



李奇霖：无惧 PMI 的短期下行



文/意见领袖专栏作家 李奇霖

1 月以来，政策信号频出，政策底已经十分夯实了。比如以降息为标志，货币政策边际放松的趋势已经是一张明牌了；比如 wind 数据显示 1 月政府专项债的发行规模已经超过了 4800 亿元；再比如地方两会之后，各地设定的 2022 年 GDP 增速目标均比较积极，除北京外，目前已公布数据的 29 个省或直辖市均将 GDP 增速设定在 5.5% 及以上水平。

在政策稳步发力的时候，市场开始关心经济底到底什么时候能够到来。但是 1-2 月份又进入了传统的经济数据空窗期，市场只能够通过一些高频数据或者间接数据来一窥 2022 年初的经济成色。



那么 1 月 PMI 数据作为 2022 年第一个公布的比较全面的经济类数据又向市场传递了什么信号呢？

2022 年 1 月，综合 PMI 指数为 51.0% (前值为 52.2%)，制造业 PMI 指数为 50.1% (前值为 50.3%)，非制造业商务活动指数为 51.1% (前值为 52.7%)。

简单来说，1 月 PMI 数据向我们传递了这么几点信号。第一，季节性因素是 1 月 PMI 回落的主因之一；第二，需求疲软特别是内需疲软成为了目前经济中的主要矛盾点；第三，在政策持续发力的时候，市场预期好转，这一点至关重要；第四，成本压力略有回升。

接下来我们来逐一分析。

图 1. 制造业 PMI 分项指标概览



资料来源：wind，红塔证券

分析 1 月 PMI 数据避不开的一点必然是春节带来的季节性影响。受外出务工人员回家过节（交通运输部表示，截至 1 月 29 日，全国共计发送旅客 3.51 亿人次，比 2021 年同期增长 47.4%）、冬季天气转冷等因素影响，春节前 1 个月历来是开工淡季。

体现在数据上就是 1 月制造业 PMI 生产指数继续下滑至 50.9%（前值为 51.4%）。

图 2. 1 月 PTA 产业链负荷率/粗钢产量/石油沥青装置开工率下滑



相比于季节性因素带来的扰动，我们更应该关注 1 月 PMI 数据传递出的需求端疲软的信号。

此前，2021 年中央经济工作会议在多个场合提到了目前我国经济发展

面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。

受益于保供稳价政策的稳步推进，供给端对经济的冲击多少已经有所缓解（比如 PPI 已经连续两个月回落），而需求疲软就成为了目前经济面临的主要难点。比如我们能够看到 1 月制造业新订单指数为 49.3%，比上月下降 0.4 个百分点。

在需求端方面，现在市场比较关注的主要有这么三点。

第一，基建能否在今年 1 季度托底经济。去年以来，货币政策先行，降准、降息都已经落地，现在需要发力的就是财政政策了。

自去年下半年以来，政策多次强调今年基建要提前发力，所以市场对 1 季度基建的成色十分关心。如果基建依旧偏弱，那么无论是财政政策还是货币政策肯定会继续发力；如果基建足够强，能够撑起经济底，那么市场就要关注后续的政策退出节奏了。

如果仅看 1 月份的基建，我们可能会比较失望。从 PMI 数据上看，1 月份建筑业 PMI 指数下滑至 55.4%，前值为 56.3%。但是这很大程度上是季节性因素导致的，统计局也明确表示受雨雪天气及春节临近工人陆续返乡等影响（建筑业从业人员指数为 49.2%，比上月下降 2.6 个百分点），建筑业施工进度继续放缓。

但刨除掉季节性因素之后，市场对后续基建发力依旧抱有充足的信心。体现在数据上就是建筑业业务活动预期指数为 64.4%，比上月上升 4.5 个

百分点。我们认为市场信心的来源有这么几点。

首先，用于基建的资金十分充裕。2021 年超收减支的财政结余为基建提供了较大的资金使用空间。2021 年全年一般公共预算收入 20.25 万亿元，超收 4800 亿元；一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增速仅为 0.3%，创 1982 年来新低。收入减支出的结余款项会转入预算稳定调节基金，为今年的财政支出提供资金支持。

其次，专项债发行节奏较快，有助于配合重大项目的建设需求。1 月份地方政府新增专项债发行了 4843.76 亿元，占今年提前批专项债 1.46 万亿元的 33.2%，较上月发行的 1011.38 亿元多增 3832.38 亿元，和历史同期相比本月的发行量也非常高了。

最后，在资金准备充分的前提下，地方政府传达出积极的行动信号。目前多个省份已经将 2022 年 GDP 增速目标都设在了 5.5% 以上，稳增长信心较强。

这些信号其实已经在 PMI 数据上有所体现，可以看到 1 月 PMI 建筑业新订单指数为 53.3%，比 12 月提高 3.3 个百分点，之后随着 2 月春节假期结束务工人员开始返工，气温逐渐回暖室外施工进度加快，基建投资会逐渐转为工作量，我们可以对春节后的基建持积极态度。

第二，房地产行业究竟有没有探底。

1 月 30 大中城市商品房成交面积的日均值为 39.45 万平方米，虽然比

2021年12月减少了31%，但我们也要认识到12月本来就是房屋成交旺季，环比下滑是存在季节性因素的。我们可以看到本月的销售面积其实已经和疫情前水平很接近了。

元旦以来，房地产行业的需求端和融资端都在逐步放松。多地通过提高贷款额度、降低首付比例、降低首套房认定标准或异地贷款难度等方式来满足居民的合理购房需求。另外，房企的外部融资环境也在持续改善，比如1月25日，招商蛇口和建发地产分别在银行间市场成功发行并购票据22.9亿元。

从这个角度来看，在政策边际放松之后，房地产面临的压力在持续减小，销售端也在逐渐向正常的情况回归，后续可以继续关注销售端的数据。不过从销售到投资往往会有一个季度以上的滞后，短期来看，因为基数高，房企预期谨慎等，房地产投资依旧会是经济的拖累。

图 3.30 大中城市商品房成交面积日均值（万平方米）



资料来源：wind，红塔证券

第三，外需的韧性能够维持多久。

在看外需的时候，海外的财政货币政策是避不开的一个点。

2020—2021 年中国出口维持韧性的核心原因之一就是海外宽松的财政货币政策。但是现在受通胀大幅走高（12 月美国 PCE 同比上涨 5.79%，创近 20 多年的新高），就业市场持续修复（1 月美国季调后非农就业人口新增 46.7 万人，为去年 10 月以来最大增幅）等因素的影响，1 月美联储会

以收紧的太麻城发项目 以美国为代表的海外消费国在加快化五政策的目

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_37057

