

## 内需驱动需求改善，未来无需过度悲观

### 点评：

- **企业景气度继续下降。**今日统计局公布数据显示企业景气度继续下降。2月中采制造业PMI较上月下降0.3个百分点至49.2%（图1），继续在荣枯线以下运行。非制造业商务活动指数同样有所回落，2月较上月下降0.4个百分点至54.3%。综合PMI产出指数较上月下降0.8个百分点至52.4%，而建筑业商务活动指数较上月下降1.7个百分点至59.2%。经济依然疲弱。分企业类型看，中型和小型企业景气度继续恶化，分别较上月下降0.3和2.0个百分点至46.9%和45.3%，均落至荣枯线以下，而大型企业PMI指数较上月回升0.2个百分点至51.5%（图6）。这与稳增长政策发力效果有关。
- **内需改善推动需求回升，未来或将持续。**从分项指数看，虽然制造业PMI的大多数分项指数均有所回落，但新订单指数和价格指数有所回升（图2）。其中较为重要的是代表需求的新订单指数回升。2月新订单指数较上月显著回升1.0个百分点至50.6%，显示需求存在回暖迹象。而带动需求回升的则主要是内需，因为代表外需的新出口订单指数较上月下跌1.7个百分点至45.2%，显示外需将继续走弱。我们估算的内需新订单指数较上月回升1.7个百分点。随着稳增长政策发力，社融增速持续回升，需求将延续回升态势。虽然短期生产面依然偏弱，制造业PMI中生产指数较上月回落1.4个百分点至49.5%，显示短期经济依然偏弱。但需求面的持续改善意味着未来经济下行压力将逐步缓解，因而无需对未来过于悲观。
- **工业品价格环比小幅回升，企业库存继续去化。**随着需求的持续回升，以及部分工业品供给受限，工业品价格再度呈现回升态势。2月PMI中主要原材料购进价格和出厂价格较上月回升5.6和4.0个百分点至51.9%和48.5%，这与高频数据显示的2月主要工业品价格走势一致，预设着2月PPI环比或将转正（图4），同比或将回升。受前期需求走弱影响，企业继续处于去库存过程中，2月产成品库存指数较上月下降0.5个百分点至46.4%（图5），库存反应存在滞后。
- **短期经济下行压力依然存在，但需求回升意味着对未来无需过度悲观。**虽然景气指数显示经济继续处于下行压力之下，但我们看到随着稳增长政策推进，特别是12月、1月财政赤字的显著增加以及信贷社融的加速投放，内需出现回升态势，带动需求面开始出现回升迹象。未来随着稳增长政策持续推进，货币政策和财政政策继续宽松，社融将总体延续回升态势。因而本月制造业PMI指数所呈现的需求回升是可持续的，春节后开工存在同比改善可能。因而无需对经济过度悲观，经济将逐步向企稳过度。基本面悲观预期的消解和实体资金面的持续改善意味着债市继续上涨缺乏动力，但在流动性继续宽松环境下，债市也难以立刻出现大幅调整，因而在货币政策转变之前，利率债将延续震荡态势。而实体经济改善带来的企业资金状况好转将推动信用利差收窄，而资本市场资金供给增加也将继续助推权益市场行情，转债、信用债和权益资产将获得更好变现。
- **风险提示：**经济下行超预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn  
联系人：张伟  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

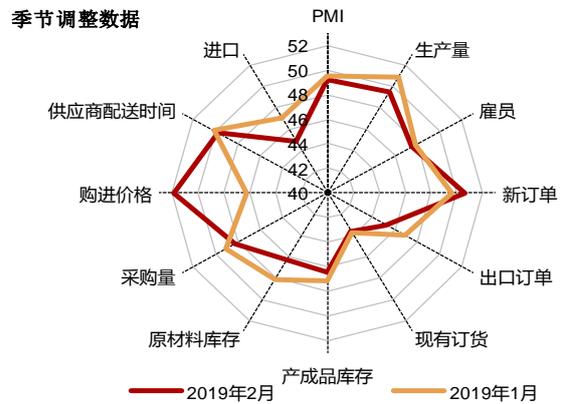
1. 静待资金进入实体经济——月度经济预测（2019-02-26）
2. 中美贸易谈判顺利推进，市场风险偏好逐步提升（2019-02-24）
3. 货币政策逆周期调节，实体资金供给继续改善——2018年4季度《货币政策执行报告》解读（2019-02-22）
4. 穿过春节影响的迷雾看经济数据——数据挖掘系列（一）（2019-02-18）
5. 实体融资回升，修正对经济悲观预期（2019-02-17）
6. 社融回升的持续性以及对经济的托底效应（2019-02-17）
7. 通胀中枢下移，这意味着什么？（2019-02-15）
8. 春节因素扰动下外贸形势假改善（2019-02-14）
9. 当前实体经济融资的五大特点——2019年1季度银行信贷经理调研（2019-02-13）
10. 社融增速将触底回升，经济下行速度或低于预期——月度经济预测（2019-02-11）

图 1: PMI 指数继续回落



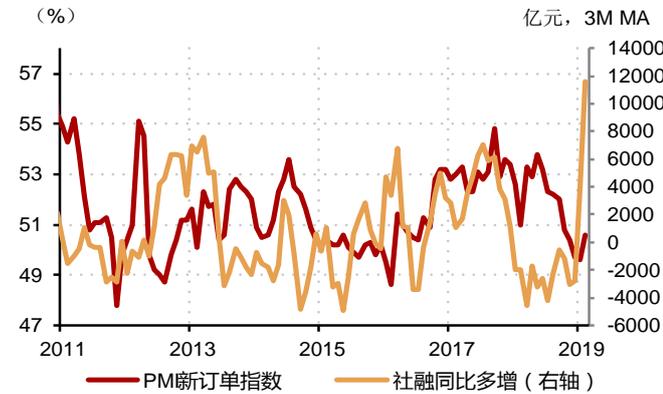
数据来源: wind、西南证券整理

图 2: 需求与价格指数回升, 其它指数普遍回落



数据来源: wind、西南证券整理。

图 3: 社融回升带动内需回升



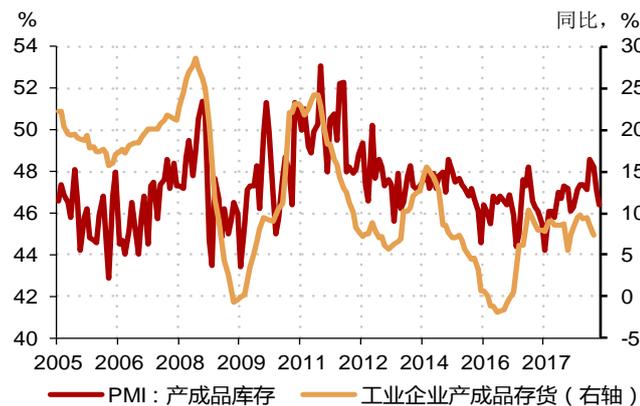
数据来源: wind、西南证券整理

图 4: 工业品价格或再度企稳回升



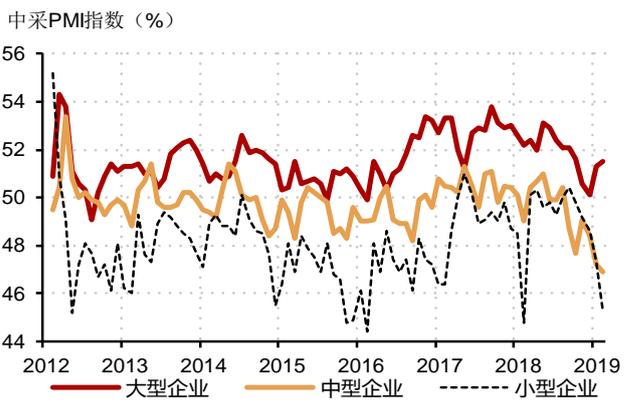
数据来源: wind、西南证券整理

图 5: 企业库存继续去化



数据来源: wind、西南证券整理

图 6: 大型企业景气度有所改善, 中小型企业继续恶化



数据来源: wind、西南证券整理

**表 1: PMI 指数**

指标	2017-11	2017-12	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02
<b>中采制造业PMI</b>																
PMI总指数	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2
生产量	54.3	54.0	53.5	50.7	53.1	53.1	54.1	53.6	53.0	53.3	53.0	52.0	51.9	50.8	50.9	49.5
雇员	48.8	48.5	48.3	48.1	49.1	49.0	49.1	49.0	49.2	49.4	48.3	48.1	48.3	48.0	47.8	47.5
新订单	53.6	53.4	52.6	51.0	53.3	52.9	53.8	53.2	52.3	52.2	52.0	50.8	50.4	49.7	49.6	50.6
出口订单	50.8	51.9	49.5	49.0	51.3	50.7	51.2	49.8	49.8	49.4	48.0	46.9	47.0	46.6	46.9	45.2
现有订货	46.6	46.3	45.3	44.9	46.0	46.2	45.9	45.5	45.7	46.7	45.2	44.3	44.3	44.1	43.7	43.6
产成品库存	46.1	45.8	47.0	46.7	47.3	47.2	46.1	46.3	47.1	47.4	47.4	47.1	48.6	48.2	47.1	46.4
原材料库存	48.4	48.0	48.8	49.3	49.6	49.5	49.6	48.8	48.9	48.7	47.8	47.2	47.4	47.1	48.1	46.3
采购量	53.5	53.6	52.9	50.8	53.0	52.6	53.0	52.8	51.5	51.8	51.5	51.0	50.8	49.8	49.1	48.3
购进价格	59.8	62.2	59.7	53.4	53.4	53.0	56.7	57.7	54.3	58.7	59.8	58.0	50.3	44.8	46.3	51.9
供应商配送时间	49.5	49.3	49.2	48.4	50.1	50.2	50.1	50.2	50.0	49.6	49.7	49.5	50.3	50.4	50.1	49.8
进口	51.0	51.2	50.4	49.8	51.3	50.2	50.9	50.0	49.6	49.1	48.5	47.6	47.1	45.9	47.1	44.8
<b>中采服务业PMI</b>	53.6	53.4	54.4	53.8	53.6	53.8	54.0	54.0	53.0	53.4	53.4	52.1	52.4	52.3	53.6	53.5
<b>中采建筑业PMI</b>	61.4	63.9	60.5	57.5	60.7	60.6	60.1	60.7	59.5	59.0	63.4	63.9	59.3	62.6	60.9	59.2
<b>综合PMI产出指数</b>	54.6	54.6	54.6	52.9	54.0	54.1	54.6	54.4	53.6	53.8	54.1	53.1	52.8	52.6	53.2	52.4
<b>非制造业商务活动指数</b>	54.8	55.0	55.3	54.4	54.6	54.8	54.9	55.0	54.0	54.2	54.9	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3
<b>财新制造业PMI</b>	50.8	51.5	51.5	51.6	51.0	51.1	51.1	51.0	50.8	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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\\_14005](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14005)

