



3 月 1 日，国家统计局发布 2 月 PMI 数据。透过这次 PMI 数据，我们回答一季度宏观经济的三个问题：当前需求环比改善还是走弱？当前需求动能缘自何处？年初以来上游快速涨价有何影响？

● 本月 PMI 总体而言是好是坏？

PMI 侧重描述经济环比变动。透过 PMI，我们能够观察当前经济的边际变化。仔细剔除季节性因素，**2 月制造业 PMI 描述当前的宏观生产状态，总体较 1 月环比改善。**

● 生产改善背后的动力来源是什么？

本月 PMI 三个细分指标可为我们理解这个问题提供重要线索。第一，新订单和新出口订单表现不错，印证出口动能仍在持续。第二，建筑业 PMI 企稳，验证 2 月基建放量。可以说 2 月生产改善背后有两大需求驱动力，一是出口，二是基建。

相较于去年四季度和今年 1 月份，出口仍维持强势，显性边际变化的是基建。

● 一季度经济动能验证了怎样的逻辑？

我们一直强调今年稳增长有三个关键节点，即基建、地产和消费。而在一季度，我们将看到的是基建投资实质放量，地产政策进一步宽松。叠加一季度出口仍保持韧性，**最终经济动能从去年四季度的出口独撑，过渡到今年一季度的出口和基建共振。**

当前 2 月 PMI 验证了我们之前两点判断：第一，基建正在实质性放量；第二，因为基建放量，所以一季度总体需求较四季度边际走强。

● 上游涨价对下游生产带来多大扰动？

今年年初以来，能源（尤其原油）与有色金属涨价明显。这一点在 2 月 PMI 原材料购进价格和出厂价格指数，均有同步印证。

今年初原材料价格重新抬头，引发市场担忧，是否上游涨价再度冲击中下游制造业生产经营？我们认为目前尚且不需要过度忧虑。

一则，中国的产业结构特性决定了原油价格上涨对工业企业的影响弱于基本金属。

二则，去年三季度上游涨价并非中下游企业压力的真正来源，真正来源是去年三季度上游涨价同时，全社会面临缺电。目前传导机制来看，原油能化涨价尚不会冲击中国电力供给，因而今年国内制造业不太可能会出现类似去年三季度的压力。

➤ **风险提示：**疫情发展超预期；海外需求超预期；政策力度低于预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

1. 俄乌冲突，能源与通胀

目 录

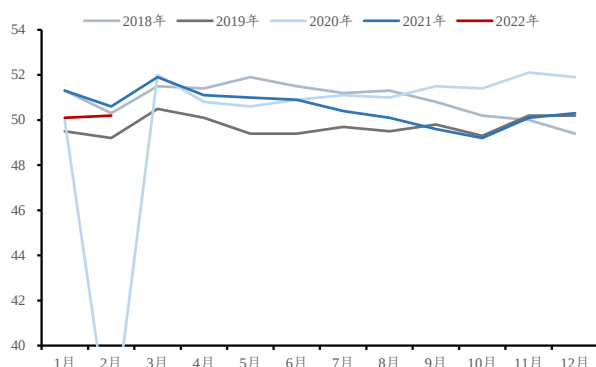
1 当前企业景气度环比走强	3
2 景气背后是出口韧性，基建放量.....	3
3 经济动能从出口独撑，到出口基建共振	4
4 上游涨价对中下游扰动，目前暂时无需过度忧虑	5
5 风险提示	6
插图目录	7

1 当前企业景气度环比走强

2月 PMI 直观读数 50.2，较上月走高 0.1 个百分点，看似没有太大环比变化。然而经验告诉我们，历年 2 月 PMI 较 1 月走低，本月 PMI 直观读数反而高于 1 月。是否因为就地过年影响？对比同样有就地过年经验的 2021 年，当年 2 月 PMI 较 1 月走低 0.7 个百分点。可见，今年 2 月 PMI 比 1 月走高 0.1 个百分点，明显反季节性，也恰恰说明 2 月制造业 PMI 表现偏强。

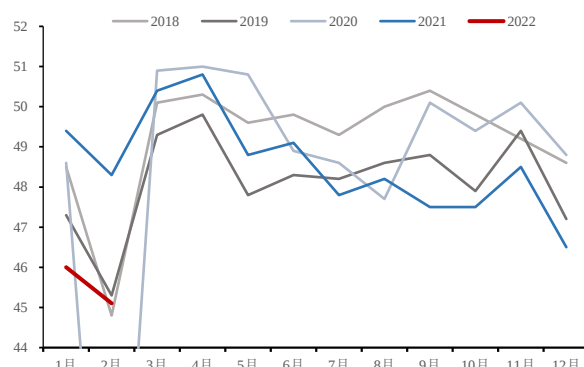
2 月小企业 PMI 读数明显弱于大、中企业。2 月大型和中型制造业 PMI 均在荣枯线以上，唯独小企业 PMI 录得 45.1，继续在荣枯线以下。直观理解指标读数，我们很容易得到小型制造业企业生产偏弱的结论。然而考虑到季节性，2017 年至 2019 年，2 月小型制造业 PMI 较 1 月平均走低 1.85 个百分点。本月小型制造业 PMI 较 1 月只走低 0.9 个百分点，某种意义上我们可以判断小型制造业企业 2 月景气度并不差。

图 1：制造业 PMI 反映制造业生产改善（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：2020 年 2 月极端值未显示，2 月值为 35.7。

图 2：小企业 PMI 反映小企业生产改善（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院。注：2020 年 2 月极端值未显示，2 月值为 34.1。

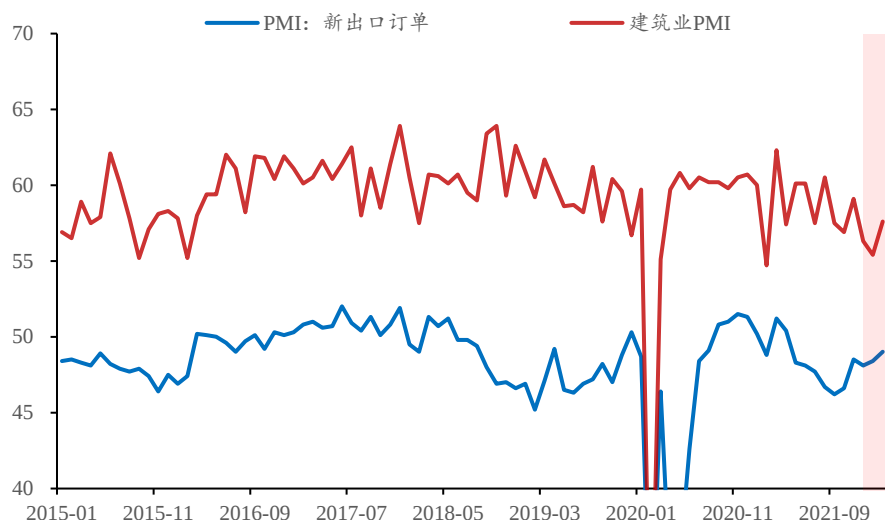
2 景气背后是出口韧性，基建放量

本月 PMI 指标体系中表现偏强的是新订单和新出口订单指标。

2018 年以后，正常的季节性表现都是 2 月新出口订单都低于 1 月。今年 2 月 PMI 新出口订单录得 49，反而高于 1 月。出口新订单高位预示着当前出口仍然维持高景气。出口的领先指标，八大港口货物吞吐量，也表明当前出口动能仍在。

本月 PMI 值得关注的是基建需求扩张。

我们很难直接从 PMI 读数中捕捉基建特征。本月建筑业 PMI 为 57.6，明显高于上月 55.4。高频数据显示当前地产各项指标读数仍处下行通道，我们理解 2 月建筑业边际修复应该来自于基建持续发力。当然建筑业 PMI 本身波动较大，实际表现有待持续观察。

图 3：出口订单指数与建筑业 PMI 回升（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院。注：2020 年 2 月和 4 月极端值未显示。2 月和 4 月建筑业 PMI 分别为 28.7 和 33.5，2 月新出口订单指数为 26.6。

3 经济动能从出口独撑，到出口基建共振

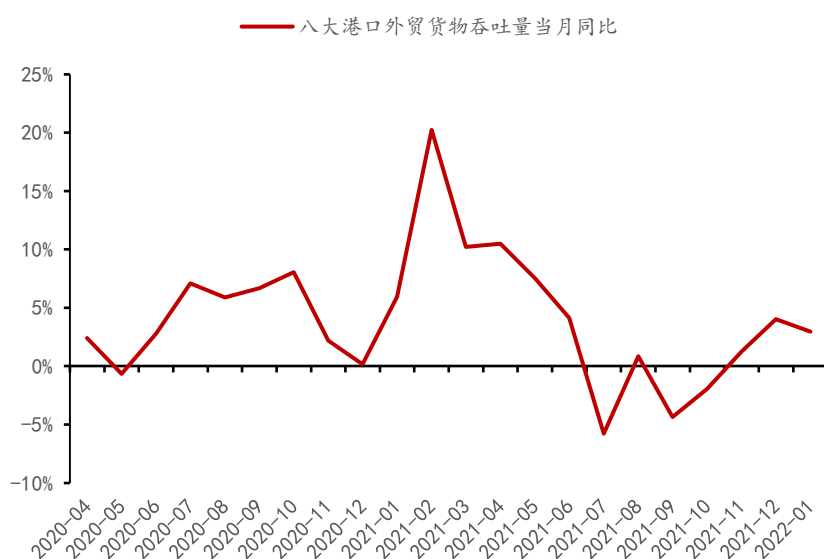
回顾去年四季度，当时宏观需求的典型组合是历史罕见的高出口搭配历史罕见的弱内需。内需主要包括基建、地产和消费。这三大板块内需数据无一例外都将至历史极低水平。

我们的稳增长框架中，稳内需的主线是地产和消费企稳。而为对冲一季度地产投资数据偏弱，今年基建大概率表现出前置，尤其一季度基建投资将有明显放量。**如此我们能够观察到 2022 年一条鲜明的稳增长主线：基建、地产和消费。**

我们也多次强调，一季度我们将看到的是基建投资实质放量，地产政策进一步宽松。叠加一季度出口仍保持韧性，**最终经济动能从去年四季度的出口独撑，过渡到今年一季度的出口和基建共振。**

2 月 PMI 验证了两点判断，第一，基建正在实质性放量；第二，因为基建放量所以一季度总体需求较四季度边际走强。

但也要注意，目前另外两大内需板块，地产和消费仍然处于历史极低状态。进入到今年下半年，中国可能面临更加严酷的外部环境——出口动能走弱，美国加息缩表。这也要求上半年，稳内需的政策需要进一步加大力度。**简言之，需要用好一季度出口韧性给国内政策创造的窗口期。**

图 4: 出口仍有很强韧性 (单位: %)


资料来源: wind, 民生证券研究院

4 上游涨价对中下游扰动，目前暂时无需过度忧虑

本月原材料购进价格 PMI，出厂价格指数 PMI，两者分别录得 60 和 54.1，较上月提高 3.6 和 3.2 个点，上行较快。

去年 10 月保供稳价政策发力，上游原材料价格在 11 月和 12 月已经大幅下降，PPI-CPI 剪刀差也有所收窄。今年初原材料价格重新抬头，引发市场担忧，是否上游涨价再度冲击中下游制造业生产经营？

判断上游涨价对中下游的影响之前，我们先来细拆结构。

今年年初以来，能源与有色金属涨价明显，尤其原油为代表的能源价格，近期快速上行。这既得益于疫情修复后，全球交运需求回升；也有相当部分原因在于俄乌冲突、严寒天气等短期因素。根据国家统计局，本月石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数均继续位于 60.0% 以上高位区间。

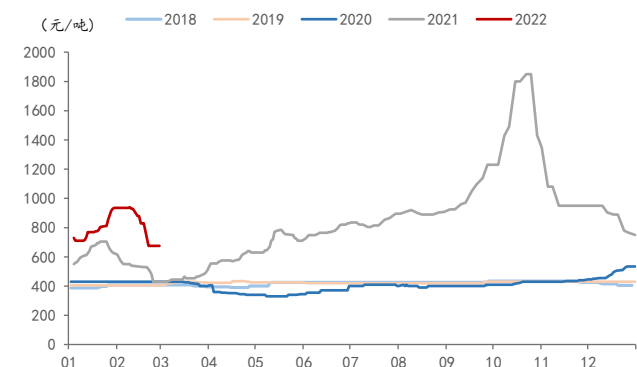
我们曾在《俄乌冲突，能源与通胀》中提到：

一，中国的产业结构特性决定了原油价格上涨对工业企业的影响弱于基本金属。油价上涨只对少数下游行业成本推升相对更明显，如运输业、纺服、农产品、家具、汽车零配件等行业。

二，去年三季度上游涨价并非中下游企业压力的真正来源，真正来源中碍于去年三季度上游涨价同时全社会面临缺电。制造业生产高度依赖电力供给，缺电导致的下游生产和定价失序。

目前传导机制来看，原油能化涨价尚不冲击中国电力供给，因而今年国内制造业不太可能会出现类似去年三季度的压力。

图 5：煤炭价格回落（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：铁矿石价格回落（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

5 风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**本轮疫情影响超过预期，或使得一季度经济下行压力进一步加大，超出本文预测区间。
- 2) **海外需求超预期。**若海外需求超预期，可能会影响中国出口，超出本文预测区间。
- 3) **政策力度低于预期。**国内政策调控或政策宽松的力道不及预期，超出本文预测区间。

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_38966

