

## 环比继续修复

——宏观经济研究周报

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

2023年3月5日

2月PMI52.6，自1月站上荣枯线后继续环比提升。与历史相比2023年2月PMI反弹力度也显著大于春节位于1月的年份，经济修复的动力较强，一方面是因为PMI此前长期处于收缩区间，经济下探幅度较大，另一方面是因为海外衰退的预期目前并未证实。但我们认为美国经济在高息压力下仍有衰退风险，且PMI连续环比修复后基数将逐步走高，未来经济增长或存在压力较大的时段。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

## 制造业 PMI

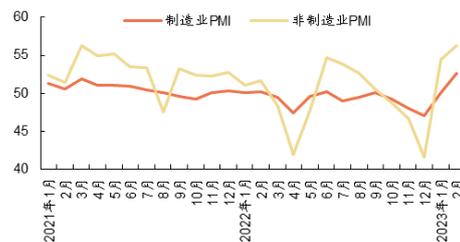
- ◆ **强势回升超越历史均值。**2023年2月制造业PMI52.6，前值50.1，自2022年12月反弹至荣枯线之上。1月受春节影响PMI小幅高于荣枯线，低于历史1月均值0.5，2月PMI则强势走高，突破了2月PMI较低的季节性趋势，高于历史均值3.2，传递了制造业的复苏信号。
- ◆ **PMI排名历史首位，反弹幅度超出春节影响。**2023年2月PMI在近14年中排名首位，为历年2月中最高。2009年至今共有6年春节位于1月，相应2月PMI提升幅度均不及今年，春节基数效应带来的影响或可排除。
- ◆ **新订单、出口新订单指数为近两年来最高。**2月新订单PMI54.1，前值50.9，新订单规模环比显著修复。与历史相比，新订单PMI在近14年中排名第2位，仅低于2011年，维持1月环比修复的势头。新出口订单PMI52.4，为近14年中最高。在《超季节性收缩》中，我们判断未来高息环境对海外需求的挤压或将导致新出口订单指数持续低于荣枯线，但美国1月非农就业数据大超预期，说明高息压力传导至美国需求端仍需时间，预计未来出口仍将面临一段下行时期。
- ◆ **在手订单持续消耗。**2月在手订单PMI49.3，在近14年中排名第2位，仅次于2012年，前值44.5。在新订单连续两月环比增长的前提下，在手订单的继续下降或指示企业生产逐渐提速。
- ◆ **产成品库存环比小幅增长。**产成品库存PMI50.6，在近14年中排名首位，前值47.2，自2022年4月以来，制造业产成品库存水平连续下降，2月库存首次环比增长传递企业预期修复的信号。在经历了8个月的“主动去库存”后，1月PMI表现的“新订单规模环比提升+库存水平下降”或对应企业“被动去库存”阶段。由于单月数据波动较大，我们认为2月PMI表现的“新订单规模环比提升+库存水平环比提升”尚不足以支持“企业着手主动补库存”的推断，在库存上行趋势进一步确认后再下结论将更为合理。
- ◆ **企业生产环比提速，原材料PMI接近荣枯线。**2月生产PMI56.7，在近14年中排名首位，前值49.8，环比实现较大提升。未来在新订单环比快速增长的推动下，企业生产积极性有望得到进一步提升。2月原材料库存PMI49.8，较前值49.6小幅修复，但仍处于收缩区间。
- ◆ **需求修复的作用下出厂价格和原材料价格同步上涨。**2月出厂价格PMI51.2，较前值48.7实现显著提升。在需求修复的带动下，企业产品价格出现回升，而伴随需求的向上传导，原材料价格也出现环比上涨。12月原材料价格PMI54.4，前值52.2，预计未来价格仍有上行动力。

## 非制造业 PMI

- ◆ **非制造业景气度环比显著改善，行业同步修复。**2月非制造业PMI56.3，在近14年中排名第4位，前值54.4。从趋势上来看，2023年1月非制造业PMI结束连续6个月的下降趋势，站上荣枯线，2月行业景气度进一步提升。从行业来看，建筑业PMI延续了在去年不利环境中的强劲势头；服务业PMI变动趋势与非制造业基本一直，2月55.6，较前值54继续向上修复。
- ◆ **新订单PMI高于历史同期。**2月建筑业新订单PMI62.1，前值57.4，大幅高于历史平均水平，环比反弹力度在2009年以来居于首位。2月服务业新订单PMI54.7，在2013年以来排名首位，前值51.6，经营压力得到有效缓解。

**风险提示：**美国经济软着陆、海外需求超预期强劲、稳增长政策作用超预期、居民需求改善幅度超预期。

## 制造业和非制造业 PMI



资料来源：wind，申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《整体较弱但仍有结构亮点——宏观经济研究周报》2023-1-15
- 2、《出口继续承压——宏观经济研究周报》2023-1-29
- 3、《不作过分“鹰派”判断——宏观经济研究周报》2023-2-5
- 4、《复苏尚需更多证据——宏观经济研究周报》2023-2-12
- 5、《结构重于总量——宏观经济研究周报》2023-2-19
- 6、《供需均有上行动力——宏观经济研究周报》2023-2-28

## 内容目录

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| <b>1. 制造业 PMI</b> .....  | <b>3</b> |
| 1.1 综合指数.....            | 3        |
| 1.2 需求端.....             | 3        |
| 1.3 生产端.....             | 4        |
| <b>2. 非制造业 PMI</b> ..... | <b>5</b> |
| <b>3. 风险提示</b> .....     | <b>6</b> |

## 图表目录

|   |          |
|---|----------|
| <b>图 1: 2021-23 年 2 月各月 PMI</b> .....             | <b>3</b> |
| <b>图 2: 2022 年 3 月-23 年 2 月各月 PMI 及历史均值</b> ..... | <b>3</b> |
| <b>图 3: 2021-23 年各月新订单 PMI</b> .....              | <b>3</b> |
| <b>图 4: 2021-23 年各月新出口订单 PMI</b> .....            | <b>3</b> |
| <b>图 5: 2021-23 年 2 月各月在手订单 PMI</b> .....         | <b>4</b> |
| <b>图 6: 2021-23 年 2 月各月产成品库存 PMI</b> .....        | <b>4</b> |
| <b>图 7: 2022 年 3 月-23 年 2 月各月 PMI 及历史均值</b> ..... | <b>4</b> |
| <b>图 8: 2021 年-23 年 2 月各月原材料库存 PMI</b> .....      | <b>4</b> |
| <b>图 9: 2016-23 年各年 2 月出厂价格 PMI</b> .....         | <b>5</b> |
| <b>图 10: 2022-23 年 2 月各月出厂价格和原材料价格 PMI</b> .....  | <b>5</b> |
| <b>图 11: 2022-23 年 2 月各月非制造业 PMI</b> .....        | <b>5</b> |
| <b>图 12: 2009-23 年各年 2 月非制造业 PMI</b> .....        | <b>5</b> |
| <b>图 13: 2009-23 年各年 2 月建筑业新订单 PMI</b> .....      | <b>6</b> |
| <b>图 14: 2013-23 年各年 2 月服务业新订单 PMI</b> .....      | <b>6</b> |

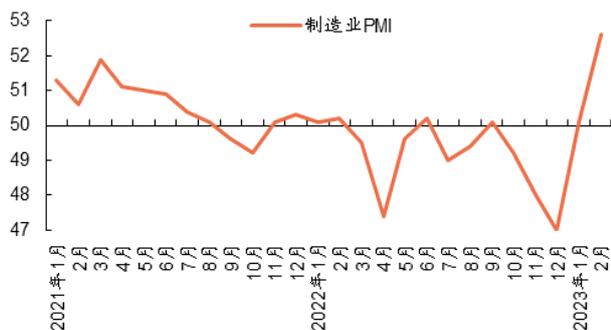
## 1. 制造业 PMI

### 1.1 综合指数

**强势回升超越历史均值。**2023年2月制造业PMI 52.6，前值50.1（图1），自2022年12月反弹至荣枯线之上。根据历史数据，年内PMI走势有比较强的季节性，春秋季气候适宜，普遍为PMI高峰，而年末、春节多为年内低谷（图2）。1月受春节影响PMI小幅高于荣枯线，低于历史1月均值0.5，2月PMI则强势走高，突破了2月PMI较低的季节性趋势，高于历史均值3.2，传递了制造业的复苏信号。

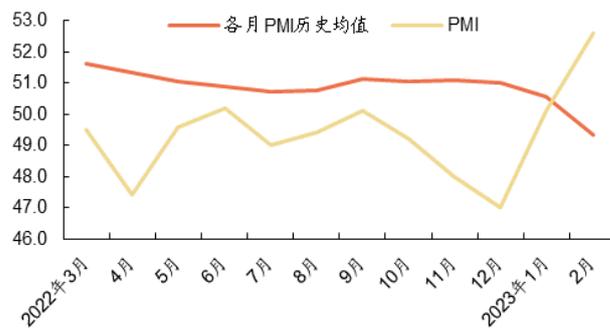
**PMI 排名历史首位，反弹幅度超出春节影响。**2023年2月PMI在近14年中排名首位，为历年2月中最高。2009年至今共有6年春节位于1月，相应2月PMI提升幅度均不及今年，春节基数效应带来的影响或可排除。同时与过去一年的各月相比2月PMI也为年内最高值。2022年末各项稳增长政策的传导已初见成效，预计未来各项经济指标均将出现显著修复。

图1：2021-23年2月各月PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2022年3月-23年2月各月PMI及历史均值



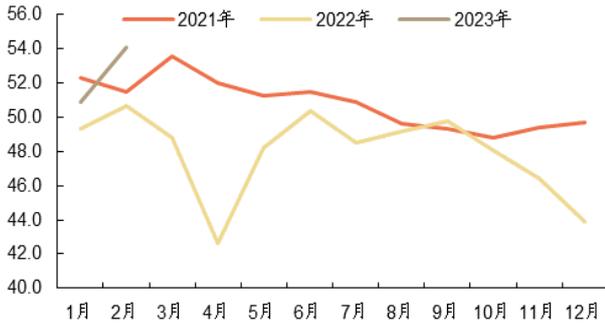
说明：2022年各月历史均值采用2009-2021年数据计算，2023年各月历史均值采用2009-2022年数据计算。资料来源：Wind，申港证券研究所

### 1.2 需求端

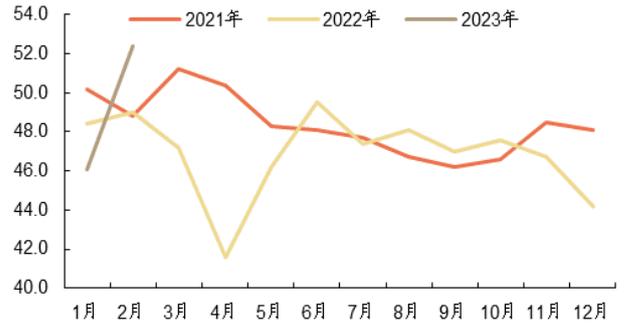
**新订单、出口新订单指数为近两年来最高。**2月新订单PMI 54.1，前值50.9，新订单规模环比显著修复（图3）。与历史相比，新订单PMI在近14年中排名第2位，仅低于2011年，维持1月环比修复的势头。新出口订单PMI 52.4，为近14年中最高（图4）。在《超季节性收缩》中，我们判断未来高息环境对海外需求的挤压或将导致新出口订单指数持续低于荣枯线，但美国1月非农就业数据大超预期，说明高息压力传导至美国需求端仍需时间，预计未来我国出口仍将面临一段下行时期。

图3：2021-23年各月新订单PMI

图4：2021-23年各月新出口订单PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

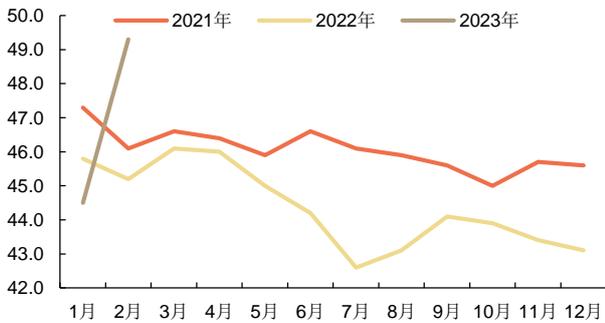


资料来源: Wind, 申港证券研究所

**在手订单持续消耗。**2月在手订单 PMI49.3, 在近 14 年中排名第 2 位, 仅次于 2012 年, 前值 44.5 (图 5)。在手订单规模环比继续收缩, 但指数自 2022 年末以来逐步提升, 已逼近荣枯线。在新订单连续两月环比增长的前提下, 在手订单的继续下降或指示企业生产逐渐提速。

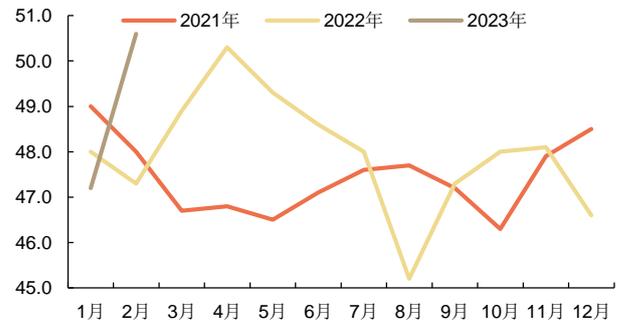
**产成品库存环比小幅增长。**产成品库存 PMI50.6, 在近 14 年中排名首位, 前值 47.2 (图 6), 自 2022 年 4 月以来, 制造业产成品库存水平连续下降, 2 月库存首次环比增长传递企业预期修复的信号。在经历了 8 个月的“主动去库存”后, 1 月 PMI 表现的“新订单规模环比提升+库存水平下降”或对应企业“被动去库存”阶段。由于单月数据波动较大, 我们认为 2 月 PMI 表现的“新订单规模环比提升+库存水平环比提升”尚不足以支持“企业着手主动补库存”的结论, 在库存上行趋势进一步确认后, 再下结论将更为合理。

图5: 2021-23 年 2 月各月在手订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: 2021-23 年 2 月各月产成品库存 PMI



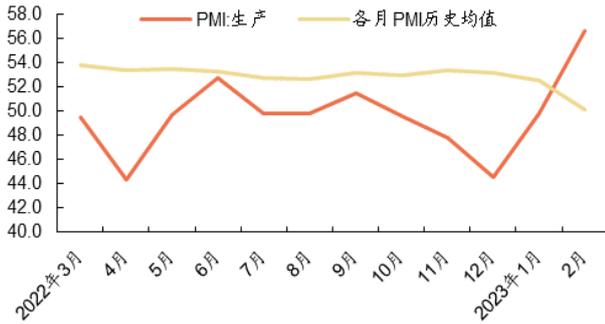
资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 1.3 生产端

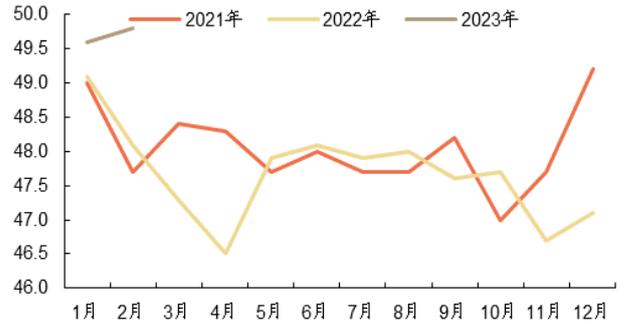
**企业生产环比提速, 原材料 PMI 接近荣枯线。**2月生产 PMI56.7, 在近 14 年中排名首位, 前值 49.8, 环比实现较大提升 (图 7)。未来在新订单环比快速增长的推动下, 企业生产积极性有望得到进一步提升。2月原材料库存 PMI49.8, 较前值 49.6 小幅修复, 但仍处于收缩区间 (图 8)。

图7: 2022 年 3 月-23 年 2 月各月 PMI 及历史均值

图8: 2021 年-23 年 2 月各月原材料库存 PMI



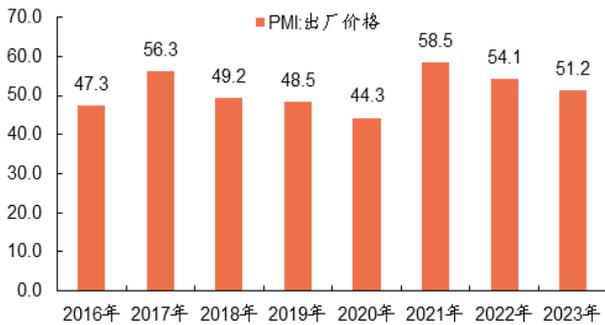
说明：2022年各月历史均值采用2009-2021年数据计算，2023年各月历史均值采用2009-2022年数据计算。资料来源：Wind，申港证券研究所



资料来源：Wind，申港证券研究所

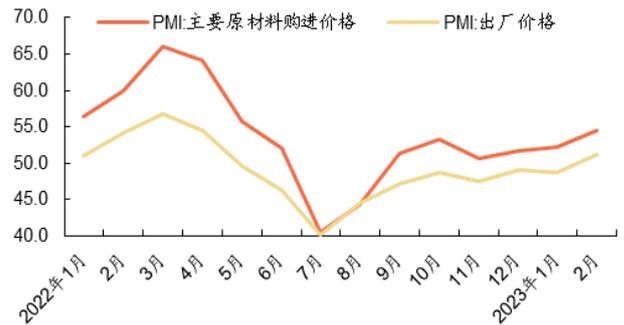
需求修复的作用下出厂价格和原材料价格同步上涨。2月出厂价格 PMI51.2，较前值 48.7 实现显著提升（图 9）。在需求修复的带动下，企业产品价格出现回升，而伴随需求的向上传导，原材料价格也出现环比上涨。12月原材料价格 PMI54.4，前值 52.2，预计未来价格仍有上行动力。

图9：2016-23年各年2月出厂价格 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：2022-23年2月各月出厂价格和原材料价格 PMI



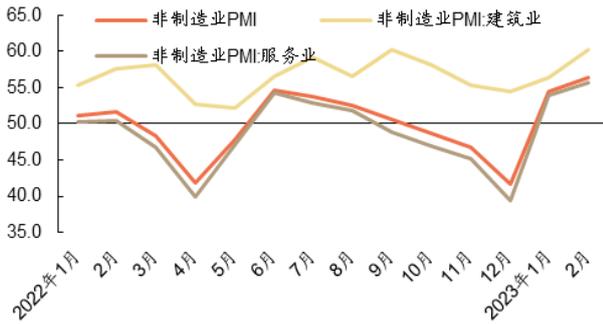
资料来源：Wind，申港证券研究所

## 2. 非制造业 PMI

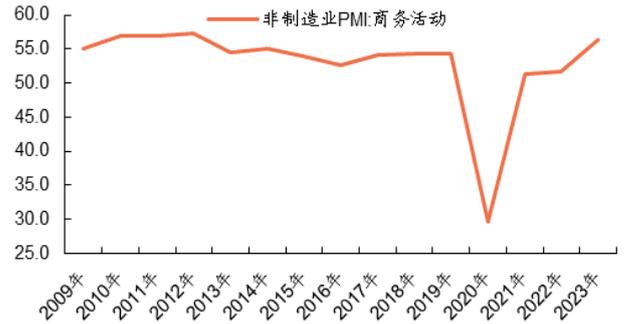
非制造业景气度环比显著改善，行业同步修复。2月非制造业 PMI56.3，在近 14 年中排名第 4 位，前值 54.4（图 11，图 12）。从趋势上来看，2023 年 1 月非制造业 PMI 结束连续 6 个月的下降趋势，站上荣枯线，2 月行业景气度进一步提升。从行业来看，建筑业 PMI 延续了在去年不利环境中的强劲势头，在 2 月冲上 60；服务业 PMI 变动趋势与非制造业基本一直，2 月 55.6，较前值 54 继续向上修复。

图11：2022-23年2月各月非制造业 PMI

图12：2009-23年各年2月非制造业 PMI



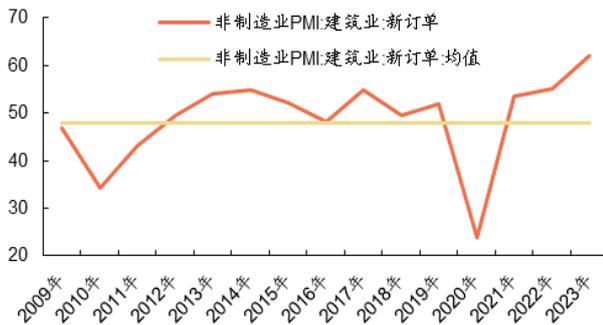
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

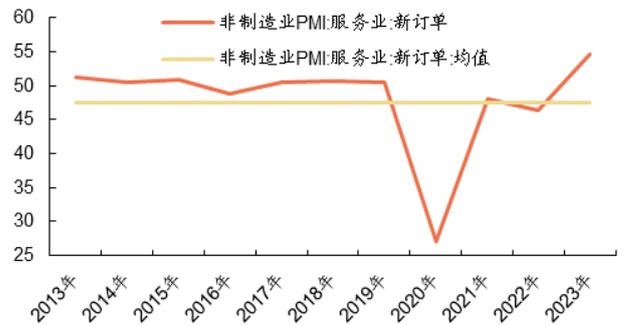
**新订单 PMI 高于历史同期。**2月建筑业新订单 PMI62.1, 前值 57.4, 大幅高于历史平均水平 (图 13), 环比反弹力度在 2009 年以来居于首位。2月服务业新订单 PMI54.7, 在 2013 年以来排名首位, 前值 51.6, 经营压力得到有效缓解 (图 14)。

图13: 2009-23 年各年 2 月建筑业新订单 PMI



说明: 均值采用 2009-2022 年各 2 月数据计算。资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 2013-23 年各年 2 月服务业新订单 PMI



说明: 均值采用 2013-2022 年各 2 月数据计算。资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3. 风险提示

美国经济软着陆、海外需求超预期强劲、稳增长政策作用超预期、居民需求改善幅度超预期。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上       |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上      |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间   |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |