

以史为鉴，2月 PMI 透露了什么信号？

2022年03月01日

■ 2022 年开年以来的信贷和 PMI 数据的表现均超市场预期，但似乎仍无法打消市场对于“稳增长”的疑虑。一方面，数据虽然整体上表现不错，但或多或少都存在结构性的问题，而且面临春节的噪音，例如 1 月信贷虽然超预期，但是短期融资占比偏高；又如 PMI 虽然整体向好，但原材料价格上涨带来的成本压力依旧让小企业“举步维艰”。另一方面，想要扭转 2021 年第三季度以来市场偏悲观情绪的惯性，确实需要更多的数据和政策的支持。

■ 我们认为 2022 年 2 月 PMI 基本确认了上半年经济动能回升的主线，当然针对部分结构性问题仍需要出台更多的政策来止住恶化的势头。不过对于下半年动能的可持续性我们保持谨慎。

■ 剔除春节的因素，2 月 PMI 表现依然较好。如图 2，通过对比制造业 PMI 环比变动和春节早晚的关系，可以看出 2022 年 2 月 PMI 的表现在过去 10 年中是偏强的（位于图中虚线的右上方），类似的年份还有 2012 年、2017 年和 2015 年。

■ 而年初 PMI 的动能往往是具备惯性的，尤其是在政策支持或外需稳健的情况下。如图 3，2012 年、2015 年和 2017 年年初 PMI 的稳健都至少持续至第一季度之后，其中 2012 年、2015 年与 2022 类似：2011 年和 2014 年底央行都进行了降准或降息的操作，并且地产政策都出现了较明显的松绑（图 5 和 6）。2017 的情况相对特殊，央行已经进入紧缩周期，PMI 的韧性主要来自于全球共振复苏下强劲的出口。而 2022 年初政策支持和出口稳健的条件都具备，我们预计 PMI 会继续加速，且会持续到第二季度。

■ 相较制造业 PMI，建筑业 PMI 的表现更加突出。未受春节和疫情的影响，2022 年 2 月建筑业 PMI 较 1 月继续明显上涨，其中土木工程建筑业活动指数比 1 月上涨了 8.9 个百分点，而新订单指数则达到近 5 年的同期最高值。这与国家“适度超前开展基础设施建设”的政策主张，以及各地方大量提前开工的情况是相符的。投资稳增长的政策效果正在逐步体现。

■ 结构上比较值得注意的问题还是小企业的困难和服务业的疲软。原材料成本居高不下、人民币汇率继续升值下，与大中型企业景气度回升形成对比，小企业的复工复产更加困难，其 PMI 继续刷新 2020 年疫情爆发之后的低位。服务业虽然较 1 月有所改善，但与往年春节月度相比，景气度明显偏低，这个我们从春节期间电影票房和旅游收入已经可以感受到。要缓解这两个结构性问题，货币政策保持宽松、发挥结构性工具的作用、继续支持中小企业仍是重要举措；而服务业的改善依旧有赖于国内防疫政策的调整，这个我们在之前的报告里屡有提及。

■ 不过从历史上看，在地产缺位、基建空间受限的情况下，PMI 下半年大概率放缓。我们复盘了 2008 年以来四次信贷企稳，PMI 复苏的情况（见表 1），可以发现当基建和地产双双明显反弹的情况下，PMI 会快速企稳、加速复苏，如 2008 年和 2012 年；而当基建或地产其中一个“引擎”熄火，PMI 的反弹或者缓慢，如 2015 年至 2016 年，或者复苏幅度有限、PMI 陷入震荡，如 2019 年。2022 年与 2019 年相比，基建表现会更好（至少上半年），但是地产则会成为明显的拖累。此外，2019 年中美贸易摩擦反复，而 2022 年海外市场同样注定不太平。从这个角度看，2019 年对今年（2022 年）会更有参考意义。

■ 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行的效果不及预期

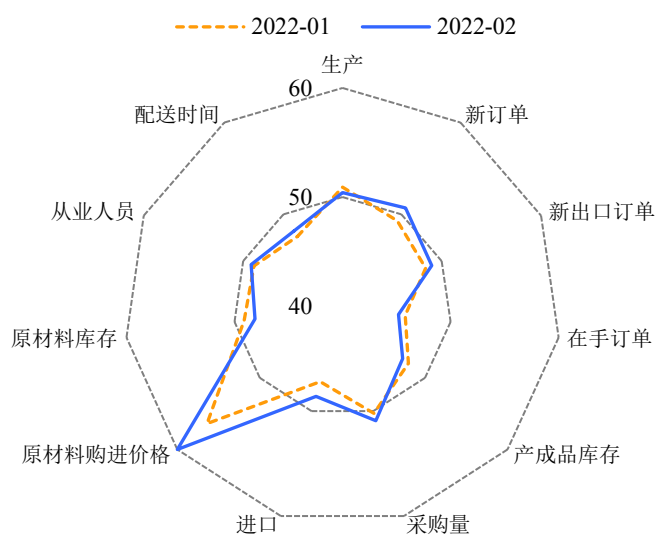
证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔

shaoh@dwzq.com.cn

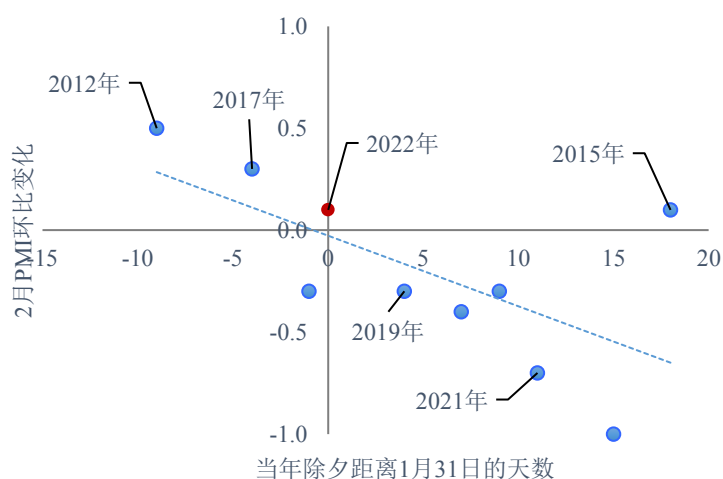
- 1、《宏观周报 20220227：两会前瞻：拐点将至？》2022-02-27
- 2、《宏观周报 20220227：ESG 与长期价值投资——解析海外养老金的评估指标》2022-02-27
- 3、《宏观周报 20220224：以史为鉴，原油站上 100 美元后如何演绎？》2022-02-24
- 4、《宏观周报 20220222：新趋势下的投资避险指南——ESG 系列研究开篇》2022-02-23
- 5、《宏观周报 20220220：黄金突破 1900 美元/盎司后还有多少上升空间？》2022-02-20

图 1：2022 年 2 月制造业 PMI 的基本情况



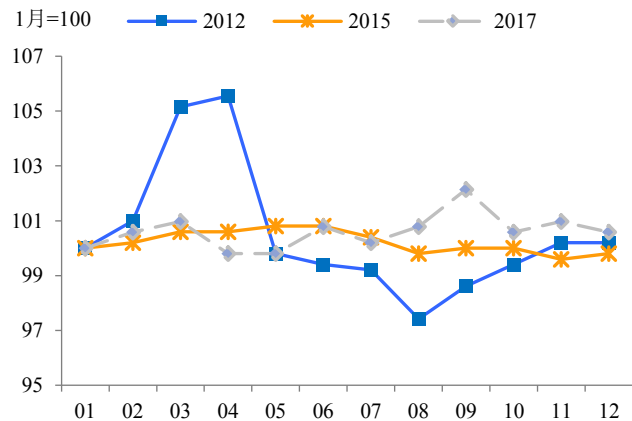
数据来源：Wind 东吴证券研究所

图 2：2 月制造业 PMI 的季节性



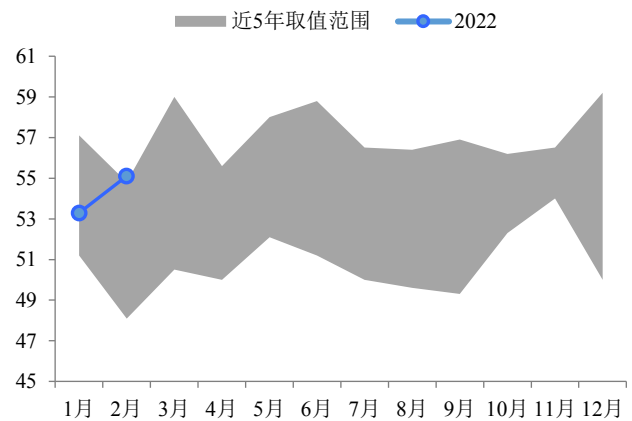
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：年初 PMI 的动能往往能够持续



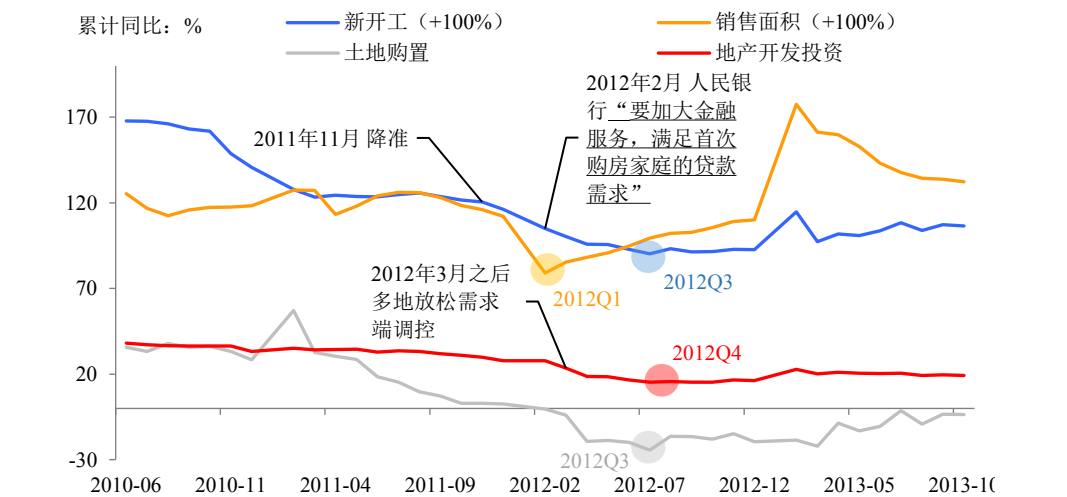
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：建筑业 PMI 新订单改善明显



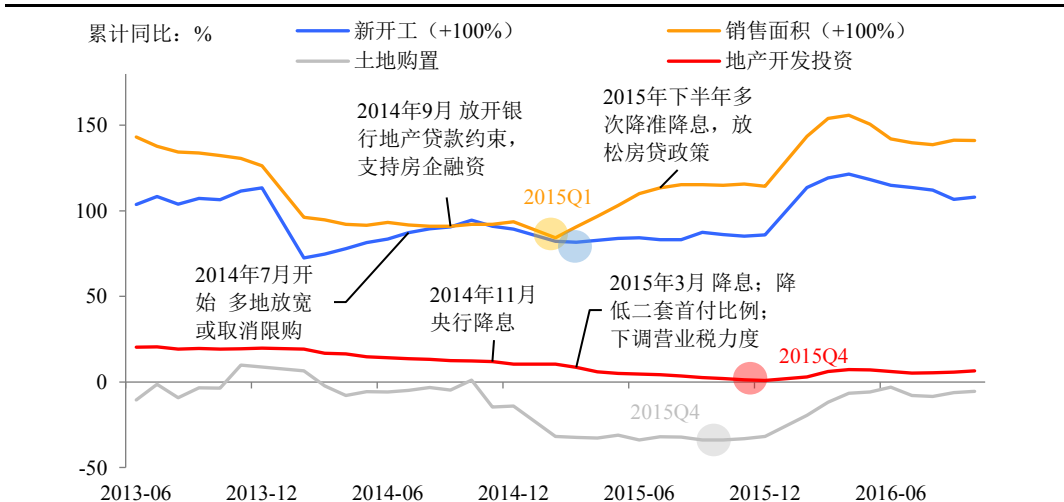
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：2012 年地产放松的情况



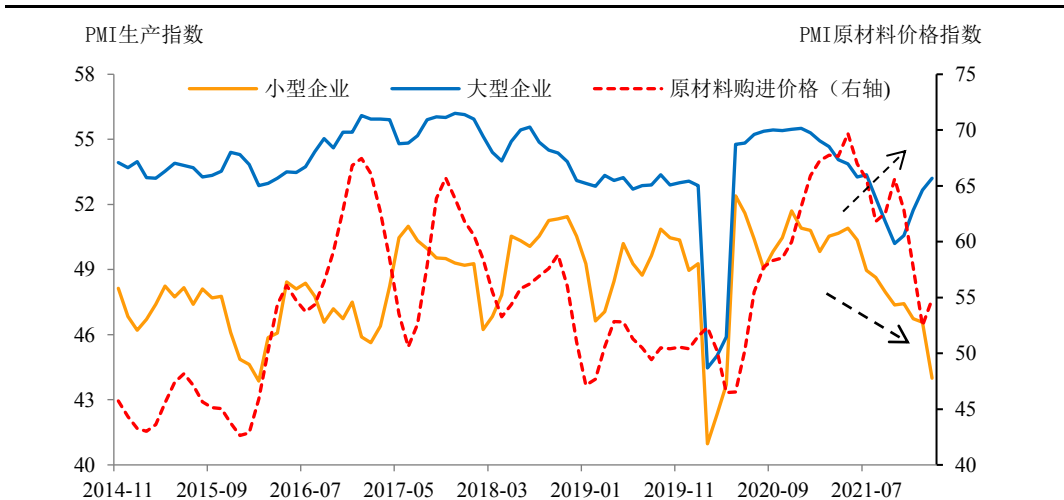
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6: 2015 年地产放松的情况



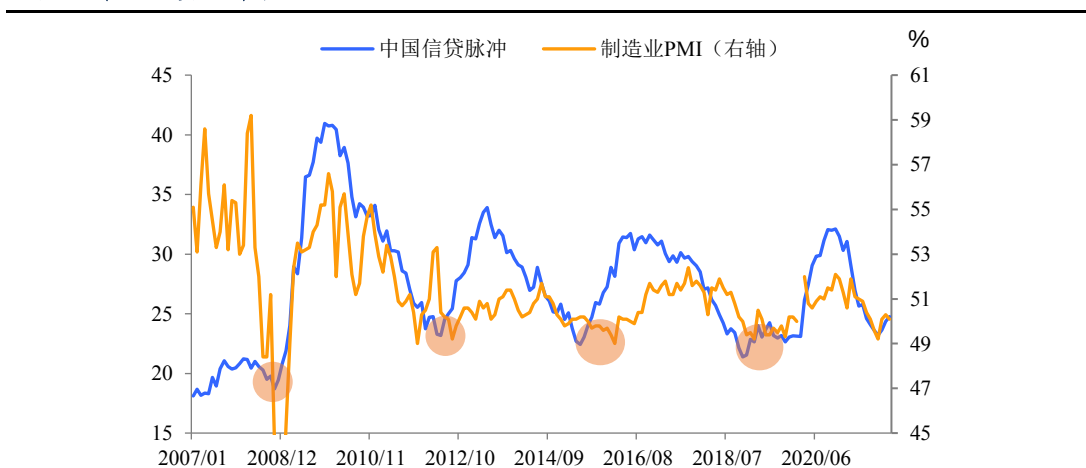
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7: 原材料成本压力下大型企业和小型企业出现明显分化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8: 中国信贷脉冲和制造业 PMI



数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

表 1: 2008 年以来 4 轮 PMI 复苏的情况总结

信贷脉冲低点	PMI 低点	滞后 (月)	宏观背景	基建 低点	地产销 售低点	地产投 资低点
2008 年 10 月	2008 年 11 月	1	金融危机以及大规模经济刺激	2008Q1	2008Q3	2009Q1
2012 年 5 月	2012 年 8 月	3	经济破 8; 十八大召开	2011Q4	2012Q1	2012Q2
2015 年 5 月	2016 年 2 月	9	“三期叠加”经济换挡; 美联储进入 紧缩周期; 大宗商品转熊	-	2015Q1	2015Q4
2018 年 11 月	2019 年 2 月	3	全球经济放缓; 中美贸易摩擦	2018Q3	2019Q2	-
2021 年 10 月			全球疫情; “三重” 逆风	2021Q3		

注:

1. 上表中的滞后指的是 P 数据来源: 东吴证券研究所 MI 低点相较信贷脉冲低点的滞后月数;
2. 基建、地产销售和地产投资的低点指的是当季同比增速的低点。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所整理

图 9: PMI 复苏过程中地产和基建的表现



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_38589

