

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执业编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-81152692

杨亚仙

研究助理

yangyaxian@sczq.com.cn

电话：86-10-81152627

相关研究

- 俄乌大战之后，股市如何抄底？
- 稳增长逐步落地，预期有所改善
- 1月物价数据点评：疫情冲击，物价仍弱

- 2022年2月制造业PMI录得50.20%，显著好于市场预期49.8%，且较前值50.10%小幅回升0.1个百分点。非制造业PMI录得51.6%，同样显著高于市场预期值50.7%，环比回升0.5个百分点。
- 本月PMI数据呈现两大亮点和两大隐忧。亮点一，多个证据显示经济动能正在修复；亮点二，非制造业PMI大幅回暖。两大隐忧是原材料价格持续高企压缩企业盈利空间、小企业长期面临的困境未得到明显改善。
- 首先是经济动能修复的证据。从分项来看，供需两端均不弱。供给方面，春节叠加冬奥停工停产的影响下，生产有所回落，但环比回落幅度小于季节性水平；需求大幅走高，在连续6个月的收缩之后，重返景气区间，环比修复程度也大超季节性。同时，产成品库存指数回落，新订单指数-产成品库存指数大幅走高，企业被动去库。另外，生产经营活动预期指数自去年10月份见底以来连续4个月回升，为近一年以来的最高值。
- 两点结构性隐忧：首先，2月原材料购进价格指数和出厂价格指数继续上升，且前者上行幅度更大。国际政治因素推动大宗商品价格继续上涨，中下游制造业企业盈利空间受到挤占，压力仍大。其次，小企业制造业PMI连续10个月位于荣枯线下方，且近三个月加快收缩速度，创疫情以来最低值，与大中型企业分化相当严重。小企业的恢复仍然任重道远。
- 另一个亮点：非制造业PMI的大幅走强。建筑业PMI反弹明显，反映了稳增长和适度超前开展基础设施建设投资正显示一定的成效。两会召开在即，稳增长仍然是主基调，短期之内，基建仍会起到一定的提振作用，但后续的持续性有待观察。服务业PMI环比小幅回升，略高于同期平均水平，疫情和春节假日消费是扰动因素。2月服务业PMI表现相对强劲，对疫情正在进一步脱敏。建筑业和服务业的业务活动预期指数均大幅走高，企业对非制造业的需求恢复相对乐观。
- 数据公布后，当日收盘股强债弱，对数据有一定的反映。食品饮料和消费者服务板块大幅走强，黑色系明显上涨，建筑、建材、煤炭等板块涨幅也居前。从中期角度来看，港股机会更大，A股更多是结构性机会，低估值依然占优。随着稳增长落地，基建板块逢高出货，消费更具潜力；国债收益率可能在当前点位下有所回升，整体保持低位震荡。风险上看，疫情变化及美股大幅调整的风险值得关注。

风险提示：疫情超预期，稳增长政策落地不及预期，地缘政治风险升级

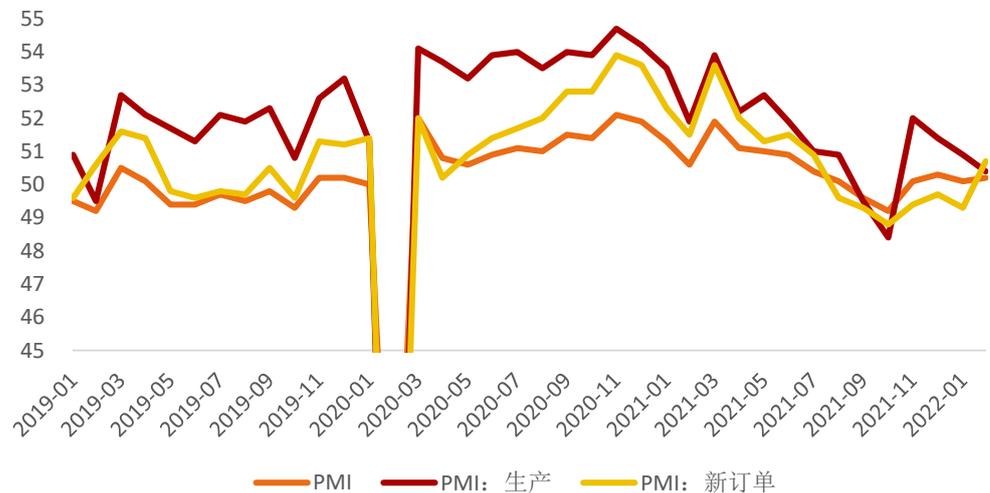
2022年2月制造业PMI录得50.20%，显著好于市场预期49.8%，且较前值50.10%小幅回升0.1个百分点。非制造业PMI录得51.6%，同样显著高于市场预期值50.7%，环比回升0.5个百分点。

本月PMI数据整体呈现两大亮点和两大隐忧。亮点一，多个证据显示经济动能正在修复；亮点二，非制造业PMI大幅回暖。两大隐忧包括原材料价格持续高企压缩企业盈利空间，以及小企业长期面临的困境仍未得到明显改善。

1 经济动能修复的几点证据

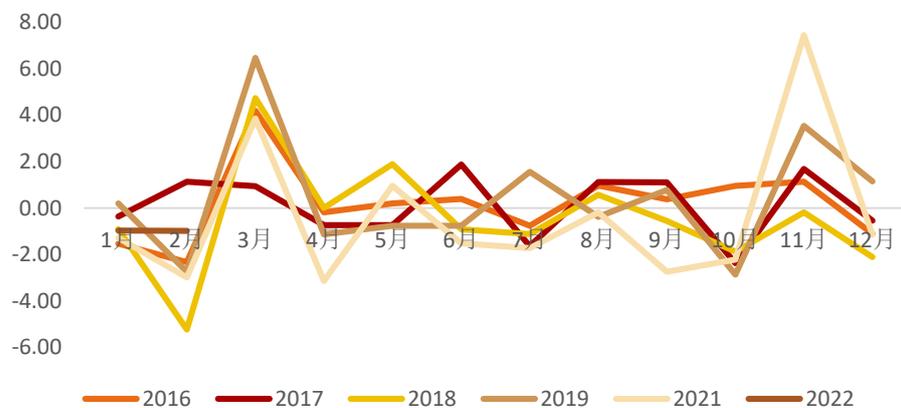
首先是经济动能修复的证据。从供需分项来看，供需两端均不弱。供给方面，春节叠加冬奥停工停产的影响下，生产有所回落，由前值50.90%下降至50.40%，但环比回落幅度小于季节性水平；需求大幅走高，新订单指数大幅上行1.4个百分点至50.70%，在经历了连续6个月的收缩之后，重返景气区间，环比修复程度也大超季节性。制造业供需双双改善，显示经济动能有所修复。

图1：制造业PMI上行，供需均不弱



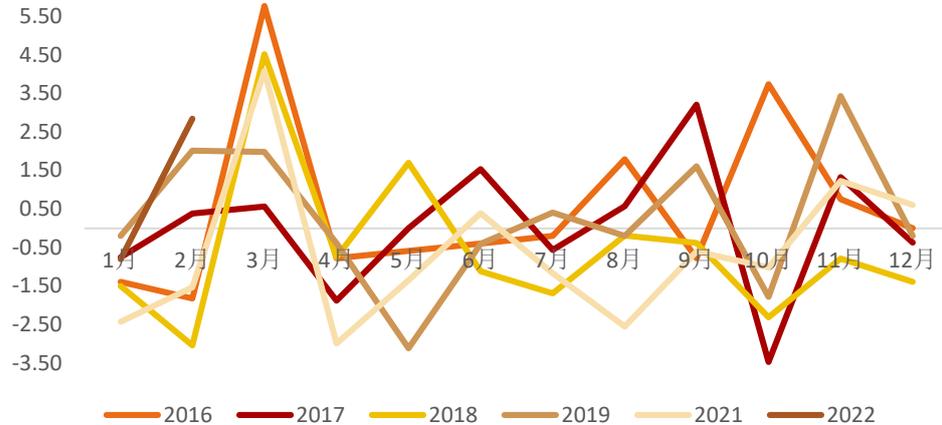
资料来源：Wind, 首创证券

图2：生产PMI：环比



资料来源：Wind, 首创证券

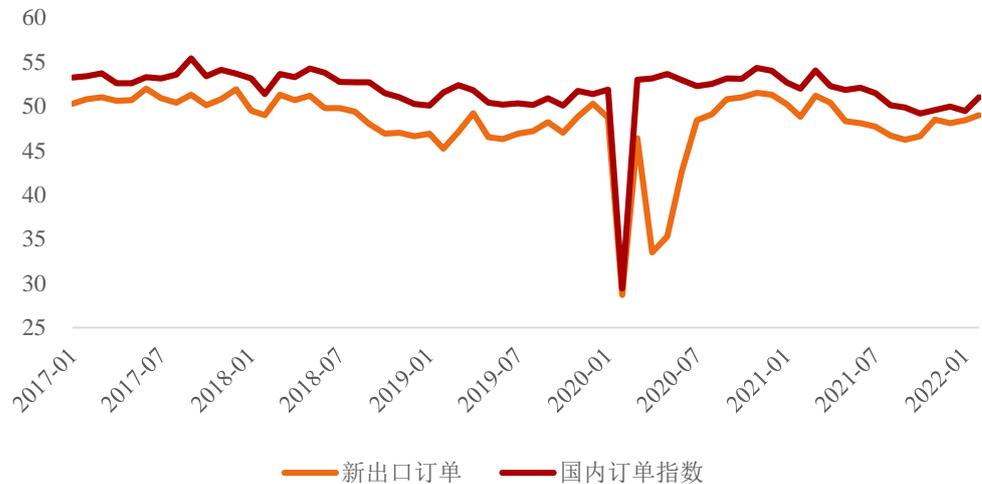
图 3：新订单 PMI：环比



资料来源：Wind, 首创证券

其中，新出口订单指数上涨 0.6 个百分点至 49%，仍低于荣枯线，倒算的国内订单指数为 51%，大幅上行至景气区间，显示内需回暖，与 1 月份社融总量较好相呼应。新出口订单指数环比回升但仍处在收缩区间，该指数在近几月的指示意义有所减弱，预计随着国际紧张局势缓解和疫情的边际影响下降，出口边际回落，但仍有韧性。

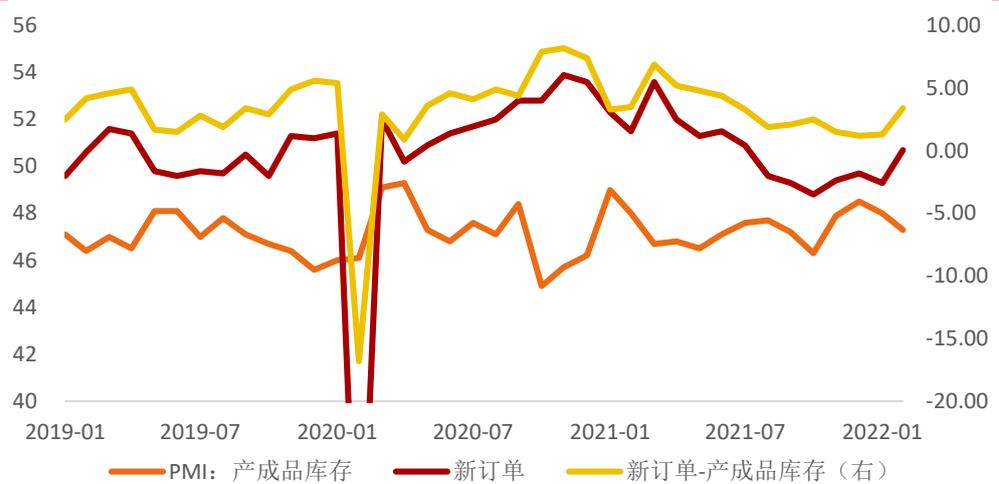
图 4：内需回暖，外需仍有韧性



资料来源：Wind, 首创证券

同时，产成品库存指数回落 0.7 个百分点至 47.3%，新订单指数-产成品库存指数大幅走高，在需求扩张的情况下，企业被动去库，是经济复苏的重要指示。另外，生产经营活动预期指数自去年 10 月份见底以来连续 4 个月回升，为近一年以来的最高值。

图 5：企业被动去库



资料来源：Wind, 首创证券

图 6：PMI：生产经营活动预期指数



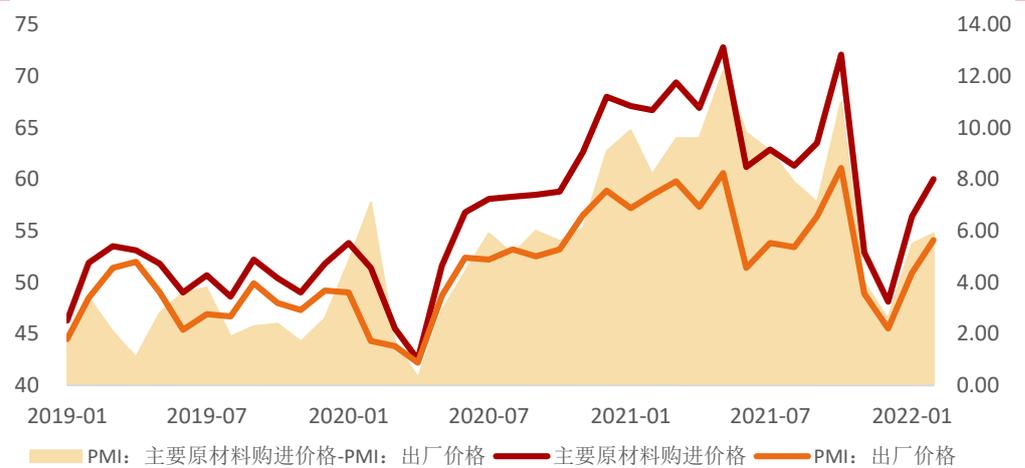
资料来源：Wind, 首创证券

2 值得关注的两大隐忧

尽管 2 月制造业 PMI 显示出较多的积极意义，但仍有以下两点结构性隐忧：

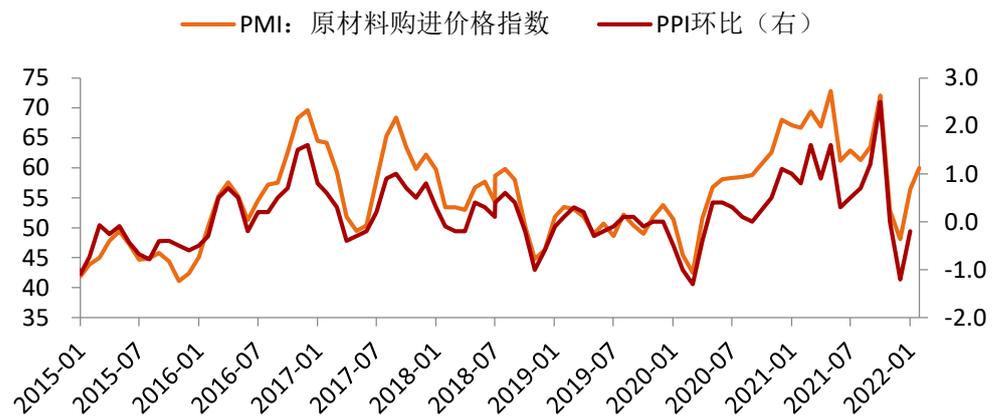
首先，2 月原材料购进价格指数和出厂价格指数分别录得 60.0% 和 54.1%，环比分别上升 3.6 个百分点和 3.2 个百分点，延续了之前的上涨势头，且前者上行幅度更大。国际政治因素推动大宗商品价格继续上涨，中下游制造业企业盈利空间受到挤占，压力仍大。2 月份 PPI 环比料将升至 0 附近，但 PPI 同比仍将继续下行。

图 7：价格指数仍然高企



资料来源：Wind, 首创证券

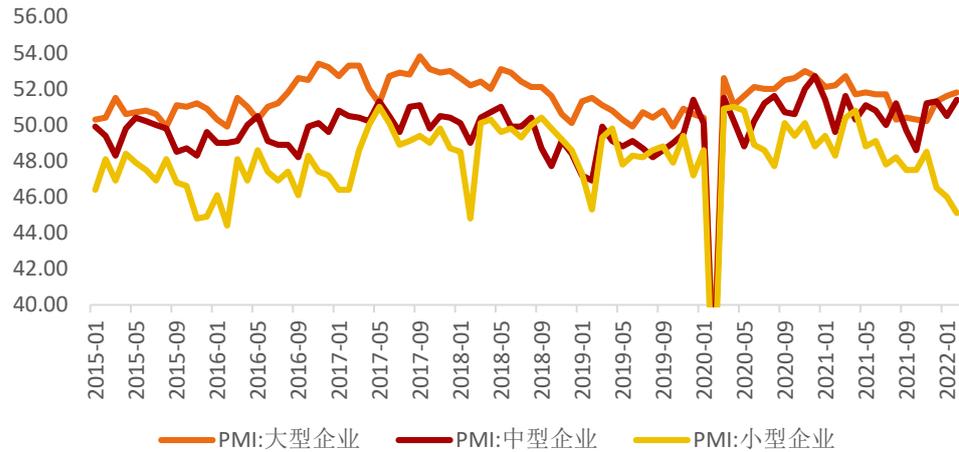
图 8：PPI 环比料回升至 0 附近



资料来源：Wind, 首创证券

其次，小企业制造业 PMI 连续 10 个月位于荣枯线下方，且近三个月加快收缩速度，创疫情以来最低值，与大中型企业分化相当严重。尽管政策一直向小企业倾斜，但并未改善小企业的艰难现状，供需双弱叠加原材料价格高企，小企业的恢复仍然任重道远。

图 9：小型企业 PMI 连续处于收缩区间

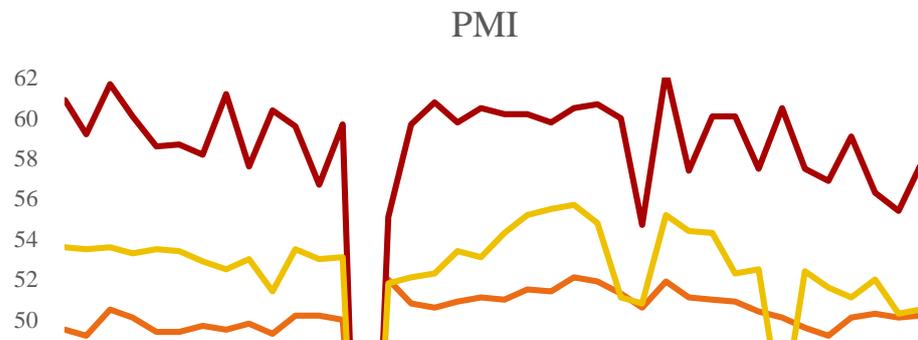


资料来源：Wind, 首创证券

3 非制造业 PMI 大超预期

2 月 PMI 的另一个亮点是非制造业 PMI 的大幅走强，非制造业 PMI 环比回升 0.5 个百分点至 51.6%。建筑业 PMI 反弹明显，由 55.40% 上升至 57.60%，反映了稳增长和适度超前开展基础设施建设投资正显示一定的成效。房地产供需尚未出现大幅回暖，2022 年 1-2 月份多数房企销售额同比降幅大于 30%，拿地同比降幅高于 70%。建筑业的回暖主要是基建投资发力明显。两会召开在即，稳增长仍然是主基调，短期之内，基建仍会起到一定的提振作用，一季度提速相对明确，但后续的持续性有待观察。

图 10：非制造业 PMI 大幅走强



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_38941

