

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

疫情冲击 PMI 跌落荣枯线下方

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年02月29日

相关研究

- 1 《宏观报告: 多措并举开启复产战“疫” - 宏观专题》 2020-02-22
- 2 《宏观报告: 战疫最吃劲时刻政策组合加码 - 宏观专题》 2020-02-16
- 3 《宏观报告: 呵护市场, 政策战“疫” 打响 - 宏观专题》 2020-02-10
- 4 《宏观报告: 呵护市场, 政策战“疫” 打响 - 宏观专题》 2020-02-10
- 5 《宏观报告: PMI 降至荣枯线, 疫情影响初现 - 宏观点评》 2020-02-01

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

数据:

根据国家统计局2月29日发布的景气度指标, 2月中采制造业 PMI 报 35.7%, 前值 50%; 非制造业 PMI 报 29.6%, 前值 54.1%; 综合 PMI 产出指数报 28.9%, 前值 53%。

事件:

截止2月29日12时, 累计报告确诊病例79389例, 当日新增确诊病例430例, 新增疑似病例248例, 新增死亡病例47例, 新增治愈2842例, 海外疫情蔓延, 全球资本市场受冲击。

观点:

- 基本面: 2月景气度数据明显转弱, 影响了去年年底经济企稳的势头, 去年12月社消同比增速8%, 为2019年下半年高位, 但1-2月, 春节叠加疫情, 生产放缓, 产能完全修复仍需时间, 节日带来的消费动能受到新型冠状病毒的抑制, 2月29日发布的中采景气度指标回落14.3个百分点, 景气度加速收缩。对供需两端产生不利影响短期难以消弭。
- 世界卫生组织总干事谭德塞28日宣布将新冠肺炎疫情全球风险级别由此前的“高”上调为“非常高”, 疫情对外贸产生的影响开始显现, 国内复产需警惕反向输入和疫情反复。
- 库存与价格: 通胀因素推高名义值, 1月CPI爬升至5.4%, 2月或仍将处于5%以上高位, 供需均受疫情影响处于低位, 2月复工积极效应尚未明显表现, 库存反映生产意愿仍弱。货币合理充裕刺激消费, 但实际需求弱, 长期对价格没有持续支撑。
- 政策面: 两条主线为稳民生和稳疫情。货币政策借助信用传导渠道预调微调的空间仍存在, 财政发力向公共医疗卫生倾斜, 基建发挥对冲恰逢其时。
- 整体来看, 疫情爆发、蔓延、控制、修复尚需要时间。一季度宏观经济下滑风险较大, 人民币汇率震荡下行, 未来或多次破7, 也需警惕外资的流动, 短期避险情绪仍上升, 中长期看好A股市场, 此次回调或恰是逐步布局的时机, 短期关注避险板块和低估值蓝筹, 以及公共医疗基建、抗病毒药物研发领域的投资空间, 继续看好5G应用产业链; 中期建议关注科技龙头和金融龙头; 长期建议关注消费蓝筹和区域经济建设。

风险提示: 经济增速下行过快; 疫情反复; 中美关系多变

内容目录

1. 疫情短期冲击 PMI 加速收缩	3
2. 需求不支撑价格，主动去库延续	4
3. 总结与建议	5

图表目录

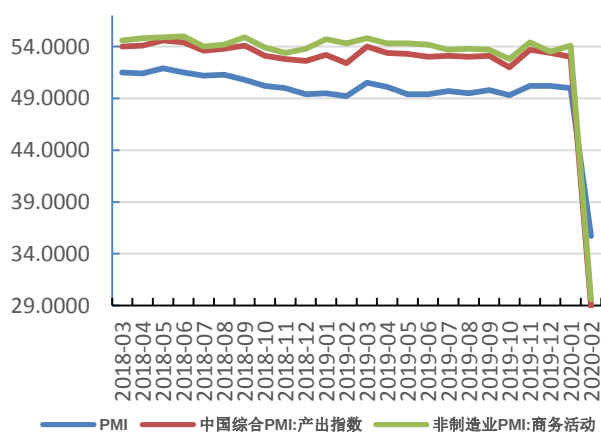
图 1: 疫情冲击下景气度明显回落	3
图 2: 2 月供需缺口有望激励复产加速	3
图 3: 2 月外贸指数快速回落	4
图 4: 2 月国际主要国家 PMI 企稳	4
图 5: 2 月内需趋弱上下游价格指数回落	5
图 6: 2 月下游产成品库存滞销，倒逼上游主动去库	5
图 7: 核心 CPI 仍然弱势，PPI 修复力量较弱	5
图 8: 受疫情影响就业压力增大	5

1. 疫情短期冲击 PMI 加速收缩

内需方面：2月中采制造业 PMI 明显回落，主因在疫情冲击生产的滞后效果显现，叠加传统一季度复工推高经济表现的情况在今年特殊情况下被延迟；另一方面，假日需求没有充分释放，居民自我隔离防堵病毒，致使聚众消费受到打压，直接冲击餐饮、白酒、影视、旅游等诸多行业，2月 PMI 落 14.3 个百分点，从结构上看：**首先**，1-2 月供给回落已在预料之中，复产不会一蹴而就。生产指数和新订单指数分别为 27.8% 和 29.3%，比上月回落 23.5 和 22.1 个百分点，新订单指数高于生产指数 1.5 个百分点，反映出供需缺口存在，复产填平需求前都对价格有提振作用，正向激励复产加速，未来报复性的需求反弹将在二季度出现（料二季度气温升高，病毒抑制，疫情拐点出现，推升经济增速达到年内高点）短期供不应求的状况仍将存在，随着复产加速而缓解，价格也将在二季度出现回落；**其次**，一季度疫情对产能结构进行重塑，生活必需品为代表的低端消费受到提振，而改善型的消费升级短期推迟，二季度这一结构随着疫情拐点出现再次发生转变，服务类消费和聚众类消费将会复苏，消费升级走上正轨；**第三**，疫情对卫生意识提高和日常防护提供宝贵经验，医疗卫生成为国家战略资源的重要组构，关于生态保护和医疗储备的国家需求和基建项目成为新的投资增长点。PMI 景气度即便未来修复至荣枯线上方，结构也已经变化，一定程度上倒逼经济质量的转型升级，助推和谐生态以及环境保护意识的塑造。在这个过程中内需增长的动能将从传统的“衣食住行”向环境保护和医疗健康领域倾斜，在复产中智能化远程操作的需求增强，特殊时期替代人工的各种生产方式和工具的应用，也客观的催生了新的需求。**第四**，PMI 表现回落印证逆周期调节的必要性，政策空间被打开，叠加海外疫情步入蔓延期，全球 PMI 均有回落压力，各国对冲性政策相继出台，全球抗疫的政策大环境形成。

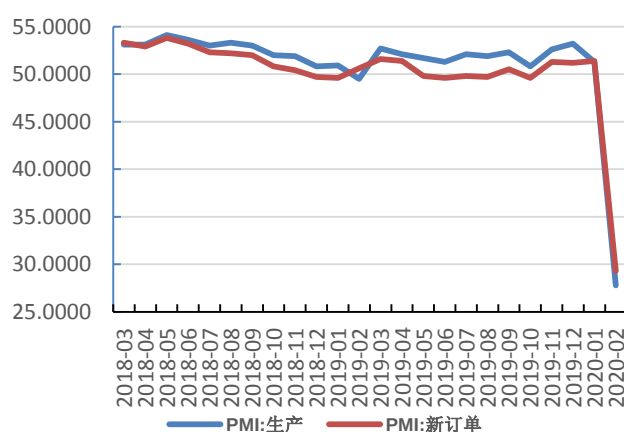
外需方面：中美贸易环境缓和，外需回落具有一定季节性因素，圣诞节在 12 月增加了海外订单对 1 月具有替代作用，此外，从 FDI 方面看，1-2 月复产推迟，出口加工业的订单也自然减少，从投机套利方面看，疫情对人民币汇率产生阶段性冲击，人民币汇率近日再度破 7，外资流入套汇的意愿减弱。

图 1：疫情冲击下景气度明显回落



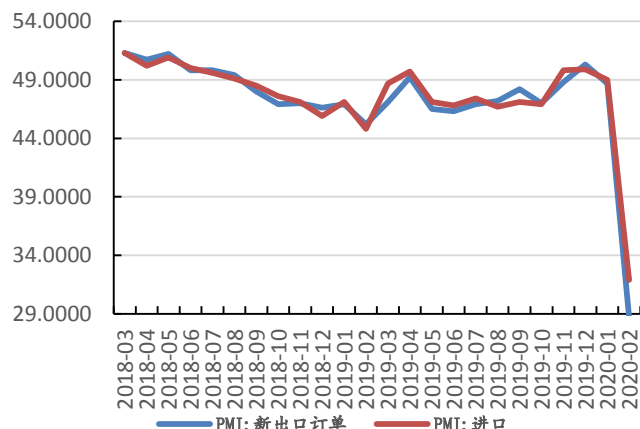
资料来源：中原证券，wind

图 2：2 月供需缺口有望激励复产加速



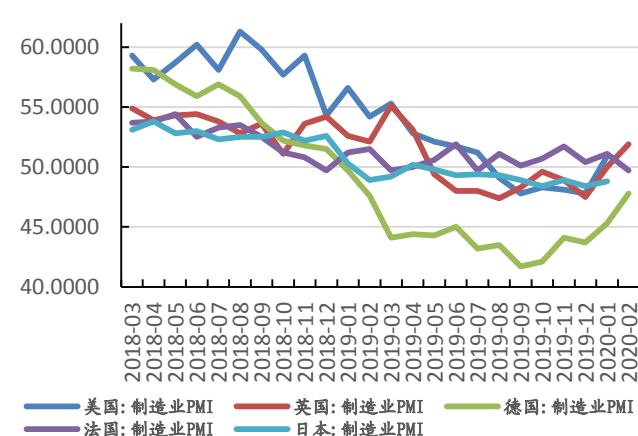
资料来源：中原证券，wind

图 3：2 月外贸指数快速回落



资料来源：中原证券，wind

图 4：2 月国际主要国家 PMI 企稳



资料来源：中原证券，wind

世界卫生组织总干事谭德塞 28 日宣布将新冠肺炎疫情全球风险级别由此前的“高”上调为“非常高”，疫情对外贸产生的影响开始显现，国内复产需警惕反向输入和疫情反复。外贸数据走弱主因是我国的生产放缓，海外基本面弱势企稳，但数据尚未反映后续疫情对主要工业国 PMI 的冲击，但可从资本市场的表现看出，疫情带来的恐慌情绪冲击全球股市，这不排除未来即便我国复产完成，海外景气度后续回落减少对我国产品的需求，考虑到新冠肺炎的传播在不同国家存在周期滞后，外贸数据或仍将低迷。

同时，我们也密切关注美联储的降息操作对外需基本面的正向作用，尤其是在 2 月 28 日“黑色星期五”美股三大指数再次重挫逾 3%，高盛集团发布公告称，预计 3 月份美联储将大幅下调利率 50 个基点。随后，“美联储观察”最新调查数据显示，市场参与者预计美联储 3 月维持当前利率在 1.50%-1.75% 区间的概率为 0%，降息 25 个基点的概率为 38.4%，降息 50 个基点的概率为 61.6%，合计降息概率为 100%。

参考 1-2 月外贸景气度明显回落的原因，并没有因为主要工业国 PMI 开始修复转扩张而明显提振中国外贸预期，边际改善的外需，在形成有效需求时并未完全转化，叠加疫情开始对海外影响显现。整体来看，进口方面，除了特需的物资，内需不强难有外溢效应；出口方面，复产加速，2 月疫情对中国外贸的影响充分显现，3 月外贸趋弱的风险在海外，不在国内。

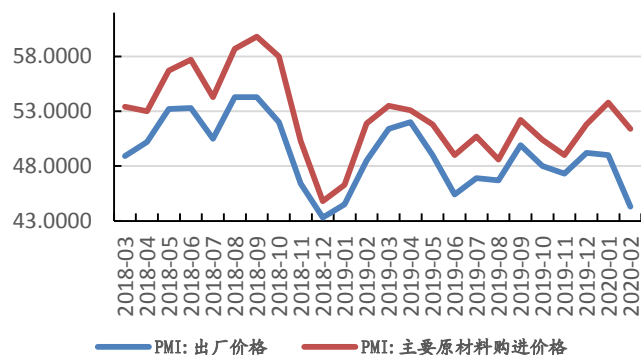
2. 需求不支撑价格，主动去库延续

通胀因素推高名义值，1 月 CPI 爬升至 5.4%，2 月或仍将处于 5% 以上高位，供需均受疫情影响处于低位，2 月复工积极效应尚未明显表现，上游库存去化反映生产意愿仍弱。货币合理充裕刺激消费，但实际需求弱，长期对价格没有持续支撑。

2 月 PMI 原材料库存指数加快回落至 33.9%（前值 47.1%），上游库存收缩的同时原材料价格指数回落，量价具下的原因有三：一是，价格体现需求，工业企业在需求趋弱和生产放缓的情况下，下游主动去库但没有需求支撑，产成品库存消化缓慢，终端品价格不受支撑；二是货币合理充裕，但 CPI 爬升 5.4% 高位，实际收入下降，而销售利润短期难以增长，抑制企业

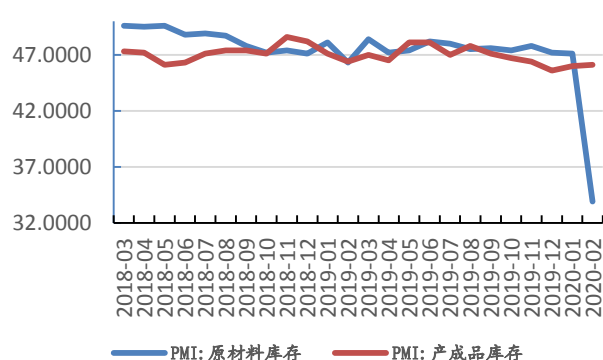
用工需求扩张，为控制成本，避险意愿增强，使得复产期的谨慎补库转化为主动去库，上游原材料库存明显回落；三是外需表现难以超预期，中小企业以及加工出口企业的订单较少不足以提振补库扩大生产的动力。2 月份的库存和价格指数双双下行是最差的搭配，充分反映了 1-2 月的疫情冲击，PMI 步入底部区间，一切期待疫情的控制和拐点信号的到来，压抑已久的需求一旦反弹，PMI 主要分项的表现也将快速修复。

图 5：2 月内需趋弱上下游价格指数回落



资料来源：中原证券，wind

图 6：2 月下游产成品库存滞销，倒逼上游主动去库



资料来源：中原证券，wind

工业企业利润受 PPI 的抑制，累计增速转正遇阻叠加下游需求不振和复产尚未完成，库存消化能力仍弱，工业品价格短期仍存下行压力，工业生产端对用工需求没有如预期那样在复产后快速修复，反映出就业指标修复的滞后性，就业压力短期仍在增大。另一方面，政策对复产加速提供各种支持，1 月金融数据并不悲观，央行引导下的货币流动性整体较为合理充裕，除了普惠式的降息降准，针对民企小微三农领域的复产政策也更加精准，此外，财政定向发力，集结社会资源扩建医院，采购医疗设备，医疗卫生基建得到政策倾斜。

图 7：核心 CPI 仍然弱势，PPI 修复力量较弱

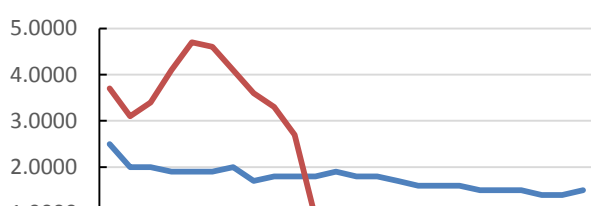
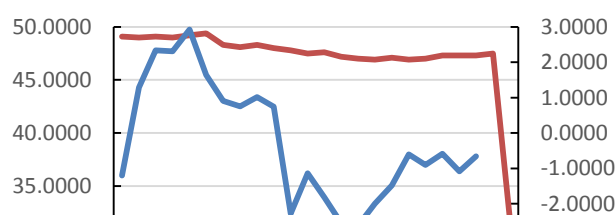


图 8：受疫情影响就业压力增大



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_6877

