

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号：S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话：86-10-81152692

黄煜阳
研究助理
huangyuyang@sczq.com.cn
电话：86-10-81152672

相关研究

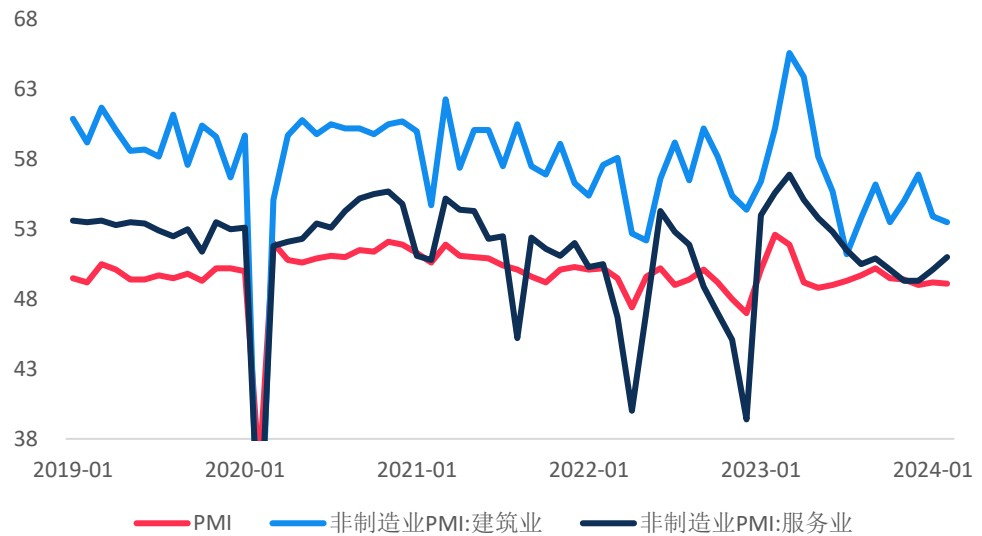
- 宏观经济周报：政策主导，股债均走强
- 宏观经济周报：顺势而为
- 宏观经济周报：超跌反弹，格局不变

- **2月的经济特征：**（1）经济虽然延续回升，但整体仍然处于低位；（2）服务业比制造业恢复更好；（3）在考虑春节因素之后，经济环比不算差，特别是服务业。
- **经济仍在低位。**2月制造业、建筑业和服务业PMI分别为49.1%、53.5%和51.0%，较前值分别下降0.1、0.4和上升0.9个百分点，仍然处于低位。综合PMI 2月读数为50.9%，与前值持平。由于服务业PMI的反弹，制造业和非制造业PMI的均值继续上升。在考虑春节因素之后，2月服务业PMI的反弹幅度依然明显。
- **PMI分项指标大都走弱。**2月制造业PMI分项指标，除了新订单PMI读数与前值持平，其余分项均走弱。生产、供货商配送时间、新订单、原材料库存、从业人员等PMI 2月分别录得49.8%、48.8%、49.0%、47.4%和47.5%，较前值分别下降1.5、2.0、0.0、0.2和0.1个百分点。
- **剔除配送时间的PMI更弱。**在制造业PMI分项中，供货商配送时间PMI为逆指标，其在2月较大幅度的下行可能对读数造成干扰，因此，我们构造一个剔除供货商配送时间的PMI，构造的PMI显示2月的经济形势可能比PMI显示的下滑幅度更大。
- **其他PMI分项同样不强。**（1）采购方面，采购量和进口PMI分别录得48.0%和46.4%，较前值下降1.2和0.3个百分点；（2）订单和库存方面，在手订单和新出口订单PMI分别录得43.5%和46.3%，较前值下降0.8和0.9个百分点。倒算的国内订单为49.7%，较前值小幅增加0.2个百分点。产成品库存PMI录得47.9%，较前值下降1.5个百分点；（3）价格方面，出厂价格PMI和原材料购进价格PMI分别录得48.1%和50.10，较前值上升1.1和下降0.3个百分点。
- **后市展望。**经济虽然仍然在低位，但综合制造业和非制造业来看，短期内可能维持平稳。经济的明显好转仍然需要等待政策的变化，4月政治局会议是关键时点。由于利空因素在之前得到明显释放，加上政策强势，短期市场再度大幅下跌的风险不大。经济基本面仍处弱势，市场大幅上涨的可能性也不大。
- **风险提示。**地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。。

1 经济仍在低位

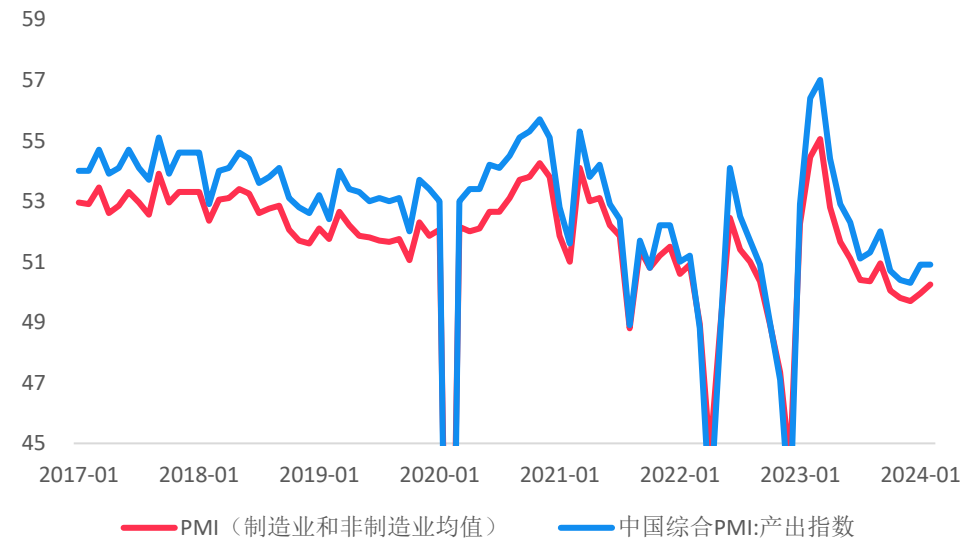
2月制造业、建筑业和服务业PMI分别为49.1%、53.5%和51.0%，较前值分别下降0.1、0.4和上升0.9个百分点，仍然处于低位。综合PMI2月读数为50.9%，与前值持平。由于服务业PMI的反弹，制造业和非制造业PMI的均值继续上升。在考虑春节因素之后，2月服务业PMI的反弹幅度依然明显。

图 1: PMI (%)



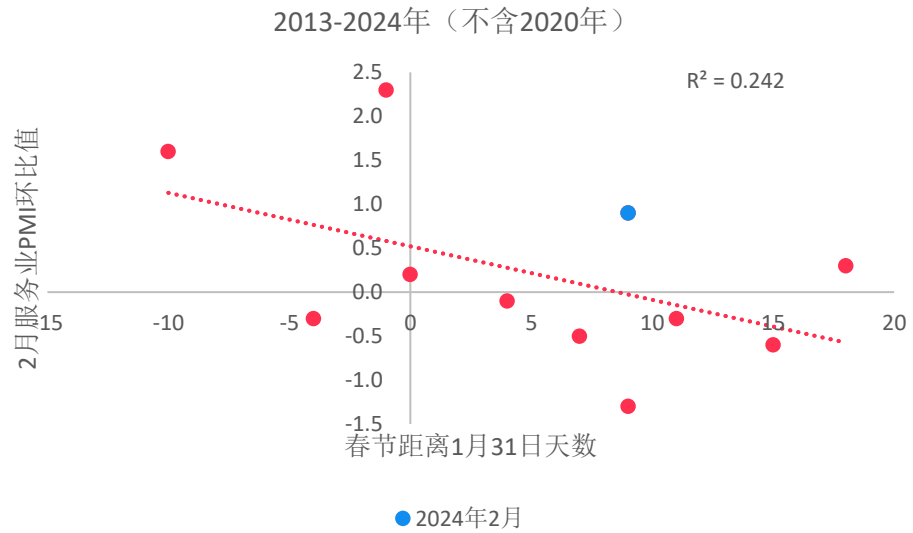
资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 2: PMI 平均和综合 PMI (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 3: 服务业 PMI 反弹明显 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

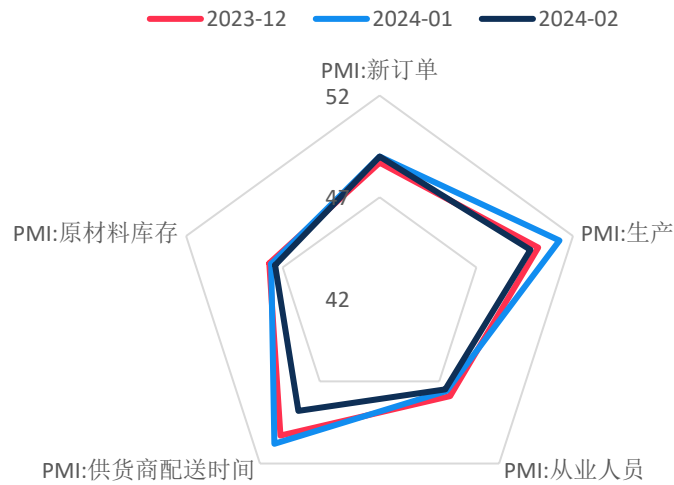
2 PMI 分项指标普遍走弱

2月制造业 PMI 分项指标,除了新订单 PMI 读数与前值持平,其余分项均走弱。

生产、供货商配送时间、新订单、原材料库存、从业人员等 PMI 2月分别录得 49.8%、48.8%、49.0%、47.4%和 47.5%,较前值分别下降 1.5、2.0、0.0、0.2 和 0.1 个百分点。

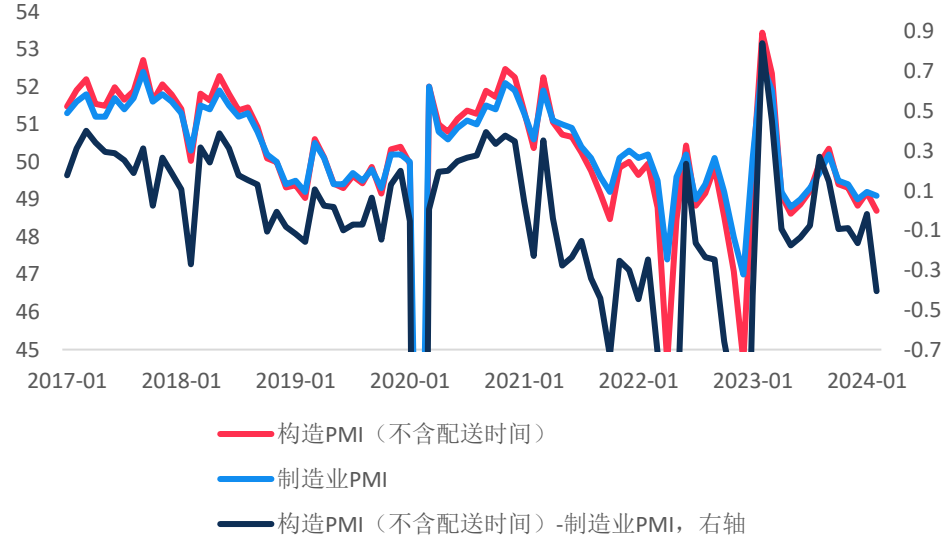
在制造业 PMI 分项中,供货商配送时间 PMI 为逆指标,其在 2月较大幅度的下行可能对读数造成干扰,因此,我们构造一个剔除供货商配送时间的 PMI,构造的 PMI 显示 2月的经济形势可能比 PMI 显示的下滑幅度更大。

图 4：制造业 PMI 分项 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

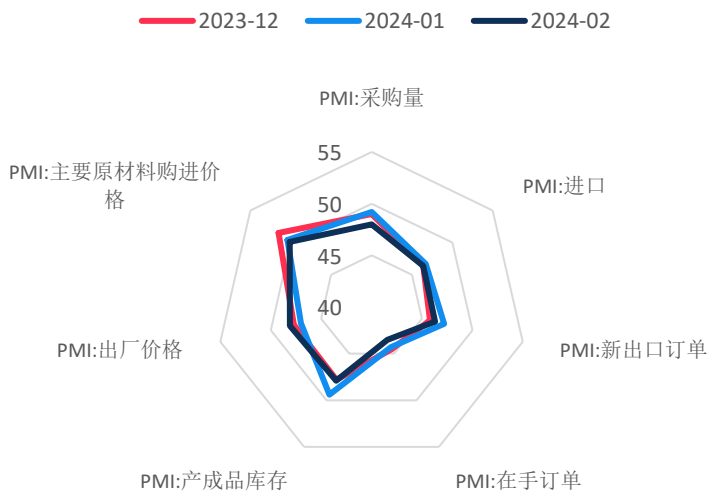
图 5：构造不含供货商配送时间分项的制造业 PMI (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

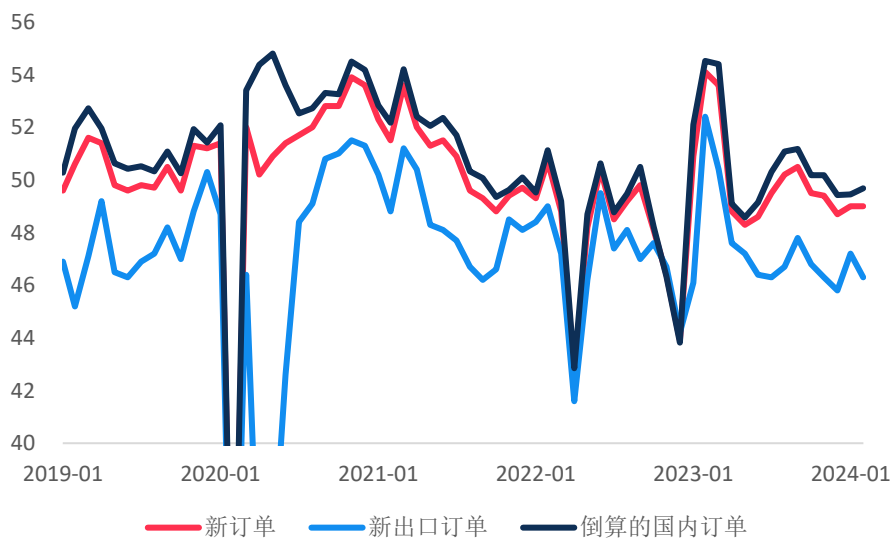
进一步观察 2 月其他 PMI 分项：(1) 采购方面，采购量和进口 PMI 分别录得 48.0% 和 46.4%，较前值下降 1.2 和 0.3 个百分点；(2) 订单和库存方面，在手订单和新出口订单 PMI 分别录得 43.5% 和 46.3%，较前值下降 0.8 和 0.9 个百分点。倒算的国内订单为 49.7%，较前值小幅增加 0.2 个百分点。产成品库存 PMI 录得 47.9%，较前值下降 1.5 个百分点；(3) 价格方面，出厂价格 PMI 和原材料购进价格 PMI 分别录得 48.1% 和 50.10%，较前值上升 1.1 和下降 0.3 个百分点。

图 6：价格走弱、库存走强（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

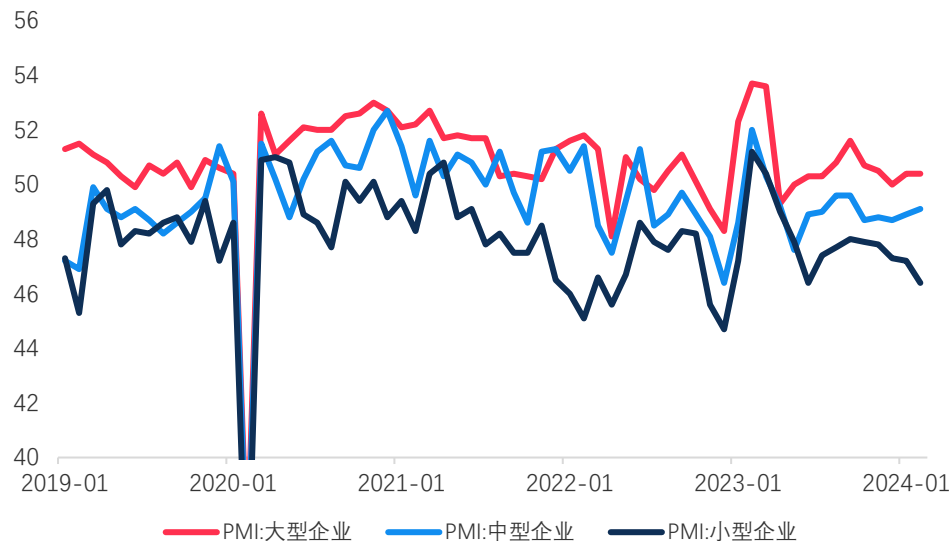
图 7：PMI 新订单（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

企业景气度分化。2月大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 50.4%、49.1%、46.4%，分别与前值持平、增加 0.2 个百分点和下降 0.8 个百分点。

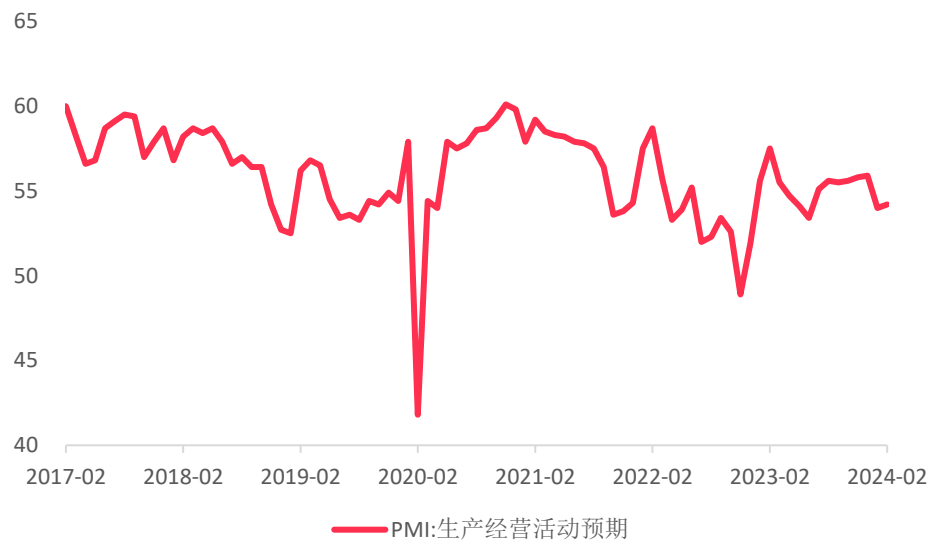
图 8：企业景气度 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

生产经营活动预期微升。2月生产经营活动预期PMI录得54.2%，较前值小幅反弹0.2个百分点。

图 9：生产经营活动预期 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

3 后市展望

经济虽然仍然在低位，但综合制造业和非制造业来看，短期内可能维持平稳。经济的明显好转仍然需要等待政策的变化，4月政治局会议是关键时点。由于利空因素在之前得到明显释放，加上政策强势，短期市场再度大幅下跌的风险不大。经济基本面仍处

弱势，市场大幅上涨的可能性也不大。

4 风险提示

地产下行超预期，政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现