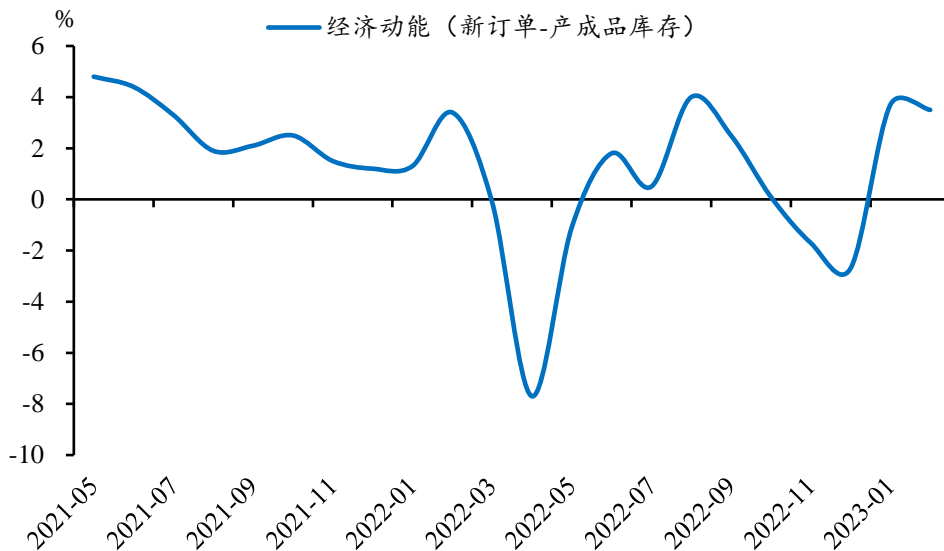


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：大中小企业重回景气区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：经济动能依旧较强


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、开年基建投资继续发力

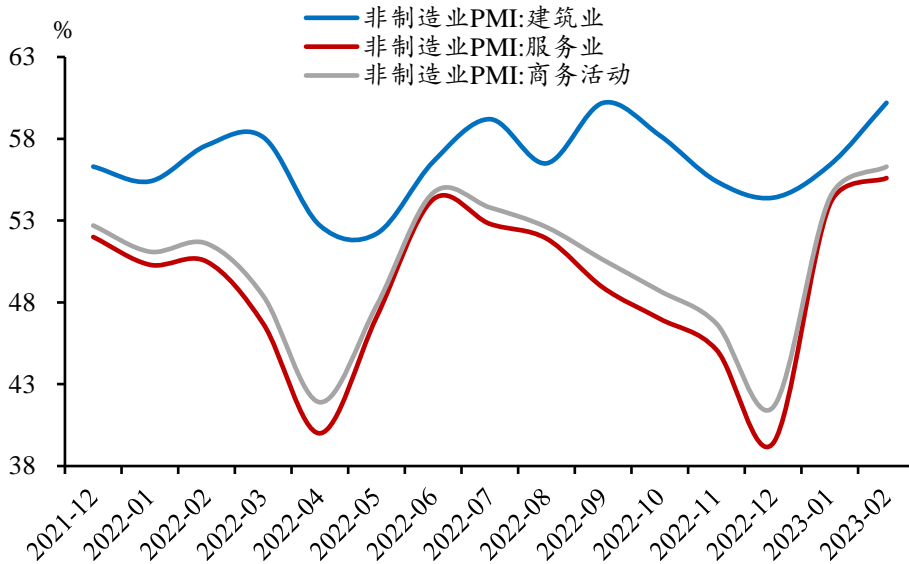
2月非制造业商务活动指数为56.3%，比1月上升1.9个百分点，是防疫措施优化后第二个月处于扩张区间。非制造业景气度疫后持续向好，服务业和建筑业受节后复工提振，景气持续上升。

建筑业高弹性修复接力服务业的强劲反弹，继续支撑非制造业上升。1月非制造业PMI的回升主要受服务业的强劲反弹拉动，而建筑业的升幅相对有限。到了2月，建筑业展现出高弹性修复，接力1月服务业的强劲反弹。2月服务业商务活动指数为55.6%，比1月小幅上升1.6个百分点；而2月建筑业商务活动指数录得60.2%，比1月上升3.8个百分点，来到高景气区间。2月景气度弹性较大的建筑业，补上服务业反弹幅度减缓的缺口，这也是非制造业能继续维持高景气度上升的原因。

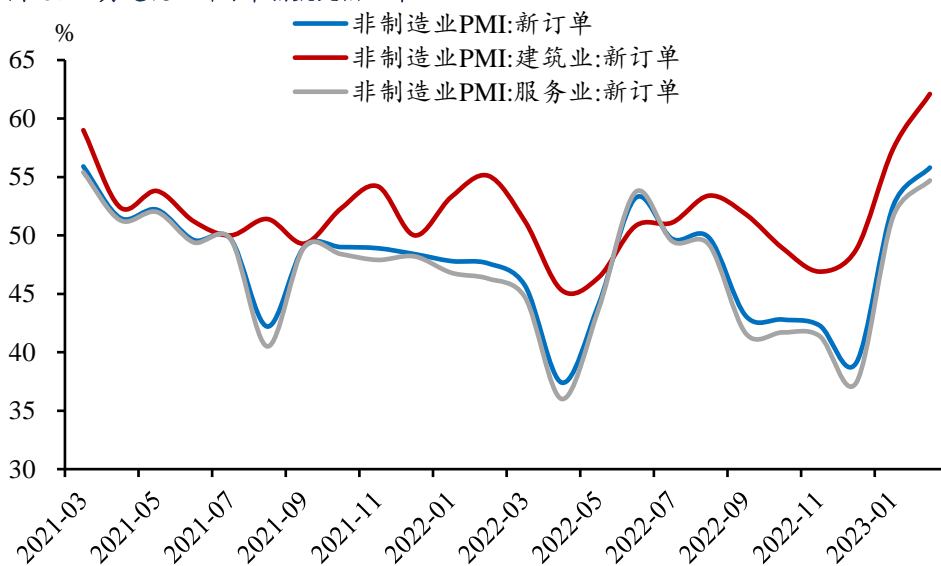
分项上看，非制造业需求和用工量均出现较大回暖。在非制造业分项指标中，非制造业新订单指数和从业人员指数上升幅度较大，分别比1月上升3.3和3.5个百分点，分别上升到55.8%和50.2%，体现出非制造业需求和用工量双双回暖的趋势。受到需求复苏的影响，非制造业销售价格指数上升2.5个百分点，自2022年4月以来首次回到扩张区间，而非制造业投入品价格指数小幅下降，这或将打开非制造业企业的盈利空间。

其一，春节后复商复市带动服务业继续向好。服务业景气度的进一步提升得益于春节后服务业全面恢复营业和服务业从业人员返岗。从行业情况看，道路运输、航空运输、邮政、住宿、租赁及商务服务等8个行业商务活动指数位于60.0%以上高位景气区间，相关行业市场活跃度较高，企业业务总量也明显上升。从分类指标看，春节后服务业复商复市推动用工量和需求上升，服务业从业人员指数和新订单指数分别比1月上升3.2和3.1个百分点到48.7%和55.8%。与此同时，服务业业务活动预期指数继续维持在高景气区间，体现出服务业企业对市场恢复发展预期持续向好。

其二，开年基建投资继续发力，建筑业再维持高景气。2月建筑业景气度的攀升主要得益于2月各地工程项目集中开复工以及房地产等相关行业的边际回暖。2月建筑业新订单指数升至62.1%，自2011年8月以来首次回到高景气区间。在建筑业企业复工后施工进度加快，用工量显著上升，建筑业从业人员指数也大幅上升至58.6%。从高频数据来看，全国水泥发运率和石油沥青装置开工率有所回升，2月基建投资保持着较高的活跃度，背后或和今年专项债前置发行有关。2月份百城首套房贷利率明显回调，103个重点城市中共23个城市下调了首套房贷款利率。在低贷款利率等政策的刺激下，多地房屋销售回暖，地产销售压力边际改善，这也利于提振建筑业景气度。

图 8：建筑业 PMI 涨幅较大


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：2 月建筑业新订单指数大幅上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、经济修复可期，继续看好今年 A 股修复态势

2023 年是经济触底复苏的重要一年，在开年的 1-2 月，经济景气度回暖已经印证了经济复苏的大势，也表现经济修复动力正逐步转强。但在市场反应上，股市和债市的反应表现略有差异。

债市对大超预期的 PMI 数据反应平淡。在 PMI 数据大超预期后，债市的反应较为平淡。可能是因为债市已经提前反映了“经济强修复”的逻辑，也就是去年年末债券收益率已经提前反映了对于今年经济回升的预期。因此在 2 月 PMI 指数大超市场预期后，对债市的扰动就比较有限。

经济修复可期，继续看好 A 股修复态势。与债市的平淡反应不同，在制造业景气度超预期反弹、非制造业也继续维持在扩张区间后，股市迎来 3 月“开门红”。今年年初，国内经济经历了一轮全面且较强的景气度修复，超预期的 PMI 拉开了经济复苏的序幕，我们认为当下经济复苏已经启动。当前经济动能仍较强，后续经济或仍在逐步修复的道路上，我们继续看好今年 A 股的修复态势。

风险因素

美联储加息步伐超预期，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。