

## 景气超预期改善，“经济底”在即

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50.2%、较上月回升0.1个百分点。

点评：

■ **制造业PMI超季节性回升，需求改善明显，生产也不弱、更多是季节性回落**

制造业PMI超季节性回升，主因新订单和就业改善驱动。2月，制造业PMI录得50.2%、高于市场平均预期的49.8%，较上月回升0.1个百分点、而以往同期环比多下降；新订单和从业人员改善，而生产、原材料库存、供应商配商配送时间均下降。分行业来看，有色冶炼、化纤、通专用设备、医药等行业景气改善。

新订单和新出口订单双双回升，部分中上游行业改善明显。2月，PMI新订单50.7%、时隔半年首次回到临界值上方，较上月回升1.4个百分点；新出口订单较上月回升0.6个百分点至49%。新订单的改善，部分缘于上游黑色链、有色链，及中游通用设备、专用设备、计算机通信，及下游纺织服装等景气回升。

制造业生产也不弱，指数回落更多是季节性变化。2月，PMI生产指数50.4%，较上月回落0.5个百分点、降幅与可比年份同期均值相当；一方面缘于春节假期干扰，另一方面也与冬奥会等影响下，部分上游行业限产等有关，中上游行业生产大多回落。原材料库存、产品成品库存回落，而采购量回升0.7个百分点。

■ **服务业和建筑业景气双双回升，稳增长“三步走”进行时，“经济底”在即**

不同企业景气分化，小型企业景气进一步下滑。2月，大型和中型企业PMI分别回升0.2和0.9个百分点，而小型企业PMI回落0.9个百分点至45.1%、再度刷新2020年3月以来新低。主要分项来看，大型和中型企业生产和新订单均回升；而小型企业生产和新订单继续回落，但新出口订单和经营活动预期改善。

服务业景气改善略超季节性，疫情反复的影响或趋于减弱。2月，非制造业PMI录得51.6%，较上月回升0.5个百分点；其中，服务业PMI指数50.5%，较上月回升0.2个百分点、略好于近年来可比年份同期，新订单回落、但活动预期改善，疫情反复的影响或趋于减弱，2022年春运旅客发送量同比增长约20%。

建筑业新订单和业务活动预期继续回升，指向稳增长发力进行时。2月，建筑业PMI录得57.6%，较上月回升2.2个百分点、连续2个月回升；其中，建筑业新订单和业务活动预期指数，分别较上月回升1.8和1.6个百分点，或与稳增长加码下，建筑业活动增多有关。稳增长“三步走”进行时，已从第一步，货币宽松加码、政府融资增多，逐步过渡到第二步，项目开施工加快、带动实体需求改善。

重申观点：“政策底”夯实，稳增长三步走进行时，“经济底”或出现在1季度前后，2022年经济或逐步回归“新稳态”、合理增速区间或在5%-5.5%。对大类资产而言，“宽货币”向“宽信用”转变的阶段，利率债的利空因素将逐步显现、但并非一个“大熊市”；“动能切换”仍在加快的背景下，股票市场并不悲观。

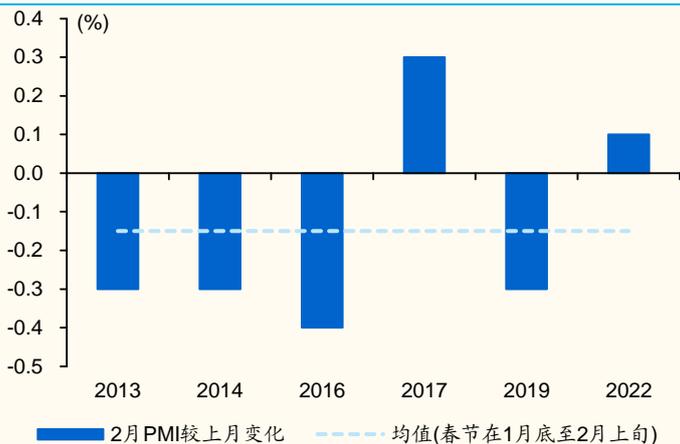
风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

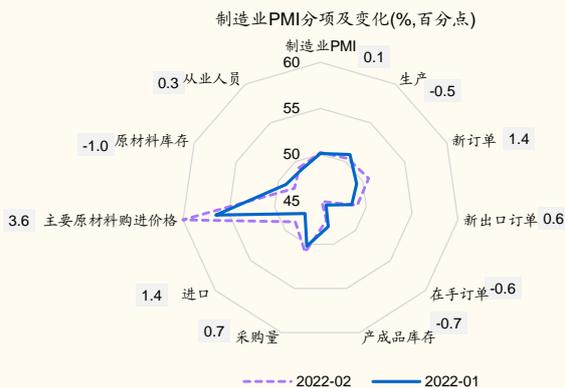
马洁莹 联系人  
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 2月, 制造业 PMI 超季节性回升



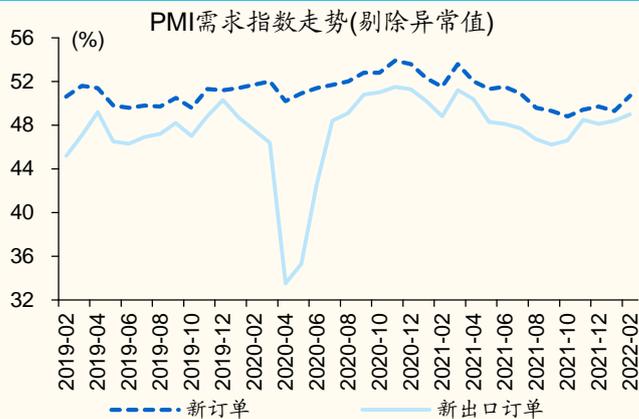
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 2月, 制造业 PMI 新订单回升、生产回落



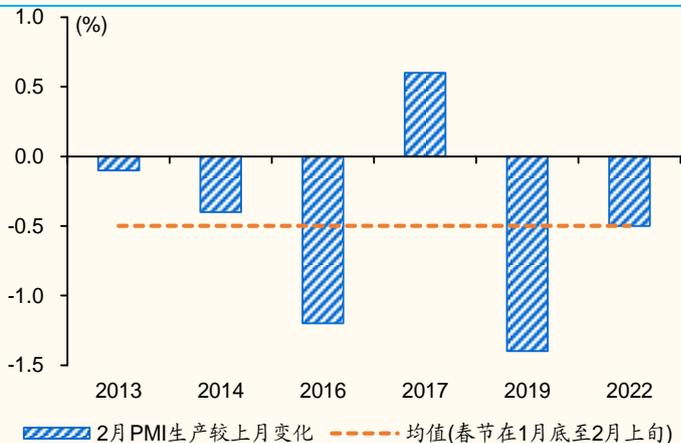
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 2月, 新订单、新出口订单双双回升



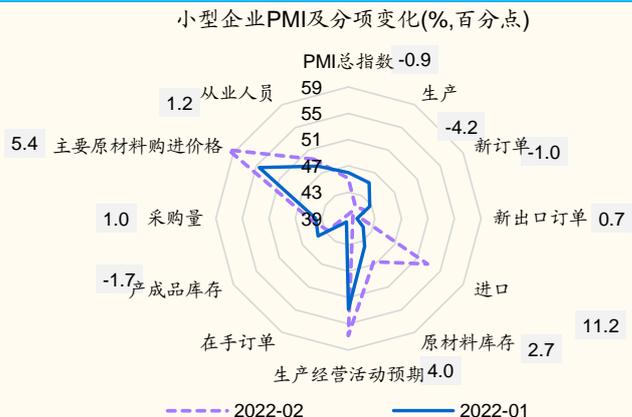
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 2月, PMI 生产有所回落, 属于季节性变化



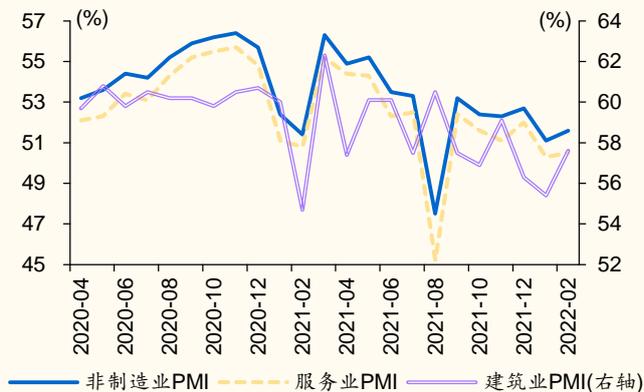
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 2月, 小型企业生产回落, 新出口订单改善



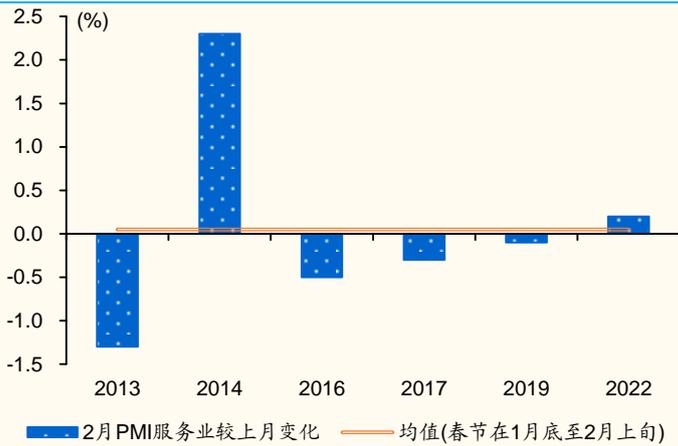
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 2月, 非制造业 PMI 回升



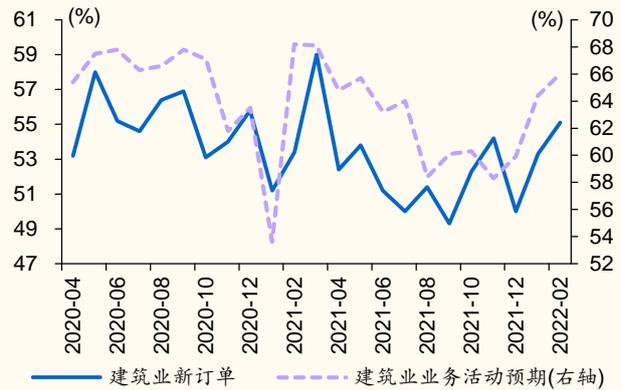
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 2月, PMI服务业超季节性回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 2月, 建筑业新订单和活动预期继续回升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产经营活动等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下消费等抑制加强; 海外疫情反复, 导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续, 出口替代衰减慢。

**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，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: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402

**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\\_38934](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38934)

