

## PMI季节性下行，政策宽松带动内需小幅回升

### 基本结论

**数据：**2月官方制造业PMI录得49.2（前值49.5），非制造业PMI录得54.3（前值54.7），综合PMI产出指数录得52.4（前值53.2）

**1、2月制造业PMI因春节因素小幅下行。受春节停工影响，生产有所下滑，但需求偏好，带动价格回升。**

（1）供需角度看，生产低于上月（-1.4至49.5），新订单指数上行（+1.0至50.6），表明制造业生产有所回落，但需求有所回升。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内下行（-1.8至46.3），产成品库存在收缩区内下行（-0.7至46.4），采购量下行（-0.8至48.3）。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数重回扩张区间（+5.6至51.9），出厂价格指数在收缩区间内上升（+4.0至48.5）。

（4）进出口看，进口收缩区内下行（-2.3至44.8），出口在收缩区间内下行（-1.7至45.2）。

（5）企业规模上看，大型企业上行（+0.2至51.5），中型企业收缩区间内下行（-0.3至46.9），小型企业收缩区内下行（-2.0至45.3）。

（6）未来看，生产经营活动预期指数上升，表明当前市场信心有所恢复。

**2、2月非制造业商务活动下行，主要受到春节因素影响，其中服务业商业活动和建筑业均有所下行。**从行业情况看，铁路运输、航空运输、电信、银行和租赁及商务服务等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间，表明这些行业依然在明显增长。不过，房地产和居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点，行业景气度偏弱。受春节因素影响，建筑工人集中返乡，建筑业景气度下行。

**3、春节效应导致经济景气度下行，政策刺激效果开始部分显现。春节效应导致经济景气度下行，生产有所下滑。**2月制造业和非制造业PMI均有所下行。

从历年数据来看，春节所在月份PMI大部分会下行。受春节效应影响更大的是生产。春节期间，工人返乡，大部分企业处于停工状态。与此相印证的是，2月综合PMI产出指数52.4，比1月下行0.8，其中制造业生产PMI下行更多。

**宽信用政策效果开始部分显现，内需有所回升。**为稳定经济增长，宽信用政策陆续出台，1月新增信贷和社融明显上升，社融增速回升，宽信用政策效果初显。1月制造业和剔除房地产的服务业中长期贷款余额同比分别为11.1%和9.9%，均比去年有所回升，表明资金加速流入实体经济。2月新订单PMI回升1.0，而新出口订单PMI继续回落，表明在宽信用政策带动下，国内需求有所回升，对经济形成支撑作用。**外需继续下滑，经济依然偏弱，关注后续政策刺激效果。**2月新出口新订单降至2010年以来的最低水平，表明海外需求依然在持续走弱，对我国经济存在负向影响。虽然制造业和非制造业PMI下行存在季节性因素，但是从数值来看制造业PMI连续三个月处于收缩区间，表明当前经济依然偏弱。我们判断，后续仍将出台宽松政策以维持经济稳定，例如降低法定存款准备金率、降低MLF和OMO利率等政策利率等，需密切关注后续政策刺激效果。

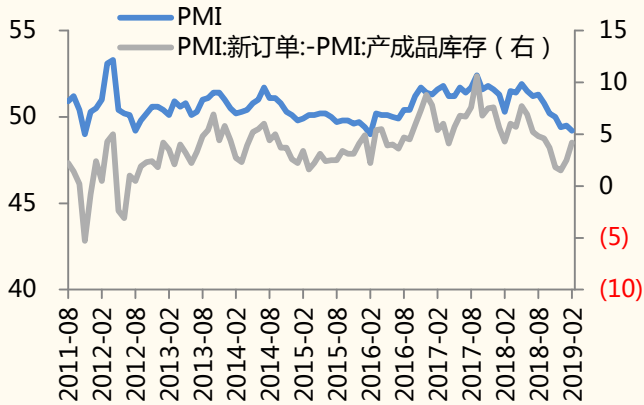
**风险提示：**1. 物价下滑，名义利率上升，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内部需求下降对经济产生负面影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

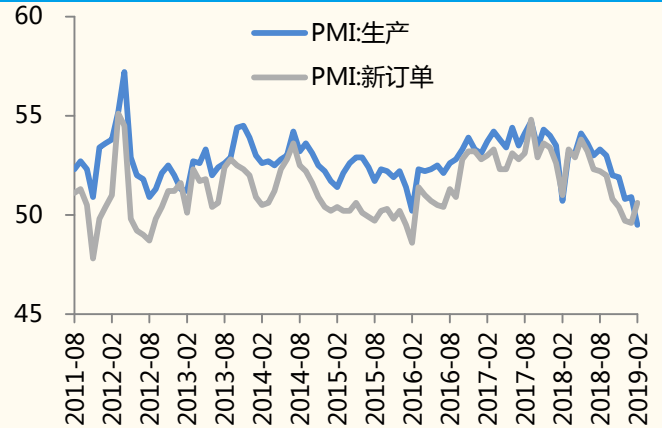
林玲 联系人  
linling1@gjzq.com.cn

图表 1：2月份制造业 PMI 下滑



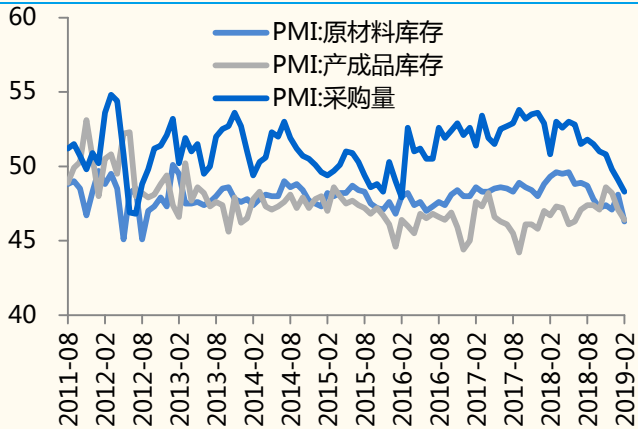
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业生产下行，而新订单回升



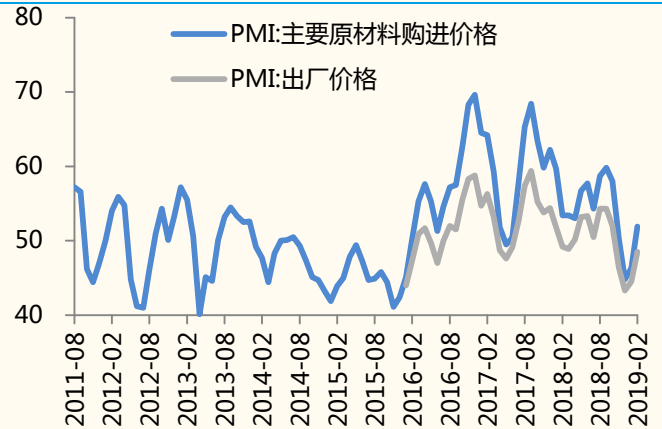
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：原材料库存、产成品库存、采购量均下行



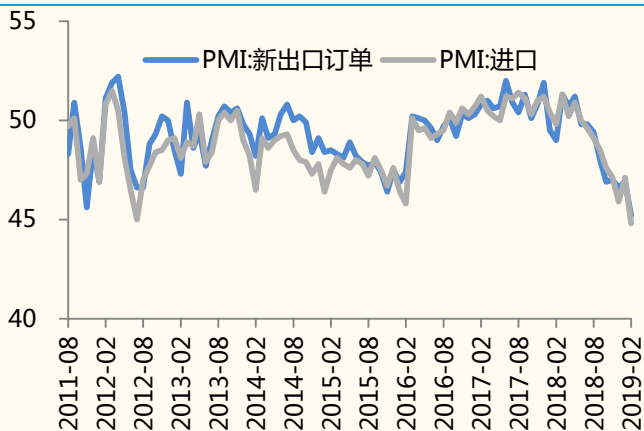
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要原材料和出厂价格继续回升



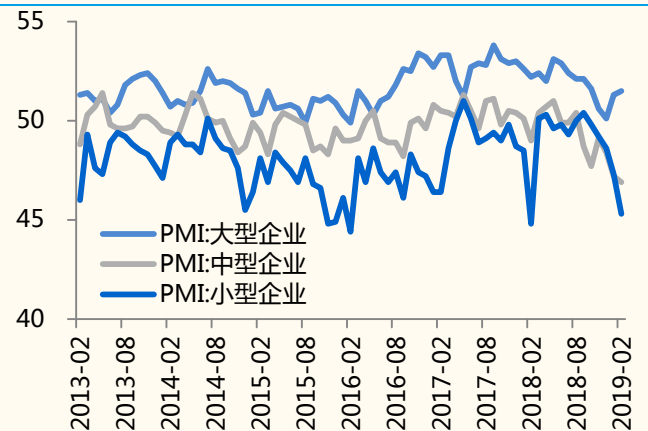
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 5：进口和出口均下行



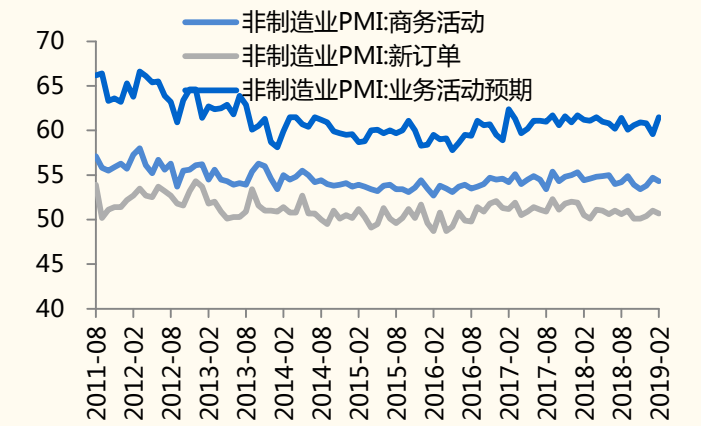
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：大企业景气度回升，中小企业景气度下降



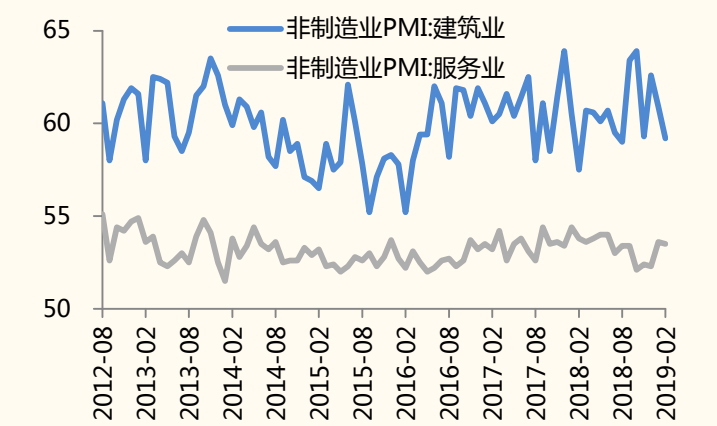
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：非制造业商务活动指数下行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业和服务业均下行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

**风险提示：**1. 物价下滑，名义利率上升，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内部需求下降对经济产生负面影响。

**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，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，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。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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**  
电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**  
电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**  
电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7GH

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_13984](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13984)

