



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007）

zhaohonghe@gjzq.com.cn

“抢出口”带动 2 月 PMI 重回扩张

基本内容

总的来看，2 月 PMI 数据与高频数据显示年初经济或有望维持韧性。受抢出口影响，年初出口预计维持高增，经济能否延续复苏或还需取决于后续出口的景气度以及政策的应对措施。

风险提示

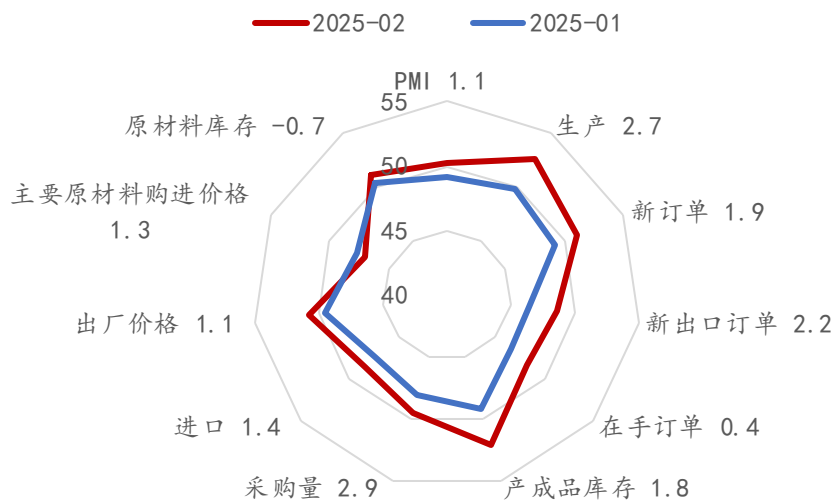
1) 关注后续贸易摩擦情况；2) 关注中国政策发力情况和后续基本面复苏节奏



2月制造业PMI为50.2，重回荣枯线水平之上，而且环比超季节性上升1.1个百分点，高于2015-2019年春节次月平均环比涨幅的0.8个百分点。

其中生产指数上行2.7个百分点（历史环比均值1.8）至52.5%，新订单指数上行1.9个百分点（历史环比均值1.2）至51.1%。

图表1：制造业PMI分项变动（单位：%）



来源：WIND，国金证券研究所

核心还是“抢出口”带动制造业景气度维持高位。

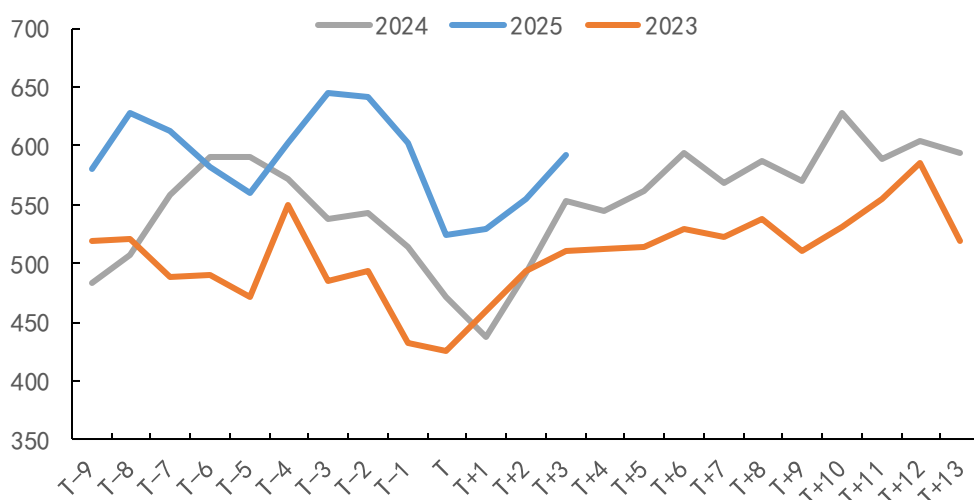
特朗普胜选之前，中国外贸企业已经开启“抢出口”模式，特朗普胜选后，“抢出口”进入加速。2024年12月，美国自中国进口同比增长10.1%，中国对美出口同比增长15.6%。

2025年1月，美国集装箱进口量达到创纪录的248.7万TEU，其中美国从中国进口量环比增长10.6%，同比增长10.2%。中国1-2月港口集装箱吞吐量同比增长10.3%，货物吞吐量同比增长2.8%。

2月PMI出口新订单指数在“抢出口”的带动下上行2.2个百分点，至48.6%。“抢出口”也拉动了装备制造业的景气度上升，2月装备制造业生产指数运行在54%以上，较1月进一步上升接近2个百分点。

“抢出口”模式下，价格分项也在继续回暖。2月PMI主要原材料购进价格、出厂价格指数分别上行1.3和1.1个百分点，为本月PPI数据提供了积极指引。

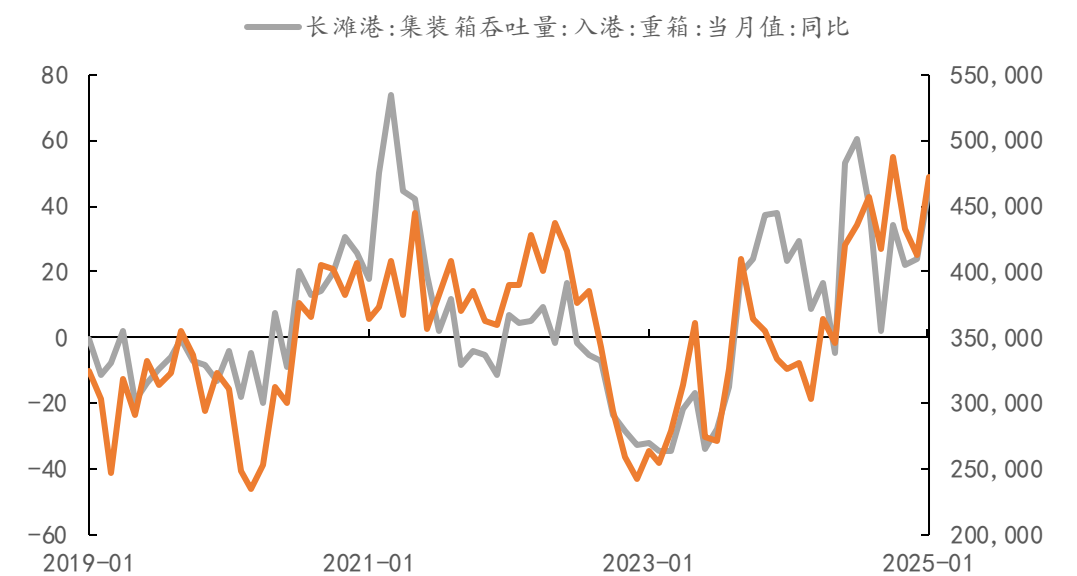
图表2：中国港口完成集装箱吞吐量（单位：万标准箱）



来源：同花顺，国金证券研究所



图表3：美国长滩港集装箱吞吐量（单位：万吨）



来源：同花顺，国金证券研究所

但“抢出口”的拐点或已渐行渐近。

2月以来中美贸易摩擦加剧或导致抢出口窗口期缩短，出口对经济支撑的持续性存疑。2月1日，美国宣布对中国加征10%的关税（在2月4日落地），并在2月27日宣布将在3月4日对中国额外加征10%关税。

目前特朗普已经两次宣布对中国加征10%的关税（2月4日和3月4日）。如果全部落地，那么加征力度和范围已经超过了2018-2019年的贸易摩擦。按照上一轮经验，伴随着加征关税正式落地，高关税将导致相关商品出口增速快速回落，由于订单与出口存在滞后性，这意味着“抢出口”可能在几个月后出现拐点。

出口的不确定性在也体现在2月的PMI数据中，虽然2月制造业产需数据均较强，但制造业PMI生产经营活动预期指数、原材料库存指数分别下滑了0.8、0.7个百分点，至54.5%、47%。

未来，政策导向也有望从“定力”逐步切换为“发力”。

截止目前，国内政策依然偏后置。年初以来，货币政策更强调择机配合而非加码，重心主要在“稳汇率”上，如四季度货币政策执行报告中“增强宏观政策协调配合”取代了“加大货币政策调控强度”，同时继续强调要增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置。这也导致了年初以来，央行将资金利率维持在政策利率之上，市场降准降息预期持续落空。

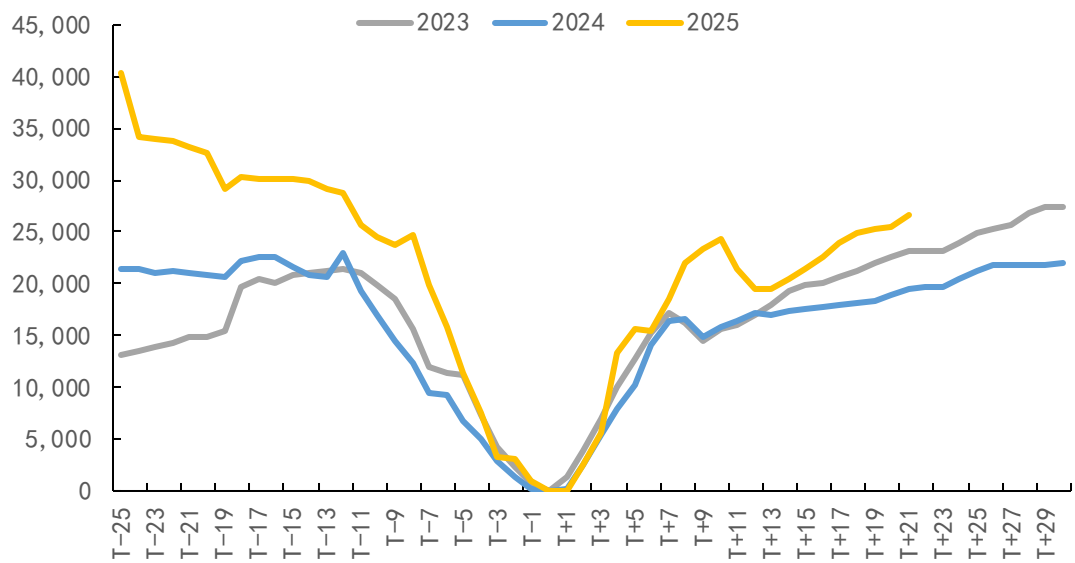
财政政策目前的重心在化债防风险，也为未来外部环境不确定时留出内部的政策空间，24年11月人大常委会提出12万亿元化债方案后，目前各地均在加速推进置换存量隐性债务工作，1-2月wind口径再融资专项债发行规模超过1万亿。额外的增量措施要等到3月全国两会之后。

政策后置，一方面是稳定的基本面给政策吃了定心丸，年初的高频数据、2月PMI数据等均表明当下经济韧性依旧，比如“抢出口”带动年初出口有望维持高位；去年地产政策继续发酵，年初二手房成交继续放量，70大中城市新建住宅价格指数环比降幅收敛；以旧换新政策下，手机等补贴商品消费维持高位。

另一方面是外部环境的压力尚未正式到来，今年政策的重要任务之一是应对外部摩擦导致的波动，年初中美贸易摩擦刚刚开始，其对经济的影响尚未完全显现，政策需要保持定力，以待后续。未来“抢出口”结束，意味着政府或将出台更大规模的政策来提振市场信心。



图表4：9大样本城市二手房成交面积（单位：平方米）



来源：WIND，国金证券研究所绘制

风险提示

- 1) 特朗普对邻国、盟友乃至全球频繁利用关税施压，关注后续中美贸易摩擦的演进路径。
- 2) 面对外部环境的不确定性，关注中国政策发力应对的情况，将影响后续基本面的复苏节奏。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究