

PMI 结构分化明显，关注价格环比回升期的政策效果

——2019年2月PMI数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

010-83561312

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

13167097302

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：PMI小幅回升源于节前备货与低基数——2019年1月PMI数据点评

2019-2-1

宏观报告：从供给侧看当前PMI数据——2018年8月PMI点评

2018-8-31

● PMI 弱于季节性，结构分化明显

2019年2月制造业PMI季节性回落至49.2%，跟春节分布相似的年份对比，2019年2月PMI属于较弱的水平：一方面，1月企业节前备货，2月原材料回补减弱，原材料库存指数从48.1%回落至46.3%，对PMI下降0.3个百分点的贡献率为73.5%；另一方面，受春节影响，2月工作天数比1月少5天，部分企业停工减产，生产指数从50.9%回落至49.5%，为2009年以来首次跌破荣枯线，对PMI下降0.3个百分点的贡献率为142.9%。同时，PMI是环比概念，我们通过环比累乘法得到的PMI同比增速从19.4%下行至16.8%。

● 建筑业景气度仍高

2019年2月建筑业PMI回落1.7个百分点至59.2%，主要受春节假日和雨雪天气等因素影响，剔除季节因素影响，建筑业景气度仍然较高，地产新开工或继续维持高位，而基建投资延续反弹。建筑业高景气度的背后：第一，开发商加快开工和推盘来对冲房地产市场降温，但地产销售可能继续低迷很长一段时间，随着房企自有资金的消耗，这种高周转模式难以为继，2019年上半年或将看到新开工增速的放缓，房地产投资也将下一个增速平台，结构上可能是建安工程投资增速上行对冲土地购置费下行，若如此，对建筑业就业将形成支撑；第二，政策在基建资金来源、项目审批和落地上均给予大力支持，各地方两会也纷纷推出新基建的相关政策，2019年一季度基建投资增速反弹力度很可能远超出2018年四季度。

● 关注价格环比回升期的政策效果

2月PMI受到春节影响较大，可能会出现部分经济指标明显波动的现象，并且本月PMI结构分化明显，大型企业好于小型企业，部分指标可持续性待观察。3月PMI大概率反弹，根据1-3月数据综合判断经济运行特点可能会更为准确，目前来看，价格已经处于一个环比回升期，同时2-4月PPI翘尾因素在回升，这将给企业带来一定喘息空间，由于经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，未来几个月稳增长力度足够大，可能就不会发生深度通缩，企业盈利在总量（盈利增速不会断崖式回落）和结构（上游行业对下游行业利润挤压程度降低）上取得平衡。

● 风险提示：政策落实不及预期

目 录

1、 PMI 弱于季节性，结构分化明显.....	3
2、 建筑业景气度仍高.....	5
3、 关注价格环比回升期的政策效果.....	6

图表目录

图 1: 环比累乘法得到的 PMI 同比增速下降 (%)	4
图 2: 生产指数和原材料库存指数是 PMI 下降的主要贡献.....	4
图 3: PMI 从业人员指数回落 (%)	4
图 4: 价格处于环比回升期 (%)	5
图 5: 建筑业 PMI 季节性下降 (%)	5

事件：

2019年2月份中国制造业PMI为49.2%，前值49.5%；非制造业商务活动指数为54.3%，前值54.7%。综合PMI产出指数为52.4%，前值53.2%。

1、PMI 弱于季节性，结构分化明显

2019年2月制造业PMI季节性回落至49.2%，跟春节分布相似的年份对比，2019年2月PMI属于较弱的水平：一方面，1月企业节前备货，2月原材料回补减弱，原材料库存指数从48.1%回落至46.3%，对PMI下降0.3个百分点的贡献率为73.5%。同时，受春节影响，2月工作天数比1月少5天，部分企业停工减产，生产指数从50.9%回落至49.5%，为2009年以来首次跌破荣枯线，对PMI下降0.3个百分点的贡献率为142.9%。另一方面，PMI是环比概念，我们通过环比累乘法得到的PMI同比增速从19.4%下行至16.8%，显示PMI弱于季节性。对PMI各细分项分析如下：

其一，生产放缓，不同企业之间存在分化。总量上，生产指数回落。结构上，大型、中型企业生产指数分别回落1、0.8个百分点，小型企业生产指数回落3.6个百分点，主要由于春节期间部分大中型企业不停产且节后复工相对较早，而小型企业假期普遍停产且节后复工缓慢。从发电耗煤量等高频数据可以看出2019年2月开工强度较为一般，我们预计1-2月工业增加值同比增速下行至5.5%。

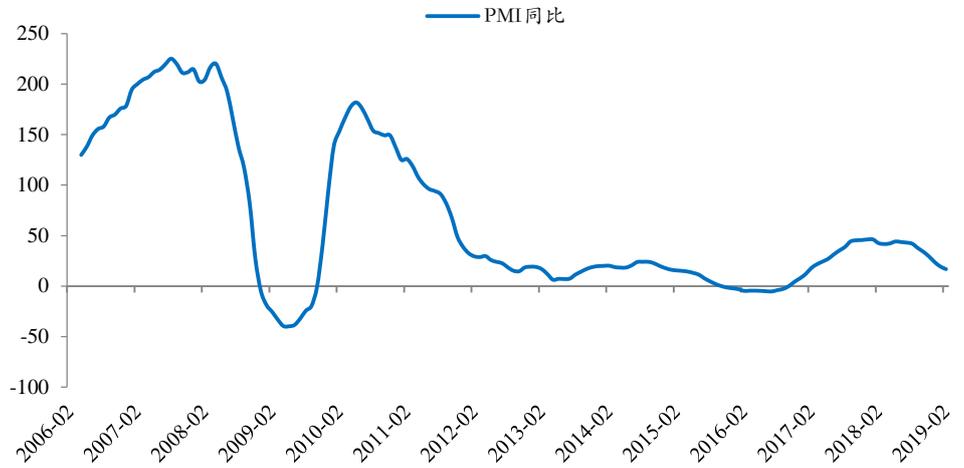
其二，新订单指数回落。反映外部需求的新出口订单指数从46.9%降至45.2%，为2012年以来最低，连续9个月位于收缩区间，尽管贸易谈判形势乐观，但影响2019年出口另一个核心逻辑是全球经济增速放缓，韩国等可比国家出口增速已经持续下行，2019年中国出口增速回落应是大概率，分歧在于下行斜率，我们之前一直提到的“出口增速存在三个预期差”，目前“中美双方经贸关系有望迎来缓和期”很可能会兑现，这对两国贸易预期起正向作用，另外两个预期差在于：一是2019年全球经济增速可能并非大幅回落，尤其是美国经济从过热向均衡收敛，实际经济增速依然能维持较高的水平；二是不容忽视的中国出口退税政策的对冲作用。从结构上看，小型企业新出口订单指数从50.6%大幅下滑至38.9%，为2013年以来最低，小型企业存在明显的节前抢出口行为，且超出了季节性，可能是因为小型企业对贸易谈判预期谨慎或小企业出口占比较大，对新订单指数进行6个月移动平均处理，小型企业新订单指数自2018年下半年以来处于上升趋势，而大中型企业均处于明显的下降趋势。

第三，新订单指数重回扩张区间。新订单指数从49.6%回升至50.6%，重回扩张区间，从结构上看，主要是大型企业带动，最近三年（2017-2019年），大型企业节后复工相对较快，新订单受春节因素影响较小，例如2018年是一个典型的复工强度弱、终端需求启动缓慢的年份，但2月大型企业新订单指数从54.7%回升至55.1%，中小型企业新订单指数均回落。因此，由大型企业带动的新订单指数回升，其可持续性待观察，暂不能说明内需企稳。

其四，从业人员指数继续回落。从业人员指数下降0.3个百分点至47.5%，春节影响是一方面，但从业人员指数下降已经形成趋势，更多的还是反映经济下行时期，企业部门的压力传导至居民部门，表现为降薪裁员等。短期最根本的应对之策就是依靠积极财政政策稳增长，从而稳住就业。虽然现在强调经济高质量发展，但是为了避免经济增速过快下滑引发失业增加等社会问题，同时也为了防止经济陷入“债务-通缩”陷阱，仍需要经济政策继续调整来保证一定的经济增速。从之前各地召开的地方两会来看，稳就业处于突出位置。

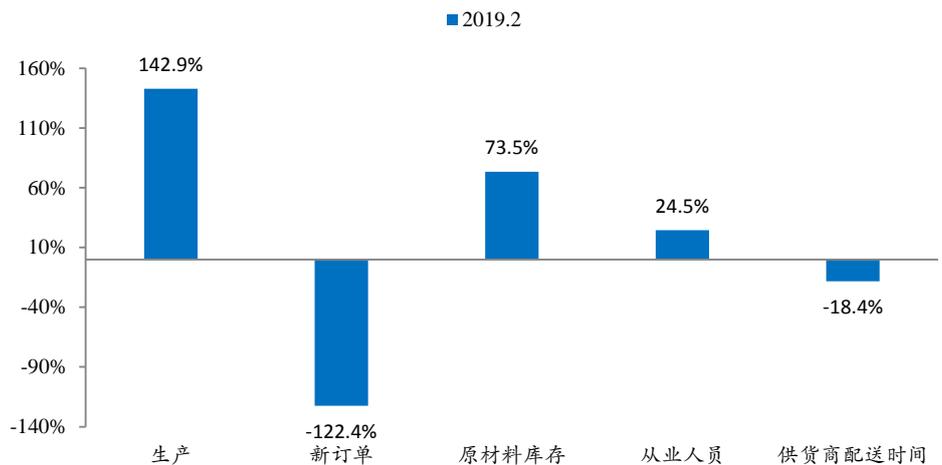
其五，价格环比回升。主要原材料购进价格和出厂价格指数均显著回升，2月螺纹钢、原油、铜等大宗商品价格环比增速上升并转正。1月生意社大宗商品供需指数(BCI)为-0.03%，均涨幅自2018年10月以来首次转正(0.13%)，我们预计2月PPI环比增速继续回升并有望转正，同比增速上升至0.2%。

图1： 环比累乘法得到的PMI同比增速下降(%)



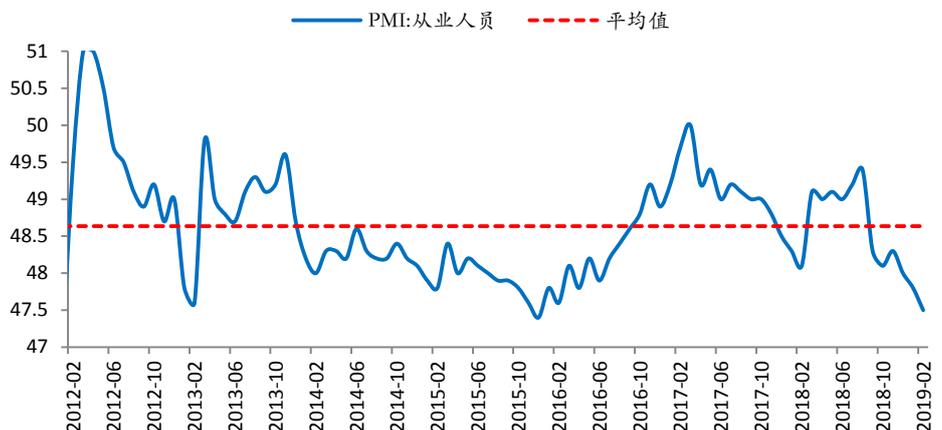
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 生产指数和原材料库存指数是PMI下降的主要贡献

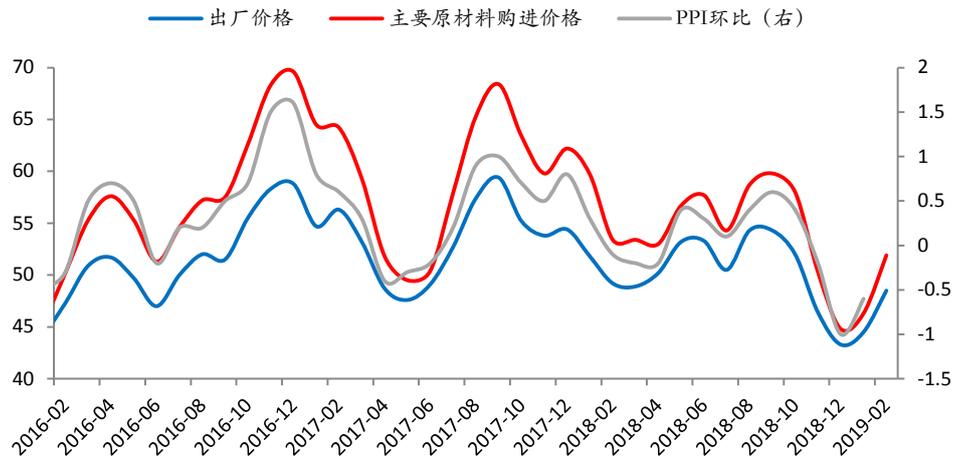


资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： PMI从业人员指数回落(%)



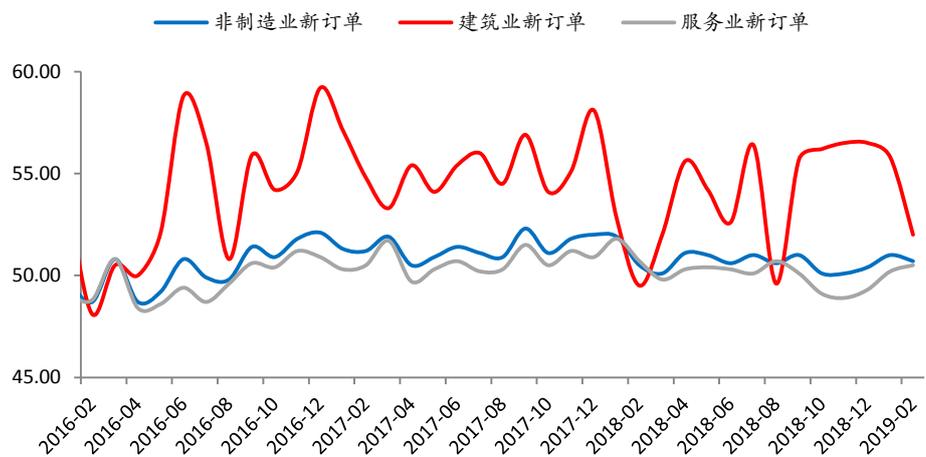
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 价格处于环比回升期（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 建筑业景气度仍高

2019年2月建筑业PMI回落1.7个百分点至59.2%，主要受春节假日和雨雪天气等因素影响，剔除季节因素影响，建筑业景气度仍然较高，地产新开工或继续维持高位，而基建投资延续反弹。建筑业高景气度的背后：第一，开发商加快开工和推盘来对冲房地产市场降温，但地产销售可能继续低迷很长一段时间，随着房企自有资金的消耗，这种高周转模式难以为继，2019年上半年或将看到新开工增速的放缓，房地产投资也将下一个增速平台，结构上可能是建安工程投资增速上行对冲土地购置费下行，若如此，对建筑业就业将形成支撑；第二，中央政府在基建资金来源、项目审批和落地上均给予大力支持，各地方两会也纷纷推出新基建的相关政策，2019年一季度基建投资增速反弹力度很可能远超出2018年四季度。

图5： 建筑业 PMI 季节性下降（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、关注价格环比回升期的政策效果

2月PMI受到春节影响较大,可能会出现部分经济指标明显波动的现象,并且本月PMI结构分化明显,大型企业好于小型企业,部分指标可持续性待观察。3月PMI大概率反弹,根据1-3月数据综合判断经济运行特点可能会更为准确,目前来看,价格已经处于一个环比回升期,同时2-4月PPI翘尾因素在回升,这将给企业带来一定喘息空间,由于经过市场自发去产能与行政去产能,供给曲线变得陡峭,未来几个月稳增长力度足够大,可能就不会发生严重通缩,企业盈利也将在总量(盈利增速不会断崖式回落)和结构(上游行业对下游行业利润挤压程度降低)上取得平衡。

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13998

