

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

王丰 宏观研究助理
联系电话: +86 18838912658
邮箱: wangfeng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

经济动能已开始明显扩张

2022年3月1日

- 2月在“稳增长”政策支持下，复产复工带动经济动能指数（对GDP呈现领先作用）明显扩张，较前月增加了2.1个百分点。内需修复明显，生产指数小幅放缓，仍然处于扩张区间，制造业就业指数有所改善，市场对经济修复有一致较强信心。受到国家对高端制造业、碳中和清洁能源发展的支持，以及促销费政策，高技术制造业、装备制造业和消费行业呈现高景气，钢铁行业等高耗能行业持续位于紧缩区间。
- **（一）供需方面：**新订单指数近6个月以来第一次进入50%以上的景气区间，较1月扩张了1.4个百分点。生产指数较1月边际放缓0.5个百分点，录得50.4%，但仍然处于景气区间。**（二）价格方面：**原本全球原油库存处于周期底部，叠加欧美俄政治冲突和制裁，市场担心将耗尽全球石油市场的剩余产能，油价受到推波助澜达到两年内最高点，支撑原材料和产成品价格指数小幅攀升。**（三）库存方面：**企业被动去库存，产成品库存和原材料库存指数皆出现回落，内需扩张消耗产成品库存，生产积极性边际放缓（叠加价格上涨的原因）原材料补库存不积极。**（四）进出口方面：**新订单明显增加，新出口订单也较上月边际改善，两者差值代表的内需回升明显，较前月扩张0.8个百分点。进口指数较1月边际扩张1.4个百分点，进口方面主要是小型企业带动。
- 2月大型企业和小型企业的景气指数差值达到历史高位，小型企业仍然是政策支持重点。国家陆续出台了一系列“稳增长”政策，对大型企业（集中在央企和行业龙头）的增长支持见效较为明显，中型企业也连续4个月处于扩张区间，生产和需求方面皆有改善。小型企业受到国家转型政策影响，在行业竞争中承受的负荷较重；疫情反复叠加经济下行压力大的背景下，经营景气度在2月份跌落至疫情以来的最低水平。
- 不同于往年，今年2月建筑业PMI指数受到“基建政策”的助力，各细分项皆较1月明显扩张。政府提前下达专项债额度和财政政策提前发力，基建增速有望托底经济；交通运输重大工程成为主要抓手；多地下调首套房利率，房地产开发贷款余额底部拐点已过。固定资产投资中的基建和交通运输累计同比皆有攀升。掣肘于疫情封锁消费场景的因素，服务业仍然有待改善。
- **风险因素：**国内病毒疫情超预期，政策不及预期。

目录

一、“稳增长”政策下，经济动能扩张，内需明显改善.....	3
1.1 2月内需修复明显，生产持续扩张，高端制造业和科技行业景气度高.....	3
1.2 受地缘性政治冲突影响，油价带动原材料和产成品价格指数回升.....	5
1.3 企业被动去库存.....	7
1.4 新订单和新出口订单指数皆小幅回升，差值代表的内需扩张.....	7
1.5 小型企业仍然是政策需要支持的重点.....	8
二、受“稳增长”基建和专项债政策发力，建筑业整体呈现高景气.....	10
风险因素.....	13

图目录

图 1：2022 年 2 月经济动能指数明显扩张.....	3
图 2：2022 年 2 月制造业 PMI 指数分解.....	4
图 3：2022 年 2 月生产指数回落，新订单指数有所上升，供需缺口增加.....	4
图 4：2 月我国高新技术制造业、装备制造业和消费行业的的 PMI 扩张明显.....	4
图 5：2 月我国钢铁行业的 PMI 指数处于收缩区间.....	5
图 6：2022 年 2 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的差值有所回升.....	5
图 7：原油、钢铁和矿产类大宗商品价格增幅明显.....	6
图 8：全球原油库存处于底部区域，供不应求.....	6
图 9：原油价格达到两年内最高，甚至突破 100 美元/桶.....	6
图 10：2022 年 2 月产成品库存指数和原材料库存指数的差值收窄.....	7
图 11：2022 年 2 月 PMI 新订单指数和进口指数皆有所回升.....	7
图 12：2022 年 2 月新订单和新出口订单指数的差值（内需）回升.....	8
图 13：2022 年 2 月中型企业 PMI 指数增长最为明显，小型企业依旧表现较弱.....	9
图 14：2022 年 2 月大型企业和小型企业的景气度差距持续拉大.....	9
图 15：2022 年 2 月小型企业的进口 PMI 指数达到近 8 个月最高值.....	10
图 16：2022 年 2 月 PMI 非制造业业务活动扩张明显.....	10
图 17：截止最新数据（2021 年 12 月）基建和交通投资累计完成额同比扩张明显..	11
图 18：截止最新数据（2021 年 12 月）房地产开发贷余额同比拐点已过.....	11
图 19：2022 年 2 月 PMI 制造业、建筑业和服务业的业务活动预期皆有所上升.....	11
图 20：2022 年 2 月 PMI 建筑业分项中除销售价格指数边际回落外，其余扩张明显	12
图 21：2022 年 2 月 PMI 建筑业从业人员明显回升.....	12
图 22：2022 年 2 月 PMI 服务业分项变化.....	12

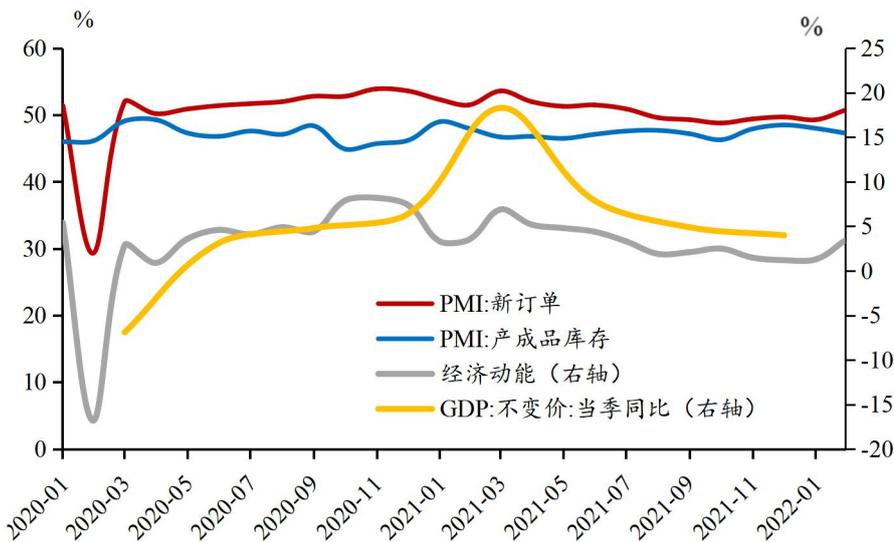
一、“稳增长”政策下，经济动能扩张，内需明显改善

1.1 2月内需修复明显，生产持续扩张，高端制造业和科技行业景气度高

内需修复明显，经济动能（领先GDP）已开始明显扩张。2月新订单指数较1月明显增加，生产指数小幅放缓，但仍然处于扩张区间，制造业就业有所改善。2月PMI新订单指数显示的内需明显回升，近6个月以来第一次进入50%以上的景气区间，较上月扩张了1.4个百分点。生产指数较1月边际放缓0.5个百分点，录得50.4%，但仍然处于扩张区间。从业人员指数较1月扩张了0.3个百分点，录得49.2%。

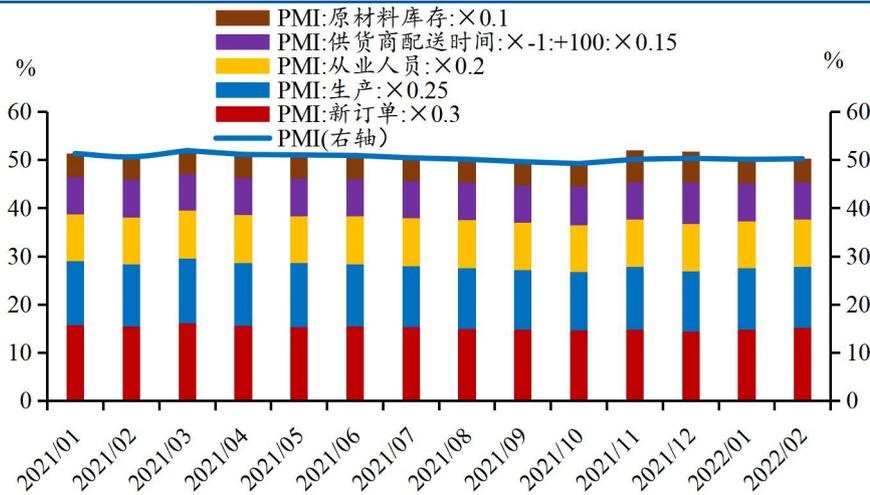
经济动能指数（领先于GDP）较前月明显扩张了2.1个百分点，数值是1月的3倍左右。我们曾在《一文看懂PMI分析框架及资产配置含义》中探讨过，新订单指数和产成品库存指数的差值衡量的经济动能，对于GDP的整体走势呈现出领先作用。当下经济动能已经明显扩张，说明整体经济在持续良好地复苏，且制造业、建筑业和服务业的商务活动预期指数皆较上月呈现扩张态势，说明在国家稳增长政策持续发力下，市场对经济修复有一致的较强信心。经济动能中的新订单指数（需求）较上月扩张了0.6个百分点，然而产成品库存指数，较上月收缩了0.7个百分点（内需改善明显下，销售端带动企业产成品被动去库存明显），两者差值所表现出的经济动能整体较上月明显扩张，几乎是1月份的3倍左右，在春节过后企业复产复工和“稳增长”等积极政策支持下，信贷投资改善带动的消费和内需正在边际回暖，经济正在持续复苏转好。

图1：2022年2月经济动能指数明显扩张

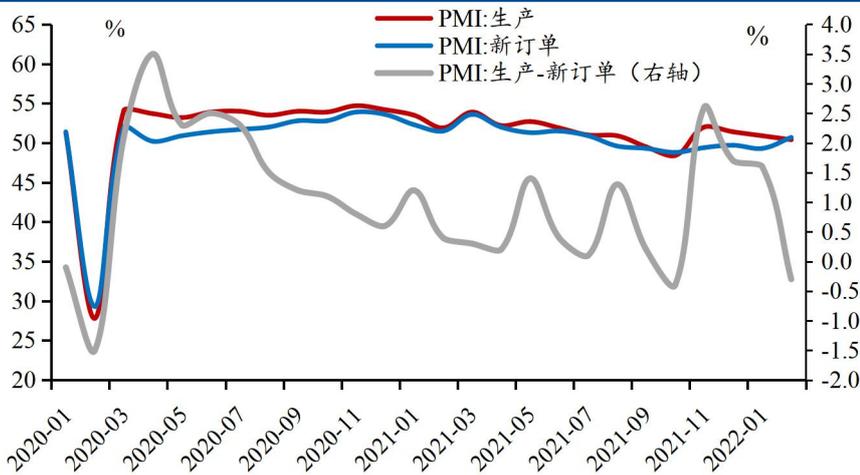


资料来源：万得，信达证券研发中心

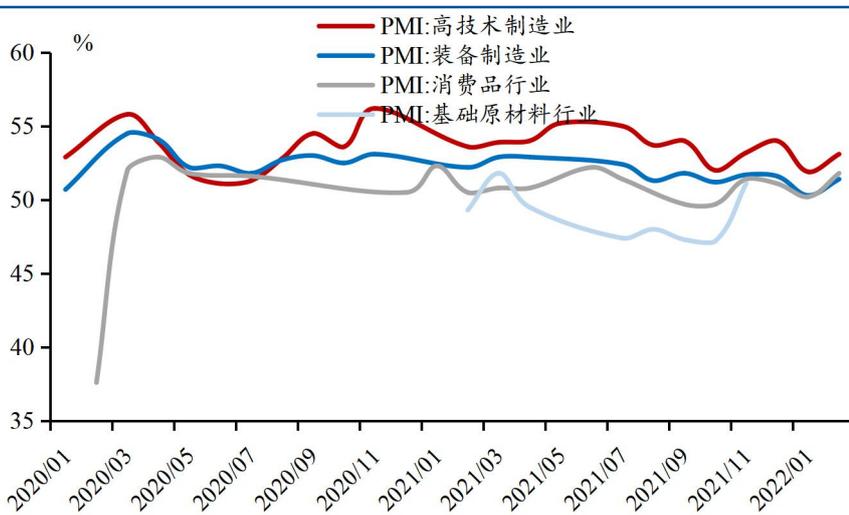
顺应国家的“制造业转型”和“促消费”的政策，2月高新技术和高端制造业，以及消费行业整体行业景气度较高，而高耗能行业的景气度则一直处于低位：（1）顺应国家《数字经济十四五发展规划》为代表的，对于高科技行业的支持政策，以及以“碳中和”为首的，限制传统高耗能产业，并支持其向清洁能源转型的政策：高技术制造业、装备制造业PMI在2月份分别为53.1%和51.4%，自2020年3月份以来持续位于扩张区间。（2）“稳增长”政策下，国家近期一直在强调“稳消费”。在3月1日国务院新闻办发布会上，商务部部长强调“自2021年4季度以来消费的下行压力还是很大，今年的稳消费压力不小”，“消费是经济增长的第一动力，稳住消费对于当前稳住宏观经济大盘具有重要的作用”，需要从政策放宽和举办促销活动等方面面的措施，来增强消费市场的主体活力。2月消费品行业PMI为51.8%，高于上月1.6个百分点，行业景气度正处于积极改善的上行区间。（3）高耗能行业，例如钢铁行业的PMI指数持续处于收缩区间。钢铁行业，除了价格指数在高位，其余新订单和生产指数，以及行业整体的PMI指数皆处于小于50%的收缩区间。

图 2：2022 年 2 月制造业 PMI 指数分解


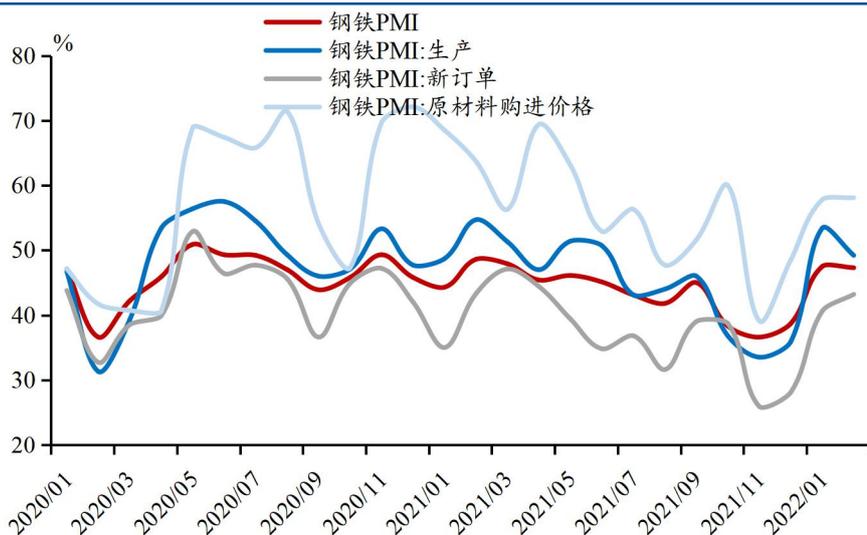
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3：2022 年 2 月生产指数回落，新订单指数有所上升，供需缺口增加


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4：2 月我国高新技术制造业、装备制造业和消费行业的的 PMI 扩张明显


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 5：2 月我国钢铁行业的 PMI 指数处于收缩区间


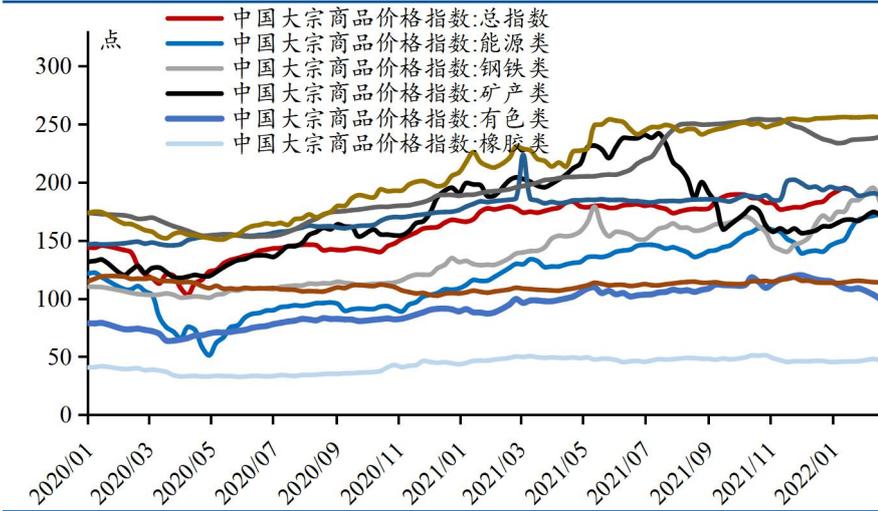
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.2 受地缘性政治冲突影响，油价带动原材料和产成品价格指数回升

2 月份，受到欧美俄政治冲突，原油价格上涨，支撑整体原材料和产成品价格指数小幅攀升，录得 60% 和 54.1%，明显高于 1 月 3.6 和 3.2 个百分点，两者差值扩大到 5.9 个百分点。近期，欧美升级对俄制裁，将俄罗斯一些银行排除 SWIFT，此前未涉及的能源领域制裁也被白宫提上议程，市场担忧种种政策会加剧近期的大宗商品尤其是原油的全球供应。本身原油的供给已经处于周期的底部，投资不足，叠加近期的俄乌冲突，市场担心将耗尽全球石油市场的剩余产能，大幅推高油价。近期，油价受到种种事件的推波助澜，出现了两年内最高的价格，并阶段性突破 100 美元/桶。

图 6：2022 年 2 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数的差值有所回升

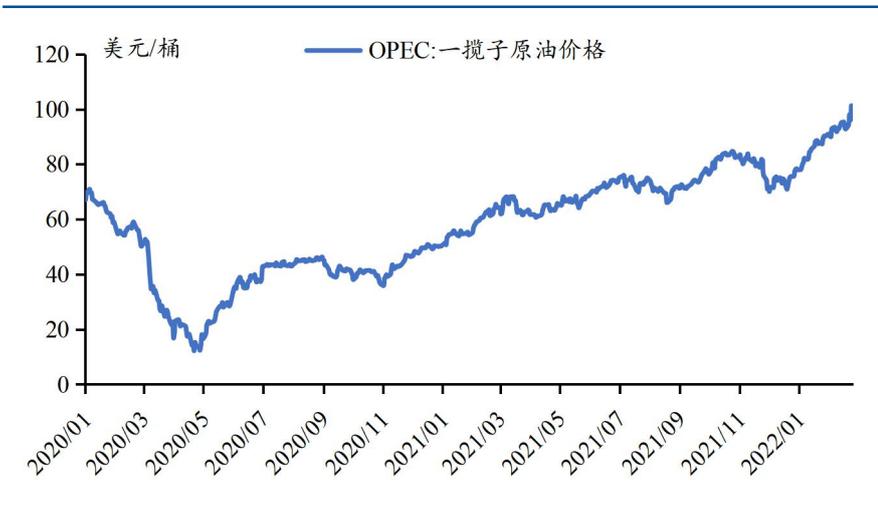

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图7：原油、钢铁和矿产类大宗商品价格增幅明显


资料来源：万得，信达证券研发中心

图8：全球原油库存处于底部区域，供不应求


资料来源：万得，信达证券研发中心

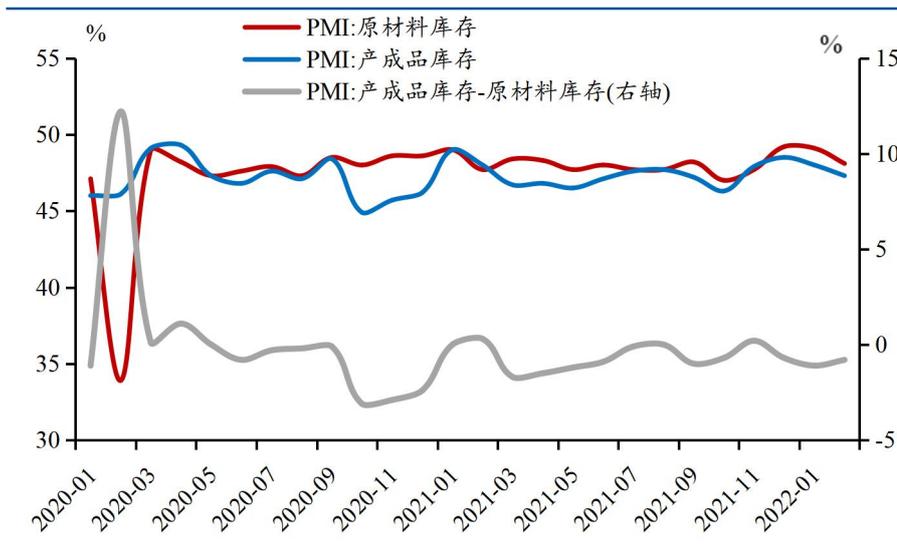
图9：原油价格达到两年内最高，甚至突破 100 美元/桶


资料来源：万得，信达证券研发中心

1.3 企业被动去库存

2月产成品库存和原材料库存指数皆出现回落，分别下滑1和0.7个百分点，内需扩张消耗产成品库存，生产积极性边际放缓（叠加价格上涨的原因）原材料补库存不积极，产成品和原材料库存的差值较1月收窄了0.3个百分点。2月受到上游原材料价格再度高涨的影响，企业生产虽然处于景气扩张阶段，但是生产活动边际有所放缓，整体补原材料库存的行为不甚积极，处于被动消耗原有库存的状态，2月原材料库存指数较前月放缓1个百分点，录得48.1%；需求端修复较为明显，导致产成品的库存处于大量被消耗的状态，较前月下降了0.7个百分点，录得47.3%。

图 10：2022 年 2 月产成品库存指数和原材料库存指数的差值收窄

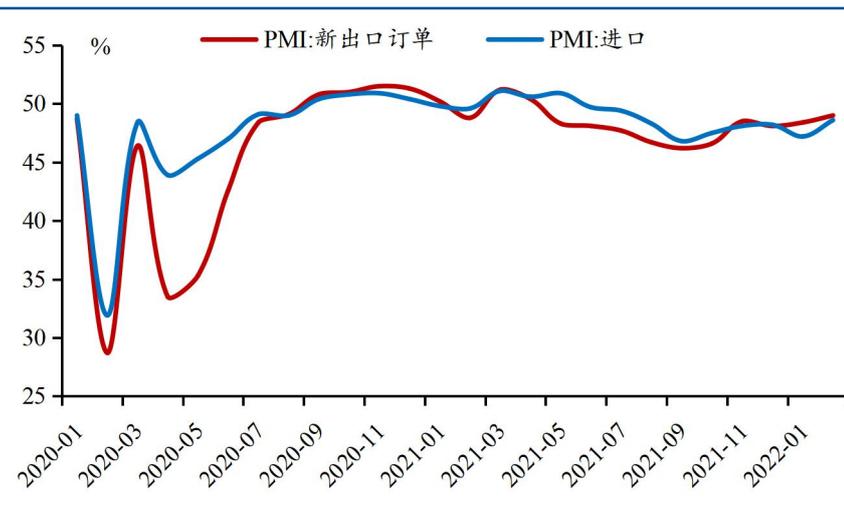


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

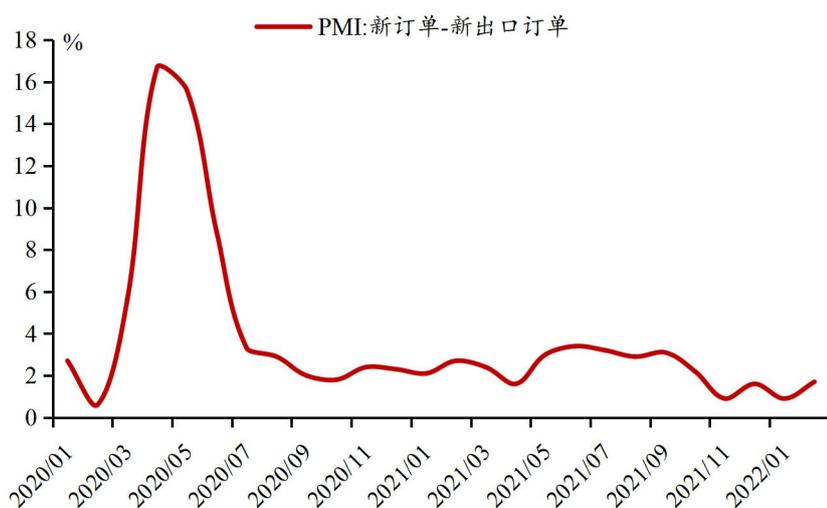
1.4 新订单和新出口订单指数皆小幅回升，差值代表的内需扩张

2月份复产复工，新订单明显增加，新出口订单也较上月边际改善，两者差值代表的内需回升明显，较前月扩张0.8个百分点。我国2月新出口订单指数较上月扩张0.6个百分点，但是出口景气指数仍然处于紧缩区间。进口指数较上月边际扩张1.4个百分点，进口方面主要是小型企业带动（详见下文）。

图 11：2022 年 2 月 PMI 新订单指数和进口指数皆有所回升



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 12：2022 年 2 月新订单和新出口订单指数的差值（内需）回升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

1.5 小型企业仍然是政策需要支持的重点

2 月大型企业和小型企业的景气指数差值达到历史高位。小型企业 PMI 连续 10 个月处于收缩区间，2 月更是边际减弱，跌落至疫情以来的最低水平 45.1%；中型企业 PMI2 月边际修复明显，连续 4 个月处于 50% 以上的扩张区间；大型企业连续 3 个月景气度稳步抬升，受国家稳增长政策利好明显。自 2021 年三四季度经济下行压力较大以来，国家陆续出台了一系列“稳增长”政策（包括新老基建支持性政策、房地产行业的信贷放松和宽松的货币政策等等），对大型企业（集中在央企和行业龙头）的增长支持见效较为明显，政策回暖以来，大型企业修复稳健；中型企业也连续 4 个月处于扩张区间，本月景气度边际改善了 0.9 个百分点。

但是小型企业可能受到国家一系列转型政策影响，在疫情反复叠加经济下行压力大的背景下，经营景气度在 2 月份跌落入疫情以来的最低水平。国家为支持中小企业转型，出台了针对企业减税降费、降低融资成本等一系列政策，帮助中小企业纾困解难；精准扶持创新型企业，发展智能数字化和绿色化的转型，为高新技术企业减轻负担。小型企业可能一方面受到疫情的影响，生产经营活动的开展受到限制；一方面，小型企业往往处于行业的尾部，受到国家转型政策的负面影响深刻，在龙头企业为代表的行业转型中，承受的竞争压力负荷较重，例如房地产三道红线的融资收紧政策下，部分资产负债表不太优良的小型房地产行业违约严重，经营难以持续；例如受到能耗双限政策的限制，部分生产管理较为粗放的小型企业在行业竞争中掣肘。

国家出台政策一再声明要大力支持小型企业，倚重结构性工具，发挥货币政策“精准滴灌”和“直达实体”的作用，精准支持实体经济。例如，在 2021 年 12 月 7 日调低农业和小型企业的 3 个月、6 个月和 1 年的

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_38585



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>