

需求增长加快 经济压力缓解



寇宁

宏观经济分析师

宏观战略部

一德期货

投询证书号： Z0002132

邮箱： kouning@ydqh.com.cn

电话： (022) 28130235

网址： www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

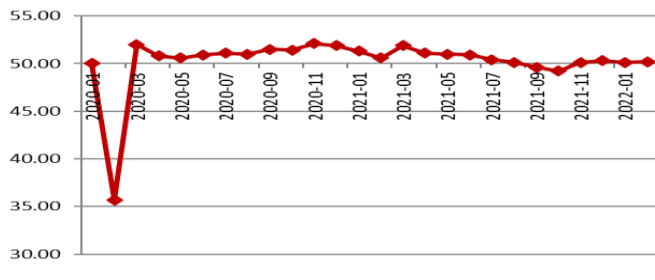
邮编： 300042

核心观点及内容摘要

- 2 月，中国官方制造业 PMI 为 50.2%，环比 1 月回升 0.1 个百分点，非制造业 PMI 环比上涨 0.5 个百分点至 51.6%，其中，建筑业商务活动指数为环比上涨 2.2 个百分点至 57.6%；服务业商务活动指数环比回升 0.2 个百分点至 50.5%。
- 2 月，在受到春节假期因素影响的情况下，国内制造业反季节加快扩张，制造业 PMI 环比涨幅显著好于近 10 年均值，经济景气恢复力度较强。
- 制造业需求增长加快是制造业环比增长的重要拉动。受春节假期企业生产放缓的影响，制造业 PMI 生产指数环比下降，但新订单指数环比大幅上涨重回扩张区间，张力度超过生产增速，内需对经济的由压力转为拉动。同时，制造业 PMI 新出口订单指数环比降幅加速收窄，制造业内外需求双双改善。
- 2 月，制造业 PMI 价格指数增长双双加快，预计 2 月国内 PPI 环比将重回上涨。供给冲击叠加需求回暖是导致制造业价格进一步加快上涨的主要因素。从制造业价格相对涨幅看，上游原材料价格涨幅仍相对快于出厂价，制造业企业仍面临较大的成本压力。
- 制造业库存指数环比延续回落，但制造业企业采购增长进一步加快，考虑到企业生产经营活动预期进一步改善，预计在下游需求更快的增长及企业产成品库存的持续去化的前提下，制造业总体或将逐步进入被动去库存阶段。
- 不同规模企业中，大、中型企业与小型企业景气分化持续加大，2 月，大、中型企业扩张持续加快，小企业景气加速收缩，生产经营压力持续加大。
- 非制造业景气 2 月全面回暖，其中，服务业景气回升主要受到春节假期季节性因素的带动，但同时，疫情对服务业的影响依然存在。建筑业行业景气 2 月明显回升，基建稳增长政策加速落地。
- 2 月，受到内需强势回升的拉动，国内制造业景气超季节性增长，鉴于 2021 年下半年以来，需求走弱持续压制经济的修复，随着 2 月基建稳增长政策的加速落地带动国内需求止跌转升，预计中短期内国内经济增长压力将逐步缓解，经济增长动力逐步修复。对大宗商品而言，后市随着地缘政治风险冲击逐步消退，大宗商品供给端对价格的支撑预期减弱，但在需求复苏快于生产的背景下，需求端对商品价格的推动将有所增强，商品价格预计将维持高位，但在需求改善的驱动下，上下游价格差预期收敛，制造业企业利润预期改善。而在商品价格高位，经济需求回暖的背景下，债券市场上涨压力预计将进一步加大，而企业盈利改善对权益资产形成支撑，预计后市金融市场将呈现股强债弱的格局。

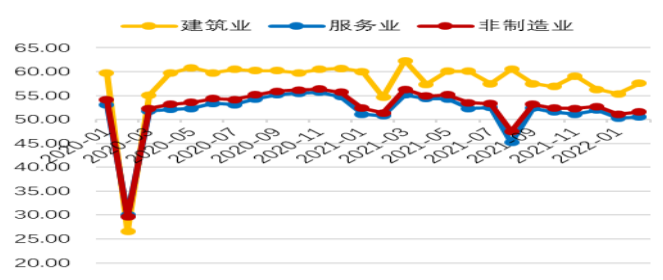
2月，中国官方制造业PMI（中采制造业PMI）为50.2%，环比1月回升0.1个百分点，好于49.8%的市场预期（见图1），非制造业PMI环比上涨0.5个百分点至51.6%，高于50.7%的市场预期，其中，建筑业商务活动指数为环比上涨2.2个百分点至57.6%；服务业商务活动指数环比回升0.2个百分点至50.5%（见图2）。

图1：中采制造业PMI



资料来源：iFind

图2：非制造业PMI



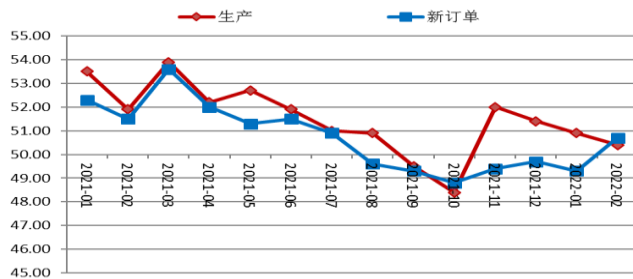
资料来源：iFind

1. 内需止跌转涨 企业显著分化

2月，在受到春节假期因素影响的情况下，国内制造业PMI环比仍上涨0.1个百分点，显著好于近10年环比回落0.3个百分点的均值水平，国内制造业反季节加快扩张，国内经济景气恢复力度较强。

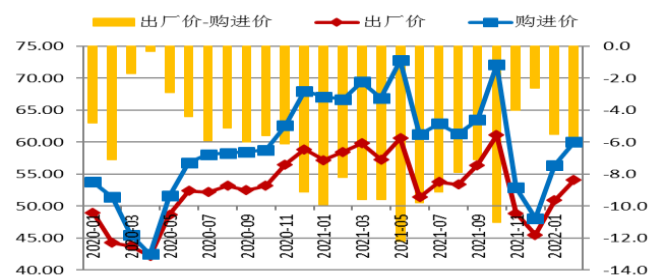
分项指标上，制造业需求增长加快是制造业环比增长的重要拉动。2月，受春节假期企业生产放缓的影响，制造业PMI生产指数环比下降0.5个百分点至50.4%，但制造业PMI新订单指数环比大幅上涨1.4个百分点至50.7%，2021年7月以来重回扩张区间，制造业新订单扩张力度超过生产增速，内需对经济的由压力转为拉动，经济回升动力显著增强（见图3）。与此同时，制造业PMI新出口订单指数环比上涨0.6个百分点至49%，环比降幅加速收窄，制造业内外需求双双改善。行业结构上，据统计局数据，医药、专用设备、汽车等行业生产指数和新订单指数均高于54.0%，行业发展较快；但非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数和新订单指数均低于46.0%，行业供需偏弱，高技术行业对国内经济及需求的支撑作用较强。

图3：中采制造业PMI生产及新订单指数



资料来源：iFind

图4：中采制造业PMI价格指数



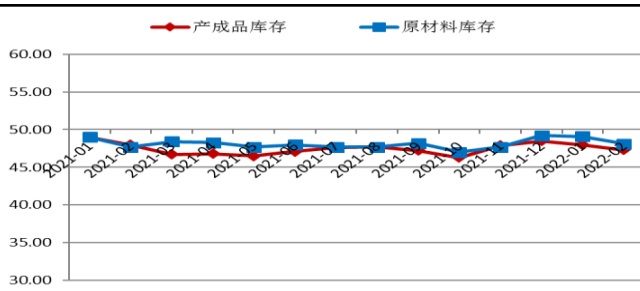
资料来源：iFind

2月，制造业PMI价格指数增长双双加快，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数环比分别回升3.6个百分点、3.2个百分点至60%和54.1%，预计2月国内PPI环比将重回上涨。行业结构上，据统计局，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。其中，供给冲击叠加需求回暖是导致制造业价格进一步加快上涨的主要因素。一方面，2 月以来，地缘政治因素持续发酵，俄乌冲击恶化对能源供给造成较大影响，进一步推高国际能源、金属价格；另一方面，随着国内汽车行业景气改善，有色金属需求增长进一步拉动相关行业价格的上涨。从制造业价格相对涨幅看，上游原材料价格涨幅仍相对快于出厂价，制造业 PMI 出厂价格与购进价格指数差扩大至 -5.9%，制造业企业仍面临较大的成本压力（见图 4）。

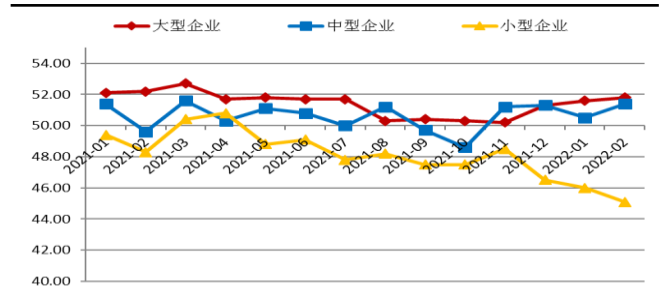
制造业库存指数 2 月环比延续回落，制造业原材料库存指数与产成品库存指数环比分别下滑 1 个百分点、0.7 个百分点至 48.1% 和 47.3%（见图 5）。但从采购情况看，2 月，制造业企业采购增长进一步加快，制造业 PMI 采购量指数环比上涨 0.7 个百分点至 50.9%，同时，考虑到企业生产经营活动预期进一步改善，生产经营活动预期指数延续升至 58.7% 的高点，预计在下游需求更快的增长及企业产成品库存的持续去化的前提下，制造业总体或将逐步进入被动去库存阶段，上游原材料补库或将加快。

图 5：中采制造业 PMI 库存指数



资料来源：iFind

图 6：大中小型企业制造业 PMI



资料来源：iFind

此外，不同规模企业中，大、中型企业与小型企业景气分化持续加大，2 月，大、中型企业制造业 PMI 环比分别上涨 0.2 个百分点、0.9 个百分点至 51.8%、51.4%，企业扩张持续加快，但小型企业制造业 PMI 环比下降 0.9 个百分点至 45.1%，降幅较 1 月进一步扩大，小企业景气出现加速收缩（见图 6）。同时，分项指标显示，在大、中型企业生产、新订单扩张加快的同时，小型企业生产、订单指数双双加速收缩，小型企业与大、中型企业分化显著，生产经营压力持续加大。

2. 稳增长加速落地 建筑业显著回暖

非制造业景气 2 月全面回暖，服务业、建筑业 PMI 双双回升。其中，服务业景气回升主要受到春节假期季节性因素的带动，据统计局，2 月，铁路运输、航空运输、邮政快递、文化体育娱乐等行业商务活动指数均升至 57.0% 以上较高景气区间，但同时，疫情对服务业的影响依然存在，零售、居民服务等行业受疫情影响相对较大的接触性行业，商务活动指数继续位于 45.0% 以下低位区间。建筑业行业景气 2 月明显回升，建筑业新订单指数升至 2021 年二季度以来新高，考虑到 2 月以来，房地产行业的持续低迷，2 月建筑业景气回暖或主要受到基建投资加速推进的拉动，基建稳增长政策加速落地。

3. 经济动能修复 债市压力加大

2月，受到内需强势回升的拉动，国内制造业景气超季节性增长，鉴于2021年下半以来，需求走弱持续压制经济的修复，随着2月基建稳增长政策的加速落地带动国内需求止跌转升，预计中短期内国内经济增长压力将逐步缓解，经济增长动力逐步修复。对大宗商品而言，后市随着地缘政治风险冲击逐步消退，大宗商品供给端对价格的支撑预期减弱，但在需求复苏快于生产的背景下，需求端对商品价格的推动将有所增强，商品价格预计将维持高位，但在需求改善的驱动下，上下游价格差预期收敛，制造业企业利润预期改善。而在商品价格高位，经济需求回暖的背景下，债券市场上涨压力预计将进一步加大，而企业盈利改善对权益资产形成支撑，预计后市金融市场将呈现股强债弱的格局。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 · 022-58298788 · 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703

Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室

Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）

Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元

Tel: 022-6622 5869

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301

Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层

(802-804)

Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室

Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦

2702号房间

Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间

Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号

Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室

Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室

Tel: 0535-216 3353/216 9678

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室

Tel: 0571-8799 6673