



李奇霖：强需求，强预期



文/意见领袖专栏作家 李奇霖

在 1 月金融数据超预期、多地房地产政策继续边际放松以及专项债加快发行的背景下，2 月国内市场已经开始逐渐定价宽信用了。

这一点在股票市场上表现的十分明显，可以看到 2 月涨得比较好的主要是有色、建筑装饰、公用事业、钢铁等传统偏周期板块。

但是毕竟 2 月依旧是经济数据空窗期，市场对于“稳增长”、“宽信用”等预期也还有一定的分歧。在这样的情况下，即将公布的经济数据、金融数据以及即将召开的两会均成为了市场观察今年经济走势的关键。

而 2 月率先发布的 PMI 数据则能够让我们对今年的经济基调有一个简单的判断。生产在节后的回升力度如何？此前由基建带动的乐观预期能否持续？这些都需要 2 月的 PMI 数据给出一个答案。

2022 年 2 月，制造业 PMI 指数为 50.2%（前值为 50.1%），非制造业商务活动指数为 51.6%（前值为 51.1%），综合 PMI 指数为 51.2%（前值为 51.0%）。



2 月 PMI 数据最明显的特征是需求强、预期强但生产弱。

我们统计了 2013 年到 2021 年的 PMI 数据，可以发现在春节所在月份（2014 年、2017 年和 2020 年是在 1 月份），PMI 生产指标相比于上一个月均有所下滑，均值为-1.1 个百分点。

本月生产指标延续了此前的规律，因为节假日多、工作日少，2 月制造业 PMI 生产指数为 50.4%，比上月下降 0.5 个百分点。

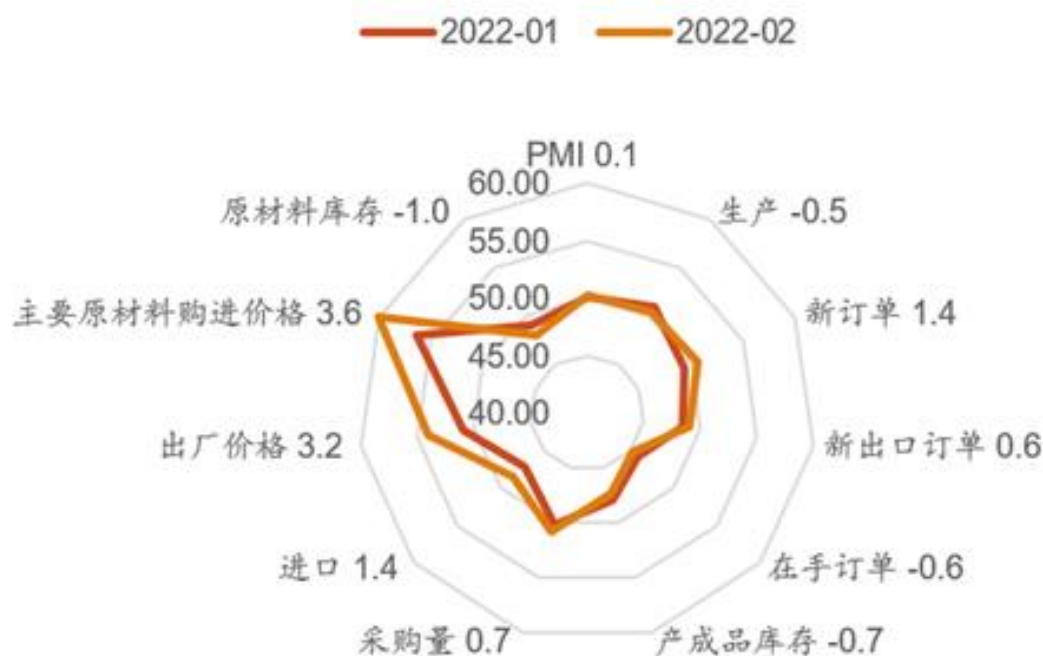
在生产走弱的时候，往年春节所在月份的 PMI 往往是向下的，均值为-0.36%，仅有 2015 年略有上行。

而本月的制造业 PMI 数据在生产指标回落的时候，还能够回升 0.1 个

百分点，这主要是受益于需求回升，2 月新订单指数为 50.7%，比上月上升 1.4 个百分点，重回扩张区间。

除了需求指标之外，我们还需要注意的一点是，2 月 PMI 价格指数涨幅明显，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 60.0%和 54.1%，高于上月 3.6 和 3.2 个百分点，两个价格指数已经连续两个月明显上升。

图 1. 制造业 PMI 分项指标概览



资料来源：wind，红塔证券

那么，我们应该如何去理解 2 月 PMI 价格指数和需求指数回升传递的信号呢？

最近市场最关心的热点问题无疑是俄乌冲突。在 2 月 22 日俄罗斯宣布承认东乌两地独立主权地位之后，俄乌冲突迅速加剧，随后俄罗斯全面入侵乌克兰。

对于俄乌冲突的历史和后续演变我们并不做深入分析，此处我们主要关注的一点是俄乌冲突加剧对全球通胀的影响。

在全球分工的产业模式下，俄乌虽然经济总量比较低（2020 年两者 GDP 合计占全球 GDP 的比重仅有 1.9%左右），但都是全球重要的资源国。

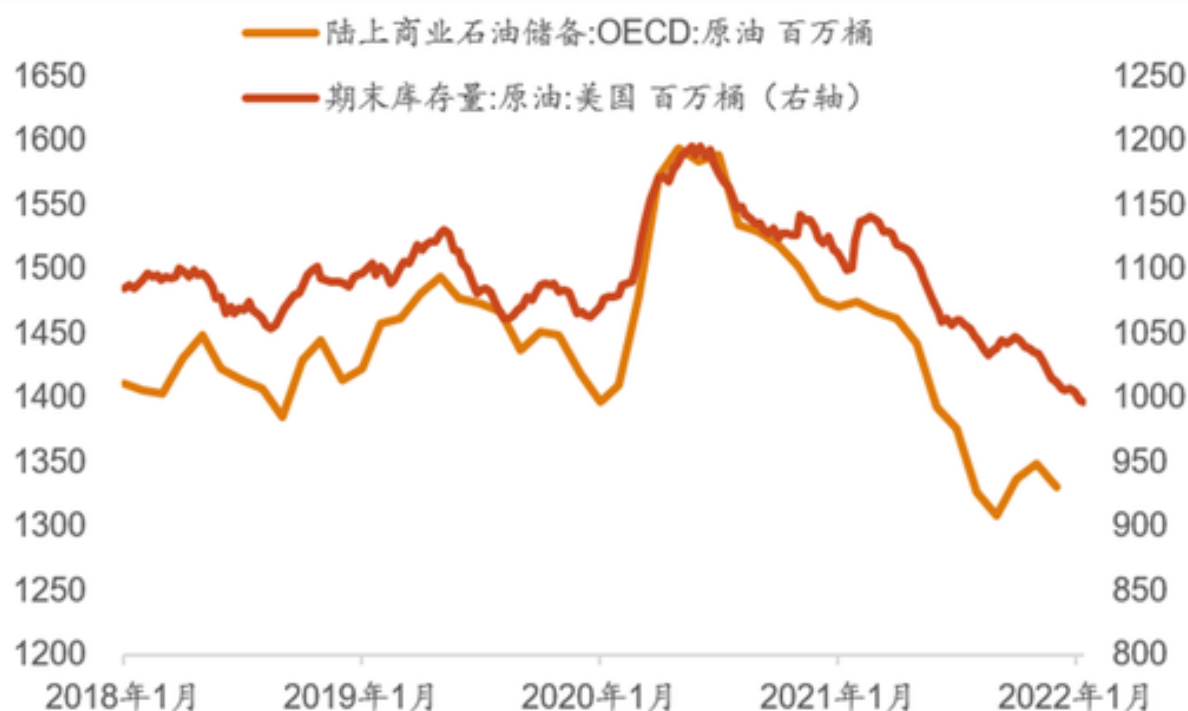
俄罗斯在能源、有色金属、部分农产品等方面是全球主要的供给国，比如俄罗斯原油产量占全球的比重在 13%左右、天然气产量占全球的 17%左右、铝占比在 18%左右，小麦和钾肥的出口占比更是达到了 20%和 26%左右。

相比于俄罗斯，乌克兰则是一个农业大国，玉米（16%）、小麦（9%）等是主要出口商品，另外，乌克兰也供应了全球 70%的氖气，40%的氦气以及 30%的氙气，这些均是半导体行业曝光和蚀刻工艺的关键材料。

在俄乌冲突加剧的背景下，相关大宗商品的供给无疑会受到一定的冲击，进而导致全球通胀压力增加。可以看到，在近期货市场上，原油、铝、玉米等商品的价格均有所上行。

此外，我们也要看到，本轮大宗商品价格上涨是有基本面支撑的。比如原油价格上涨一来是因为疫情影响减弱，海外需求持续修复；二来是供给修复速度缓慢，OPEC 扩产不及预期；三是全球原油库存位于低位。

图 2. 原油库存位于近年来低位



资料来源: wind, 红塔证券

在全球通胀压力有所增加的背景下，后续我们需要关注海外通胀压力对国内的影响。

因为原油、有色等相关商品是全球定价的，这类商品价格回升会对国内产生一定的影响。1 月的 PPI 数据也显示，受国际原油、有色金属等的价格回升的影响，国内相关产品的价格有所提高。

2 月 PMI 则表明相关行业产品的价格还在上行，2 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的主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均继续位于 60.0%以上高位区间，相关行业产品的价格还在上行。

在上游原材料价格压力逐步加大的时候（比如 2 月反映原材料成本高

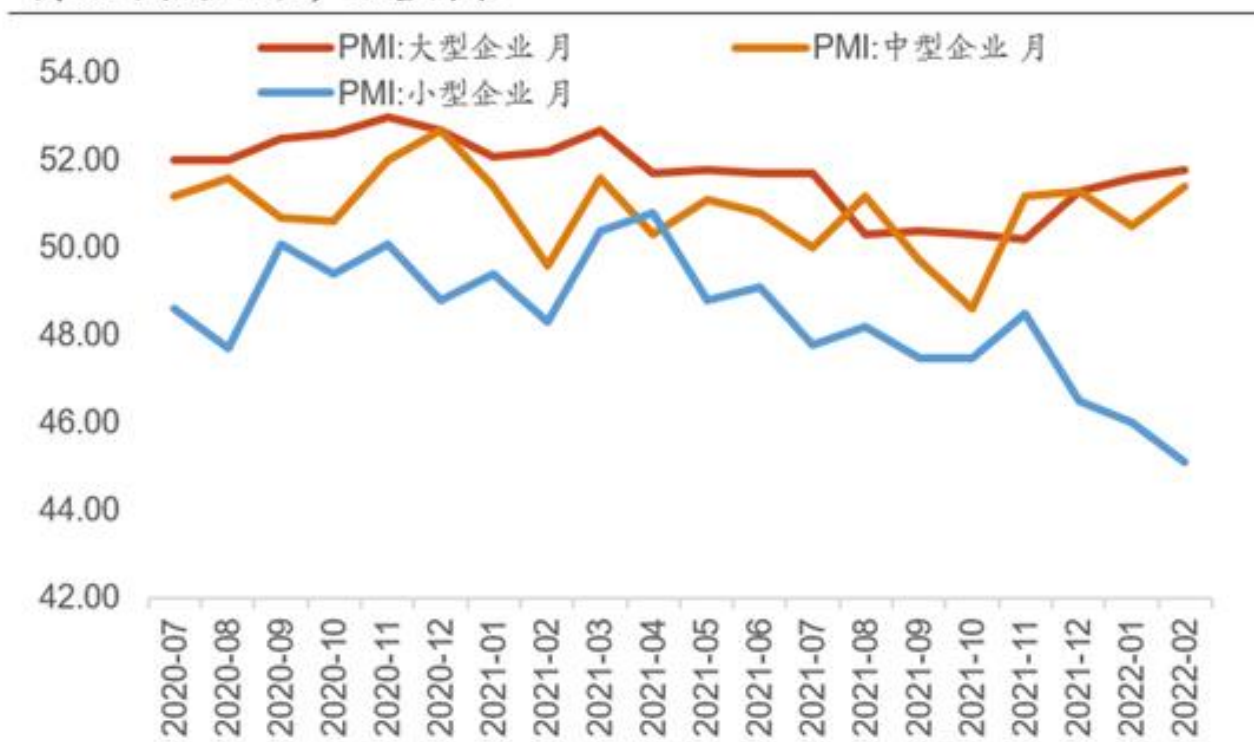
的企业比重达到了 60.2%，比上月有所增加)，企业的原材料补库动力自然会有所下滑。体现在 PMI 数据上就是，2 月原材料库存指数为 48.1%，比上月下降 1 个百分点。

此外，原材料价格上行也会造成大中小企业的经营状况继续分化。

因为上游行业以大型企业为主、下游行业竞争更为分散、小企业议价权更低等，上游原材料价格的上行给小微企业带来的冲击往往会更大。

我们能够看到 2 月在主要原材料购进价格指标上，大、中、小企业分别上行 3.2、2.9 和 5.4 个百分点。同时，大、中型企业 PMI 分别为 51.8% 和 51.4%，比上月上升 0.2 和 0.9 个百分点；而小型企业 PMI 比上月下降 0.9 个百分点，为 45.1%。

图 3. 小微企业生产经营困难



资料来源：wind，红塔证券

那么往后来看，这种通胀压力对国内的影响到底有多大？通胀导致的大中小企业分化是否会得到改善呢？

我们认为对于国内通胀还是可以持有乐观态度的。一个很好的例子就是在 1 月的时候，虽然原油、有色等行业的价格是在回升，但是受益于国内保供稳价政策，1 月 PPI 环比依旧下滑。

而 2 月份，国内保供稳价政策还在持续推进。

在基建发力预期比较强，房地产也在边际放松的时候，部分企业已经开始提前加大对相关商品的补库存力度，可以看到铁矿石等商品的价格持续回升，市场囤积居奇、哄抬价格等行为再次抬头。

面对这样的情况，发改委加大了对铁矿石、煤炭等行业的治理力度。比如在 2 月 24 日发改委发布《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，确定了煤炭价格的合理波动区间，从而推动形成煤炭、电力上下游协调发展的局面。

在政策出台后，我们可以看到动力煤期货价格出现了明显的调整。后

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_38993

