

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮 箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮 箱：mailinyue@cindasc.com

当强生产脉冲渐弱，基建有望接过大旗

2025年3月2日

- 2024年底为完成经济增长目标，制造业出现一波强脉冲生产，2025年开年随着强生产脉冲动力减弱，制造业PMI回落。我们认为，当强生产脉冲减弱，基建有望接过大旗。
- 节后的企业复工和修复并不全面，修复的主要还是大型制造业企业，中小企业还存在“硬伤”。随着春节后企业陆续复工复产，生产活动加快，2月制造业景气度明显回升，录得50.2%，但节后企业的修复并不全面。大型制造业企业恢复较为明显，创下22个月以来的最高景气度，产需两端均有明显回升，而中小型企业则存在不同的“硬伤”：中型企业的订单下滑，小型企业则是生产端下滑。
- 基建加速发力，带领建筑业PMI强势反弹。节后假日效应消退，与居民消费相关的服务业景气度回落，与此同时，投资项目也在节后陆续动工，基础设施项目建设施工进度加快，土木工程建筑业商务活动指数升幅较大。节后基建加速发力下，建筑业景气度强势反弹，体现节后基建投资全面发力。我们认为，随着各个重大基建项目的陆续启动，这些基建投资有望通过接续效应推动实物工作量集中释放，进而更好发挥稳增长的作用。
- 当强生产脉冲渐弱，基建有望接过大旗。继去年年底制造业出现一波强生产脉冲之后，经济的增长动力还能来自哪里？我们认为内需、消费不可一蹴而就，再加上海外关税施压下，基建或是承接生产脉冲渐弱后较适合的接力棒。一是相较往年，今年各地重大项目清单发布节奏明显提前；二是今年1-2月地方债发行明显高于往年同期表现。而这并不意味着不重视消费，大力提振消费、适度加力基建投资有望是扩大内需的重要抓手。不过客观来说，消费的提振需要时间，而基建有望成为消费提振起来之前的一个过渡和支撑。基于此，当强生产脉冲减弱时，基建有望成为承接经济增长动能的重要支撑。
- 风险因素：消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座

邮编：100031

目 录

一、节后的企业复工和修复并不全面	3
二、基建加速发力，带领建筑业 PMI 强势反弹	6
三、当强生产脉冲渐弱，基建有望接过大旗	7
风险因素	9

图 目 录

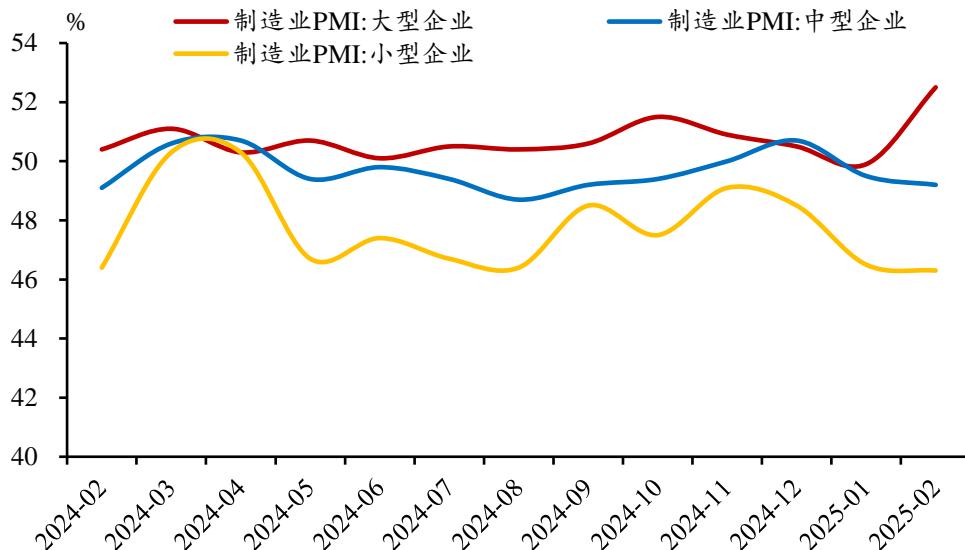
图 1：今年春节次月和去年同期表现不一样	3
图 2：制造业中小型企业都有“硬伤”	3
图 3：产需两端都有回升	4
图 4：重点行业 PMI 出现不同程度的上升	4
图 5：基础原材料行业的产需两端修复较多	5
图 6：生产和采购活动都较为活跃	5
图 7：通用设备和电气机械产需均在扩张区间	6
图 8：建筑业扩张异常明显	7
图 9：今年 1-2 月地方债发行明显高于往年	8

一、节后的企业复工和修复并不全面

2月是今年春节后的第一个月，受节后企业复工的影响，2月制造业PMI反弹，但其实节后的企业复工和修复并不全面。

制造业PMI的反弹主要由大型企业带动，制造业中、小型企业都有“硬伤”。春节后大型企业复工复产进度较快，景气水平明显回升。其中，大型企业PMI为52.5%，比1月上升2.6个百分点（图1），创下22个月以来的最高景气度，产需两端均有明显回升（图2）。相比之下，中小型企业节后生产经营活动恢复相对滞后，二者景气水平均有所回落，中、小型企业PMI分别为49.2%和46.3%，比1月下降0.3和0.2个百分点。不仅如此，中小企业也存在不同的“硬伤”：中型企业的新订单下滑，小型企业的生产在回落（图1-图2）。

图 1：今年春节次月和去年同期表现不一样



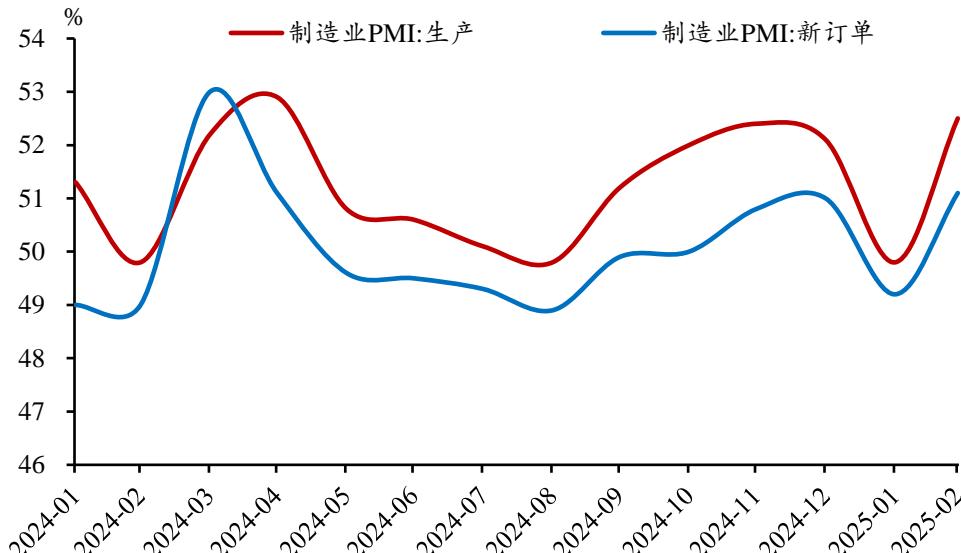
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 2：制造业中小型企业都有“硬伤”

	生产			新订单		
	大型企业	中型企业	小型企业	大型企业	中型企业	小型企业
1月	51.3			50.6		
2月	56.2	52.0	44.0	54.7	49.0	46.0
变化	↑	↑	↓	↑	↓	↑

资料来源: ifind, CFLP, 信达证券研发中心, 单位: %

图 3: 产需两端都有回升

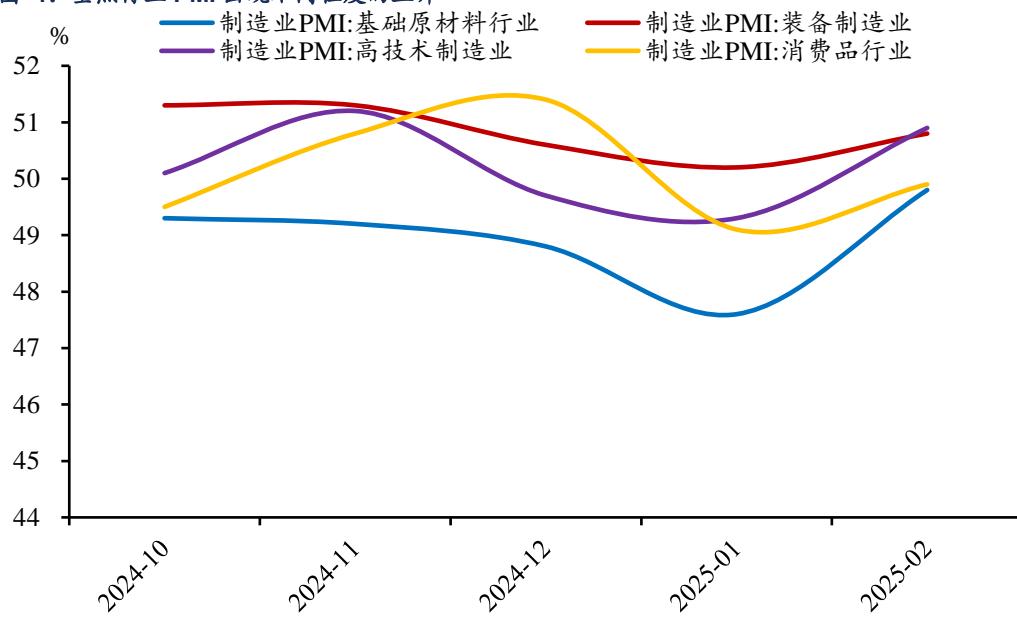


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

重点行业 PMI 出现不同程度的上升。从四大行业分类来看, 不论是高技术制造业、装备制造业, 还是基础原材料行业和消费品行业, 四大行业景气度都有回升。其中, 装备制造业和高技术制造业 PMI 分别为 50.8% 和 50.9%, 比 1 月上升 0.6 和 1.6 个百分点, 均位于扩张区间; 高耗能行业和消费品行业 PMI 分别为 49.8% 和 49.9%, 比 1 月上升 2.2 和 0.8 个百分点, 景气水平均有改善 (图 4)。基础原材料行业的产需两端修复较多, 高技术和装备制造业都还有较高的生产景气度, 唯独消费品行业的产需相对较弱, 反映下游消费仍待修复。

总体看, 企业复工后, 产需两端都有回升, 生产活动和采购活动相对活跃, 采购价格和出厂价格也都实现了回升。

图 4: 重点行业 PMI 出现不同程度的上升



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5: 基础原材料行业的产需两端修复较多

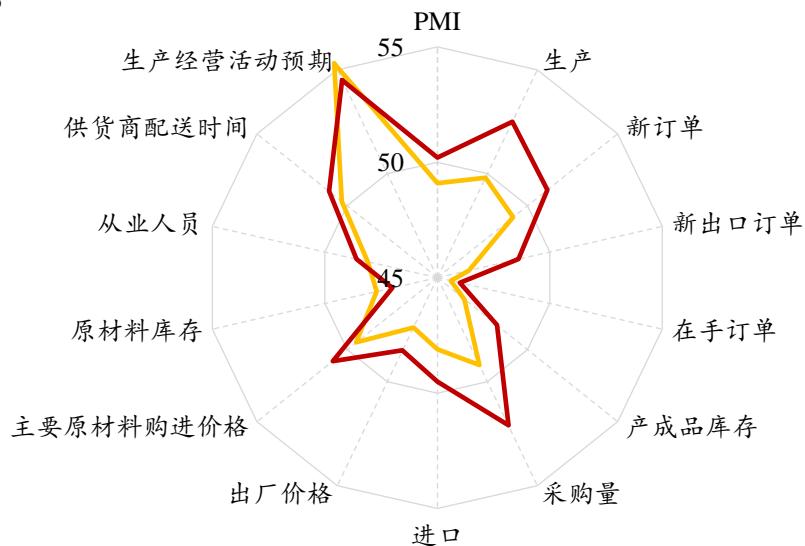
	基础原材料行业		装备制造业		高技术制造业		消费品行业	
	生产	新订单	生产	新订单	生产	新订单	生产	新订单
2月	>51	>51	>54	>51	53	>51	>51	>51
变化	↑4pct	↑3.4pct	↑2pct	↑1pct	↑3pct	↑2.1pct	↑1pct	↑2.3pct

资料来源: CFLP, 信达证券研发中心, 单位: %

图 6: 生产和采购活动都较为活跃

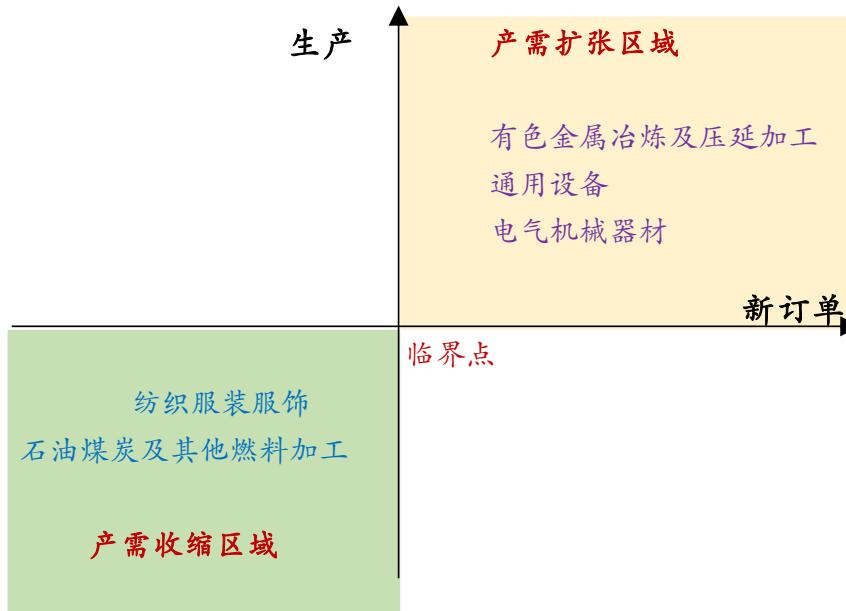
————— 2025-01 ————— 2025-02

单位: %



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 7：通用设备和电气机械产需均在扩张区间



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

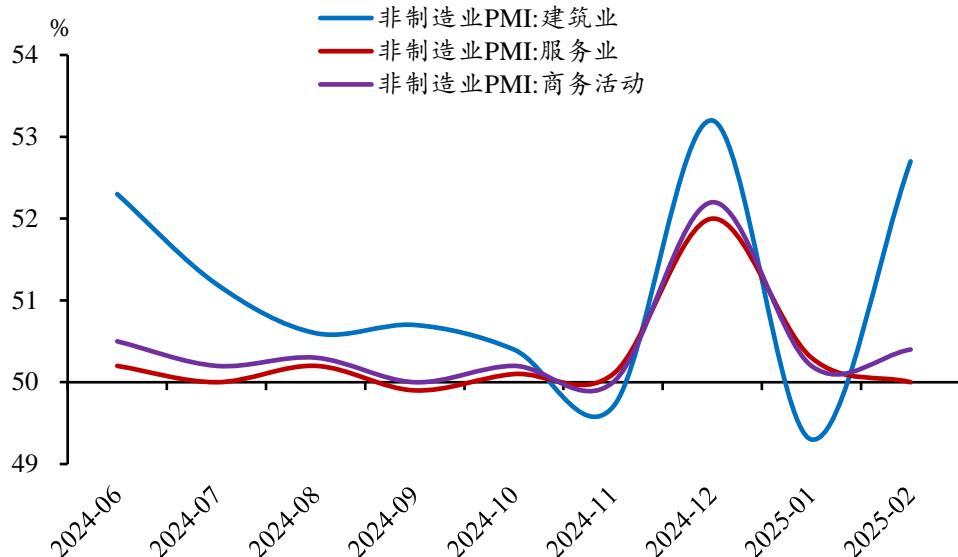
二、基建加速发力，带领建筑业 PMI 强势反弹

和 2023、2024 年相比起来，今年年初非制造业 PMI 的景气度水平相对而言比较弱，但非制造业部分并非没有亮点。

服务业扩张速度放缓，但建筑业扩张异常明显带动了非制造业的反弹。节后假日效应消退，与居民消费相关的服务业景气度回落，服务业景气度水平从 1 月的 50.3% 回落至 50% 的临界点上。与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落则较为明显。与此同时，投资项目也在节后陆续动工，基础设施项目建设施工进度加快，土木工程建筑业商务活动指数为 65.1%，升幅较大。节后基建加速发力下，建筑业景气度强势反弹至 52.7%。2 月建筑业景气度明显反弹，带动非制造业景气度回升。

2 月建筑业景气度较 1 月大幅上升了 3.4 个百分点，这符合节后复工的季节性规律，但需要注意的是 2 月与基建投资密切相关的土木工程建筑业商务活动指数升至 60% 以上，体现节后基建投资全面发力。我们认为，随着各个重大基建项目的陆续启动，这些基建投资有望通过接续效应推动基础设施建设实物工作量集中释放，进而更好发挥稳增长的作用。

图 8：建筑业扩张异常明显



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、当强生产脉冲渐弱，基建有望接过大旗

今年年初制造业 PMI 已有自然回落，而继去年年底制造业强生产脉冲之后，后续的经济增长动力在哪里？

我们认为当前内需、消费不可一蹴而就，再加上海外关税施压下，基建或是承接生产脉冲渐弱后较适合的接力棒。从对冲出口和地产走弱、托底经济的角度看，2025 年对基建投资依然有依赖。

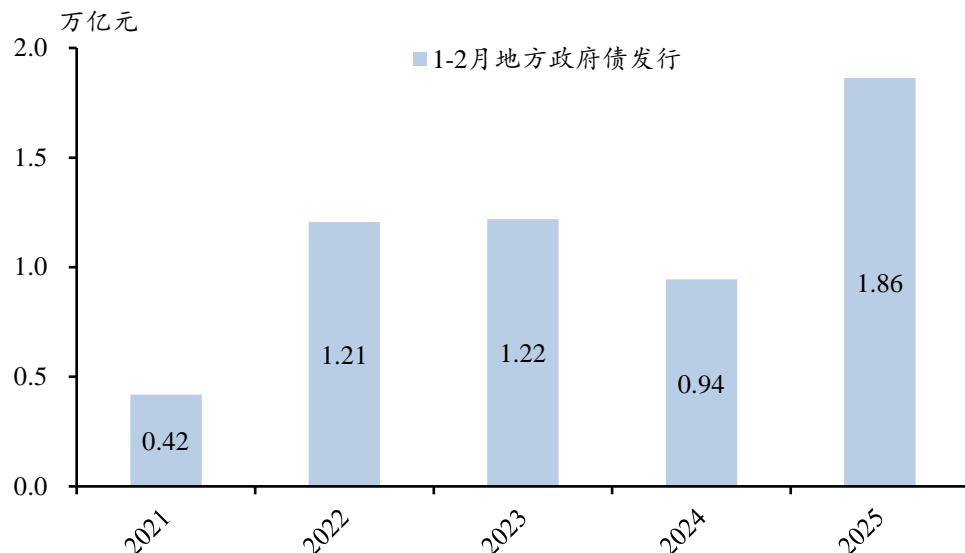
一是相较往年，今年重大项目清单发布节奏明显提前。今年开年以来，很多省份为抓投资稳增长，采取提早谋划、提早发布做法。相较于往年常在 2、3 月发布省级重点项目名单不同，今年很多省份将发布时间提前至 1 月，重大项目清单的发布节奏明显提前。虽然各地对重大项目和标准各不相同，但都具备一定的规模，我们认为今年项目清单发行节奏提前，或是为了项目早确定、早落地、早发力。

二是今年 1-2 月地方债发行明显高于往年同期表现。2025 年是“十四五”规划收官之年，也是为“十五五”规划开好局打下基础的关键之年，积极应对经济下行压力变得更加重要，基建可能成为重点关注之一。根据今年 1-2 月地方债的表现来看，地方债已经发行 1.86 万亿元，明显高于往年同期的表现。

这并不意味着不重视消费，大力提振消费、适度加力基建投资有望是扩大内需的重要抓手。不过客观来说，消费的提振需要时间，而基建有望成为消费提振起来之前的一个过渡和支撑。

基于此，当强生产脉冲减弱时，基建有望成为承接经济增长动能的重要支撑。

图 9: 今年 1-2 月地方债发行明显高于往年



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准15%以上； 增持： 股价相对强于基准5%~15%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	看好： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。