

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

信达证券股份有限公司  
CINDASECURITIESCO., 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

## 一个重要变化是基建活动预期升温

2026年3月5日

- **制造业 PMI 低于预期系新订单影响。**制造业 PMI 的主要拖累在于生产端，但其回落与季节性规律有关。从历史规律来看，春节月过后，制造业生产景气度往往会重新反弹。我们认为，2月订单端外需疲软程度显著高于内需，制造业 PMI 不及预期或源于市场低估了外需订单的变化。我们认为，春节月的海外新订单需求回落暂时性扰动，并非外需持续性回落。IEEPA 关税由 122 条款关税替代后，出口订单仍有利好窗口，春节月后制造业新出口订单或将迎来修复。
- **非制造业的重要变化是基建活动预期升温。**房屋建筑业和土木工程建筑业景气水平均较 1 月份有不同程度的下降，但建筑业活动预期指数重返临界点以上，土木工程建筑业业务活动预期更升至 54% 以上。今年反内卷政策对制造业投资或有压制，叠加地产投资修复节奏偏缓，投资端若要切实成为实体经济的重要支撑发力点，亟需充分发挥基建投资的逆周期调节作用，后续需重点跟踪节后基建项目的落地节奏与施工推进进度。
- **地缘局势冲突持续阶段，短期内更利好资源品而非科技。**地缘事件频发下，通胀预期升温，海外市场也不断推迟对美联储降息时点的预期。2 月中旬，海外市场预期美国将 6 月、9 月降息，直至 3 月 3 日，该预期进一步推迟至 7 月和 12 月。相比于科技，通胀预期上行和流动性预期收紧的这种组合更有利于资源品。A 股方面，当前海外地缘与市场环境波动有所加大，不过我们判断，伊朗局势对 A 股市场的冲击更多体现在短期。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期，关税摩擦超预期升级，地缘局势升级等。

目录

一、制造业 PMI 低于预期系新订单影响.....	3
二、基建活动预期升温.....	5
风险因素 .....	8

图目录

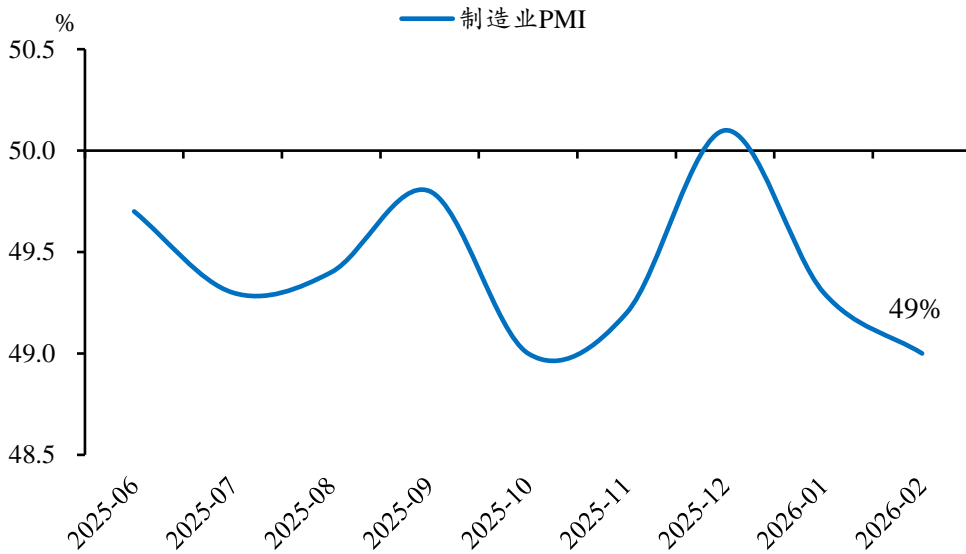
图 1：制造业景气度水平回落 .....	3
图 2：生产端和需求端的景气度双双回落.....	3
图 3：新出口订单 PMI 表现为 2025 年 4 月以来新低.....	4
图 4：2 月仅消费品行业 PMI 回升 .....	5
图 5：建筑业景气度淡季回落 .....	6
图 6：持续跟踪两大价格指标的边际变化.....	6
图 7：价格端指标相对变化不大.....	7

## 一、制造业 PMI 低于预期系新订单影响

制造业 PMI 的主要拖累在于生产端，但其回落与季节性规律有关。2 月制造业 PMI 为 49%，较 1 月份下降 0.3 个百分点。生产 PMI 下降 1 个百分点，新订单 PMI 下降 0.6 个百分点，可见 2 月制造业 PMI 的主要拖累在于生产端，背后更多与季节性规律有关。以往春节落在 2 月的年份里，企业停工、员工返乡下，制造业生产景气度往往回落。今年春节假期有所延长，有效工作日减少，企业生产活动受到影响，制造业生产景气度也出现类似下降。从历史规律来看，春节月过后，制造业生产景气度往往会重新反弹。

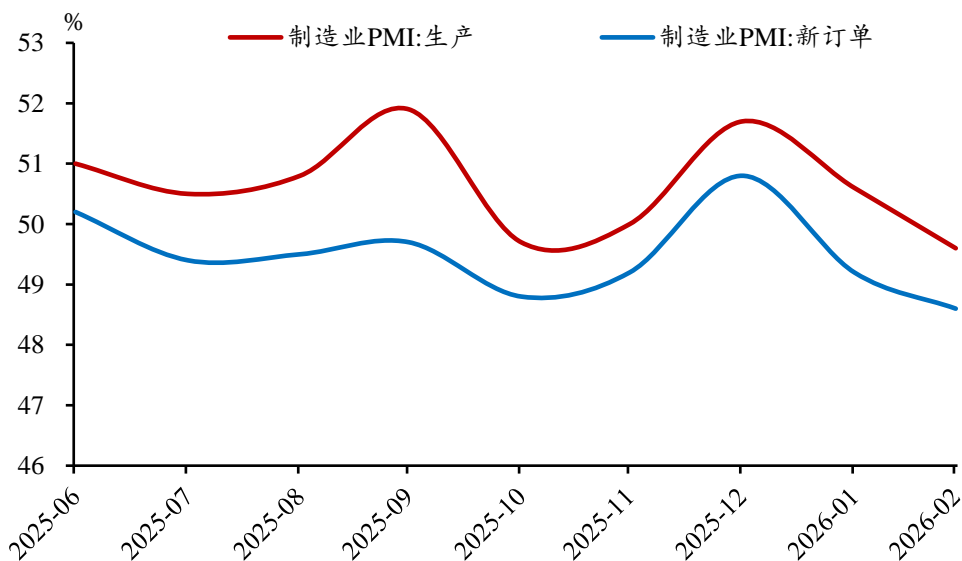
制造业 PMI 比市场预期还弱，可能主要来自需求端，尤其是海外订单。与生产不同的是，新订单不仅反映国内的订单需求，也反映了国外的订单需求，有国内外因素的共同作用，因此季节性不及生产端显著。但 2 月新出口订单仅仅录得 45%，这是 2025 年 4 月以来最低水平。不仅如此，新出口订单的回落幅度也是往年同期最大。我们认为，2 月订单端外需疲软程度显著高于内需，制造业 PMI 不及预期或源于市场低估了外需订单的变化。

图 1：制造业景气度水平回落



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图 2：生产端和需求端的景气度双双回落

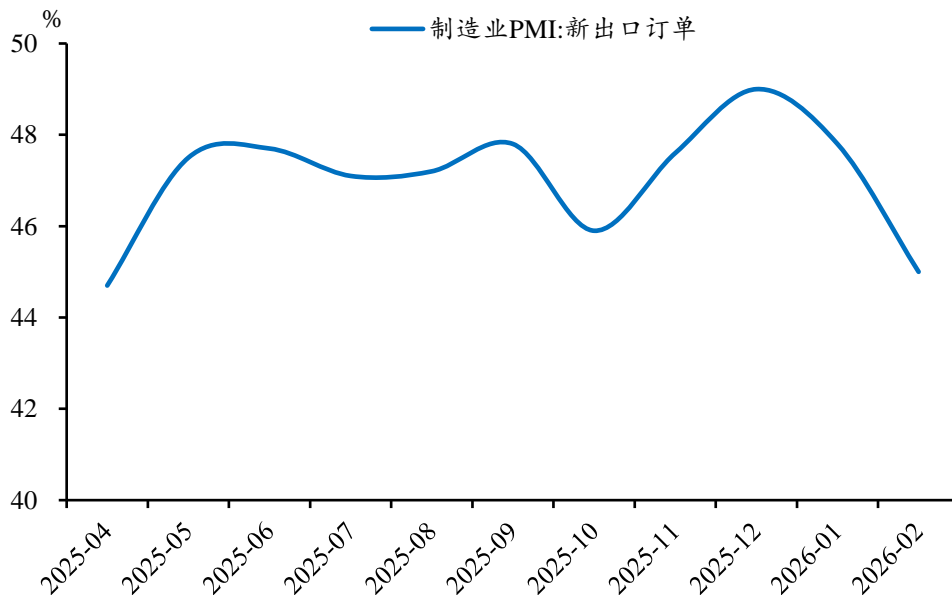


资料来源：ifind，信达证券研发中心

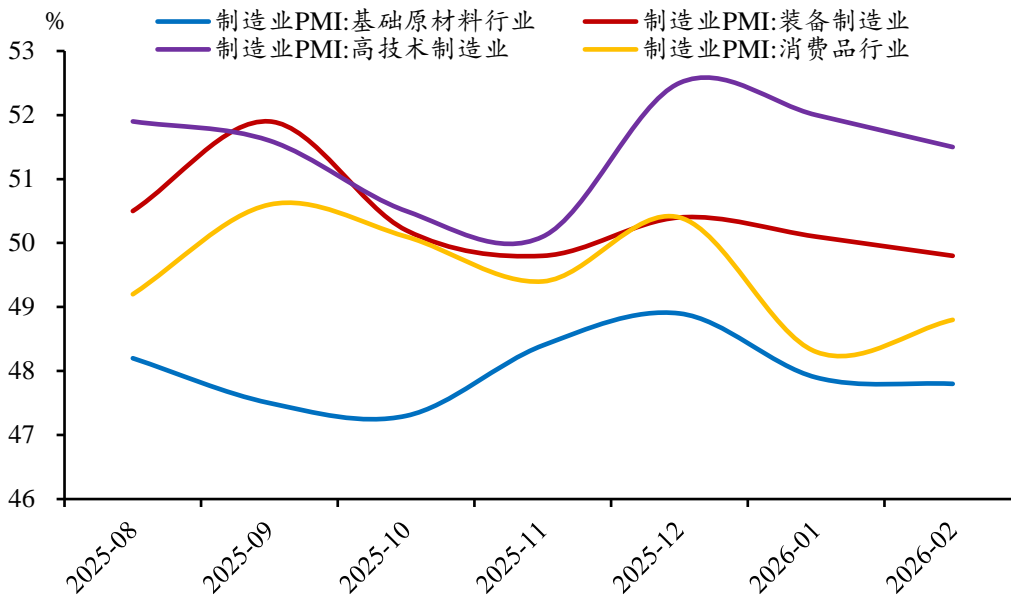
我们认为，春节月的海外新订单需求回落暂时性扰动，并非外需持续性回落。2025年4月，特朗普政府启动对等关税时，中国制造业新出口订单 PMI 降至 44.7%。今年2月，新出口订单 PMI 则回落至 45%。二者表现都偏弱，但从背后的因素来看，我们认为这一订单回落可能偏短期。一是今年春节假期延长，有效工作日仅 16 天，企业有效排单时间被压缩。二是中国多个贸易伙伴制造业景气度仍在扩张区间，未显现外需持续性回落的信号。2月欧元区制造业 PMI 从 49.5% 上升至 50.8%，是自去年 8 月以来首次进入扩张区间；2月 ASEAN 制造业 PMI 也从 52.8% 上升至 53.8%。

IEEPA 关税由 122 条款关税替代后，出口订单仍有利好窗口，春节月后制造业新出口订单或将迎来修复。当地时间 2 月 20 日，美国联邦最高法院以 6: 3 的投票结果裁定特朗普政府的 IEEPA 关税无效。裁决公布后，特朗普政府已迅速采取行动，援引《1974 年贸易法》第 122 条加征 10% 的全球临时关税，该关税于 2 月 24 日正式生效，成为替代 IEEPA 关税的方案。在此期间，构成出口的阶段性利好窗口，春节月过后，制造业新出口订单有望迎来修复。

图 3：新出口订单 PMI 表现为 2025 年 4 月以来新低



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 4：2 月仅消费品行业 PMI 回升**


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

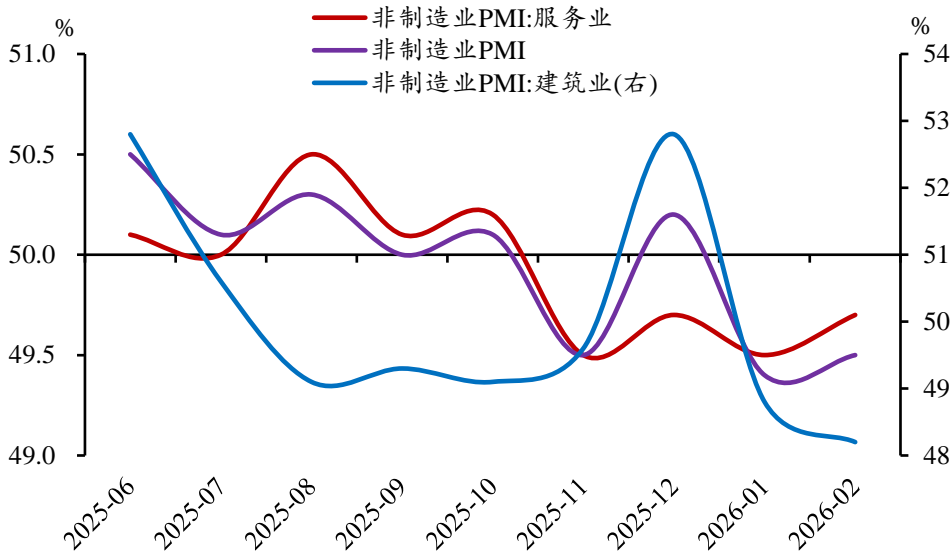
## 二、基建活动预期升温

**2月非制造业的景气度虽然回升，但其回升幅度也弱于预期。春节假期影响下，建筑业和服务业景气度分化。**

节日消费效应提振下，服务业景气度小幅提升。今年2月，服务业景气度为49.7%，较1月份上升0.2个百分点，这与春节假期出游人次和出游总消费创历年新高相呼应。居民出行意愿提升，航空运输业景气度上升；居民购物意愿带动下，零售业景气度在52%以上；居民假期聚餐和休闲意愿提升下，餐饮业和文体娱乐业的景气度也有明显上升。

**建筑业景气度淡季下滑，但基建活动预期升温。**受春节假期员工返乡、施工暂停等因素的影响，建筑业的PMI降至48.2%。行业上，房屋建筑业和土木工程建筑业景气水平均较1月份有不同程度的下降。但建筑业业务活动预期指数为50.9%，高于前值1.1个百分点，重返临界点以上。其中，土木工程建筑业业务活动预期升至54%以上，这反映出土木工程建筑企业对节后基建活动的乐观预期升温。

今年年内反内卷政策延续对制造业投资或有压制，叠加地产投资修复节奏偏缓，投资端若要切实成为实体经济的重要支撑发力点，亟需充分发挥基建投资的逆周期调节作用，后续需重点跟踪节后基建项目的落地节奏与施工推进进度。

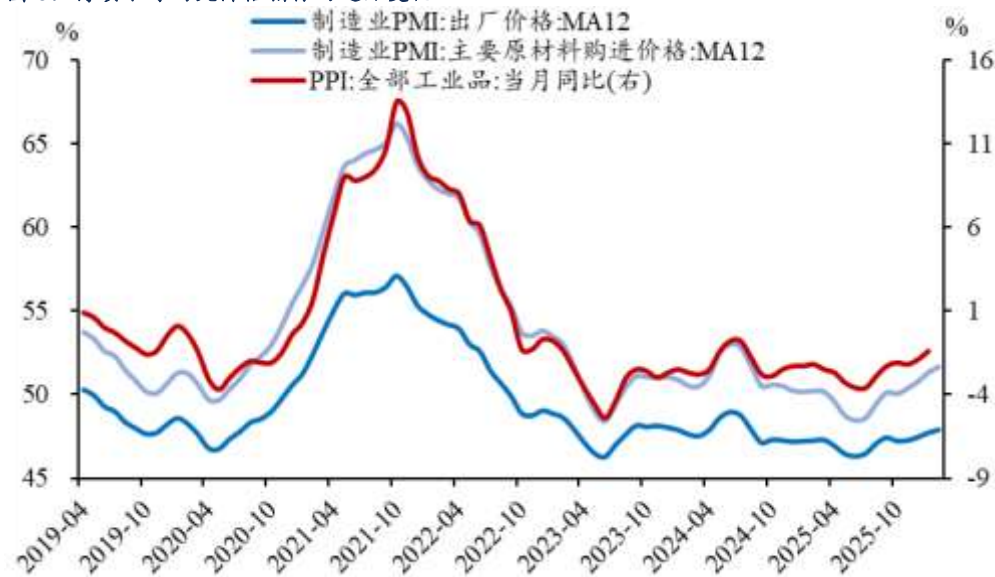
**图 5：建筑业景气度淡季回落**


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

从价格端来看，地缘局势冲突带来的价格影响尚未充分显现，需持续关注价格变化。近期地缘事件频发推升能源价格，市场对通胀的担忧再度升温。然而，制造业原材料购进价格指数与出厂价格指数显示，地缘冲突的价格传导效应尚未纳入 2 月数据。今年物价层面的核心变化之一，在于 PPI 有望迎来转正拐点，因此后续需持续跟踪两大价格指标的边际变化。

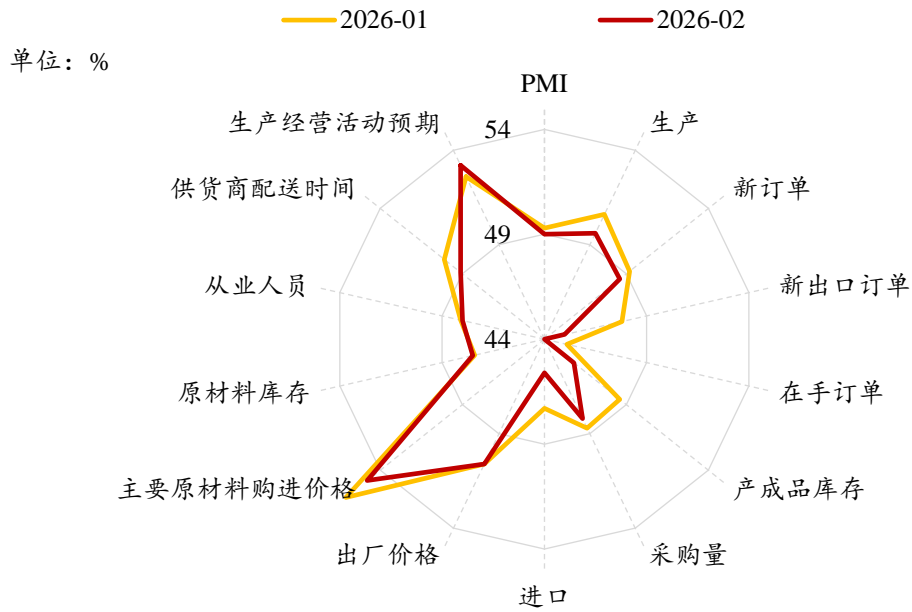
**地缘局势冲突持续阶段，短期内更利好资源品而非科技。**地缘事件频发期间，通胀预期升温，海外市场也不断推迟对美联储降息时点的预期。2 月中旬，海外市场预期美国将 6 月、9 月降息。3 月 1 日，海外市场对美国降息时点的预期推迟至 7 月、10 月，直至 3 月 3 日，该预期进一步推迟至 7 月和 12 月。相比于科技，通胀预期上行和流动性预期收紧的这种组合更有利于资源品。

A 股方面，当前海外地缘与市场环境波动有所加大，不过我们判断，伊朗局势对 A 股市场的冲击更多体现在短期，我们依旧维持 A 股以震荡和结构性机会为主的结论。

**图 6：持续跟踪两大价格指标的边际变化**


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 7：价格端指标相对变化不大



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，关税摩擦超预期升级，地缘局势升级等。

## 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，任高级经济学家和宏观首席分析师。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开发中心，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、意见及推测仅供参考，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；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

## 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。