

固定收益研究/动态点评

2020年02月29日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 国内项目加快启动, 海外疫情加速扩散》2020.02

2《固定收益研究: 资产荒下的信用债狂欢》2020.02

3《固定收益研究: 国内初见成效, 海外扩散加剧》2020.02

休克疗法下的经济暂停键

——2020年2月官方PMI数据点评

核心观点

2月官方制造业PMI 35.7%, 下滑14.3个百分点, 创05年数据公布以来新低。分项看, 供求两端均显著收缩, 库存出现被动积累, 价格指标韧性较强。指数回落主要是受疫情休克疗法下的假期延长、停工停产所致。随着国内疫情防控见效, 复工复产加快, 3月PMI指数可能明显回弹。但海外疫情发展变化对全球总需求、产业链的冲击值得后续关注, 目前正在快速演绎中, 对3月份PMI会有压制作用。关键之年实现全面小康、打赢脱贫攻坚的压力骤增。宏观逆周期政策无疑会节奏前倾、力度加码, 扩大基建投资可能是主要对冲手段, 政策性金融可能扮演更加积极的角色。

休克疗法令生产活动暂时停滞

2月生产指数27.8%, 回落23.5个百分点; 新订单指数29.3%, 回落22.1个百分点。推迟复工引发指数跳水, 政策取向已从防控疫情向推动复工切换。订单降幅小于生产, 说明是供给端压制造成的衰退表象。预计生产难以恢复至常态, 由于3月国内还难以全面复工, 订单更受海外因素拖累。2月原材料库存指数33.9%, 回落13.2个百分点; 产成品库存指数46.1%, 回升0.1个百分点。产成品被动累库, 反映下游需求偏弱, 更多或源于物流不畅导致滞销问题, 加快物流运输业复产与产业链配套复工尤为重要。

出口订单压力将由内部转向外部因素

2月新出口订单指数28.7%, 回落20.0个百分点; 进口指数31.9%, 回落17.1个百分点。生产停滞导致进口下滑, 预计3月会明显修复, 而出口订单的压力可能由内部因素转变为外部因素, 短期回暖难度较大。内部因素看, 疫情造成企业订单无法按时交货, 或助推产业链外迁。外部因素看, 疫情已经从国内逐步控制, 发展到海外加速扩散的阶段。本轮外需回暖进程或将止步, 出口所受拖累可能会明显落后于国内疫情的收敛。

供应端紧张导致价格韧性偏强

2月原材料购进价格指数51.4%, 回落2.4个百分点; 出厂价格指数44.3%, 回落4.7个百分点。推迟复工造成企业采购需求不足, 价格指数整体向下, 而产成品被动累库对出厂价格影响较大。出厂价降幅大于购进价, 叠加销量回落, 制造业利润将迎来挑战。相比于供求指数的降幅, 价格指数韧性偏强, 反映的是停工与物流不畅导致供应端紧张, 价格向下的空间较小。预计3-4月份随着下游复工加快、基建扩张, 工业品价格出现向上压力。

企业用工难可能演变为居民就业难

2月制造业从业人员指数31.8%, 回落15.7个百分点; 非制造业从业人员指数37.9%, 回落10.7个百分点。各行业普遍面临用工短缺, 短期内制造业压力或较快缓解, 线下服务业、中小企业压力较大。复工晚的行业同样是需求受疫情负面影响大的行业, 中期可能从企业用工难转变为居民就业难。疫情对不同行业的利弊有别, 或造成结构性失业问题。既需要逆周期稳定总需求, 还需要增加转岗培训等就业政策的支持与产业政策的引导。

应对疫情冲击, 基建投资更应当仁不让

2月建筑业PMI回落33.1个百分点至26.6%。建筑业用工需求大, 尤其吸纳农民工较多, 复工面临的用工短板也更明显。且疫情负面影响房地产销售, 地产投资端压力大, 稳增长更需要基建端发力对冲。政治局会议要求, 积极的财政政策要更加积极有为, 发挥好政策性金融作用。预计预算赤字率突破3%, 专项债全年新增额度达到3.5-4.0万亿元。此外, 政策性金融可能扮演更加积极的角色。央行或加大PSL投放, 继续保持流动性合理充裕, 为财政与政策性金融的资产端发力提供保障。

风险提示: 海外疫情持续扩散, 复工引发国内疫情反复。

2020 年 2 月官方 PMI 数据点评

2 月官方制造业 PMI 35.7%，下滑 14.3 个百分点，创下 2005 年数据公布以来新低。突发的疫情给国内经济弱企稳按下“暂停键”。从分项指数来看，供求两端均显著收缩，库存出现被动积累，价格指标韧性较强。当月指数回落主要是受休克疗法下的假期延长、停工停产所致。由于 PMI 反映环比状况，随着国内疫情防控见效，复工复产加快，3 月 PMI 指数可能明显回弹。但海外疫情发展变化对全球总需求、产业链的冲击值得后续关注，目前正在快速演绎中，对 3 月份 PMI 会有压制作用。

疫情无疑对一季度经济“挖坑”效应，还存在产业链外迁、失业率攀升、房地产暴雷三大次生风险，海外疫情加快扩散将对外需造成更大拖累，关键之年实现全面小康、打赢脱贫攻坚的压力骤增。宏观逆周期政策无疑会节奏前倾、力度加码，扩大基建投资可能是主要对冲手段，政策性金融可能扮演更加积极的角色。

休克疗法令生产活动暂时停滞

供需方面，2 月生产指数 27.8%，回落 23.5 个百分点；新订单指数 29.3%，回落 22.1 个百分点。因疫情推迟复工是当月供求指数大幅跳水的客观因素。为遏制疫情的休克疗法令经济活动暂时停滞，阶段性扰动较大。推迟了 1 周的春节假期，多数企业仍面临着防疫物资不足、物流运输不畅、上下游产业链不配套、员工返岗不足、行政审批不通过等问题。但随着目前国内疫情得到初步控制，复工复产的有序推进，供求反弹也会较快，政策取向已从防控疫情向推动复工、统筹经济发展切换。

订单指数降幅小于生产，说明是供给端极度压制造成的衰退表象，需求受到连带拖累但相对较强，后续有望带动生产修复。但预计生产还难以恢复至常态，由于 3 月份国内还难以实现全面复工，尤其服务业、中小企业复工难度大，订单更受到海外因素拖累。

库存方面，2 月原材料库存指数 33.9%，回落 13.2 个百分点；产成品库存指数 46.1%，回升 0.1 个百分点。原材料库存下降既存在企业生产意愿不足的主动因素，也存在因上游产业复工不到位、物资运输不畅而限制采购的被动因素。产成品略有被动累库，反映下游需求偏弱，但更多源于物流不畅导致滞销问题。综合来看，疫情初期采取的交通封锁、后期物流运输业复工难，显著拖累社会生产效率，加快物流运输业复产与产业链配套复工尤为重要。

出口订单压力将由内部转向外部因素

2 月新出口订单指数 28.7%，回落 20.0 个百分点；进口指数 31.9%，回落 17.1 个百分点。

进口指数反映的也是企业采购行为，生产停滞导致进口下滑。预计 3 月份进口指数出现明显修复，一方面是国内加快复工复产，企业采购需求增加，另一方面由于产业链复工不同步，可能有部分采购需求向海外转移。

出口订单的压力可能由内部因素转变为外部因素，短期回暖难度较大。

内部因素来看，03 年非典对出口的影响不显著，主因为当时中国刚加入 WTO，尚处在加快融入全球产业链的过程，国内低廉的要素价格吸引外资持续涌入，也推动了出口快速增长。今非昔比，由于国内劳动力成本、税收环境等方面的相对优势逐渐弱化，低端制造业外移已成趋势。此次疫情造成复工延迟，企业订单无法按时交货，甚至破产等因素，或对产业链外迁起到一定的助推作用。因此，即便疫情消退之后，部分出口订单的消失也许不可逆。

外部因素来看，疫情已经从国内逐步控制，发展到海外加速扩散的阶段。截至 2 月 28 日，海外累计病例已达 4691 例，蔓延至全球 52 个国家地区。与国内相似，疫情所及之处，均存在企业停工减产等问题。本轮外需回暖进程或将止步，出口所受拖累可能会明显落后于国内疫情的收敛。

供应端紧张导致价格韧性偏强

2 月原材料购进价格指数 51.4%，回落 2.4 个百分点；出厂价格指数 44.3%，回落 4.7 个百分点。推迟复工造成的企业采购需求不足，决定了 2 月价格指数整体向下，而产成品库存被动累库对出厂价格影响较大，主要受下游劳动密集型制造业与建筑业复工较晚所致。整体出厂价降幅大于购进价，叠加销量回落，制造业利润将迎来挑战。

相比于供求指数的降幅而言，价格指数韧性偏强，反映的是停工与物流不畅导致供应端紧张，价格向下的空间较小。预计 3-4 月份随着下游复工加快、基建扩张，工业品价格出现向上压力。

企业用工难可能演变为居民就业难

2 月制造业从业人员指数 31.8%，回落 15.7 个百分点；非制造业从业人员指数 37.9%，回落 10.7 个百分点，其中建筑业从业人员指数回落 23.0 个百分点至 32.3%。用工指数全面回落，反映疫情影响下，各行业普遍面临用工短缺。短期内制造业压力或较快缓解，线下服务业、中小企业压力较大，中期可能从企业用工难转变为居民就业难。

从复工节奏看，二产复工率显著快于三产。截至 27 日，已有七省规模以上工业复工率超过九成。而线下服务业例如餐饮、旅游、商贸、院线等复工情况仍不佳。线下服务业人员密集度高，疫情传播隐患大，分区分级复工复产机制下，非生活必需类服务业的客观复工条件苛刻。尤其，中小企业目前复工率仅约三成。从下游需求来看，复工晚的行业同样是需求受疫情负面影响大的行业。然而这些企业的租金薪酬等刚性开支仍然存在，流动性正加速枯竭，破产压力与就业问题可能较早暴露。

中期而言，三产从业人员的收入下降可能向需求端传导，引发更大面积就业问题。据四经普数据，2018 年我国第三产业吸纳了全国 46.3% 的就业人口。随着第三产业就业风险兑现、整体收入增长放缓，购买力下降，进而导致制造业产品滞销、产能过剩，就业问题可能扩散升级。

由于疫情对不同行业的影响利弊有别，服务业的线下与线上可能“冰火两重天”，或造成结构性失业问题。因此既需要逆周期政策稳定总需求，还需要增加转岗培训等就业政策的支持与产业政策的引导。

基建投资当仁不让，政策性金融或更加积极

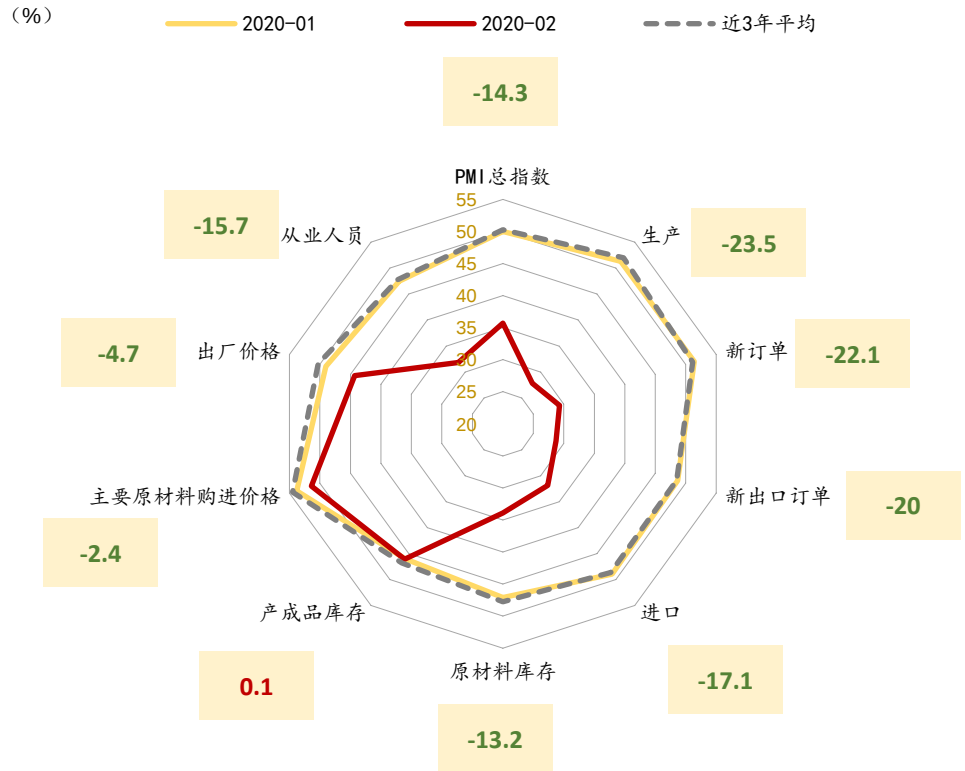
2 月建筑业 PMI 回落 33.1 个百分点至 26.6%。建筑业用工需求大，尤其吸纳农民工较多，复工面临的用工短板也更明显。并且疫情负面影响房地产销售，地产投资端存在较大下行压力，稳增长更需要基建端发力对冲。

2 月 21 日政治局会议，要求发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。据发改委，截至 2 月 27 日，七省市发布 2020 年重大项目投资计划，总投资额超 18 万亿元，将继续推动“十三五”规划内项目开工复工，并谋划启动一批“十四五”规划内项目。

政治局会议要求，积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。首先，扩大预算赤字以打开积极财政空间的必要性提升，预计预算赤字率突破 3%。其次，专项债额度更有大幅度扩容的必要性，两会前已提前下达 1.29 万亿额度，截至 2 月底已发行超过 9 千亿元，预计全年新增额度达到 3.5-4.0 万亿。此外，政策性金融可能扮演更加积极的角色。既可配合财政提供配套贷款，放大预算资金杠杆，还可通过软贷款、发展基金提供资本金，撬动更多社会资本参与。央行或加大 PSL 投放，继续保持流动性合理充裕，为财政与政策性金融的资产端发力提供保障。

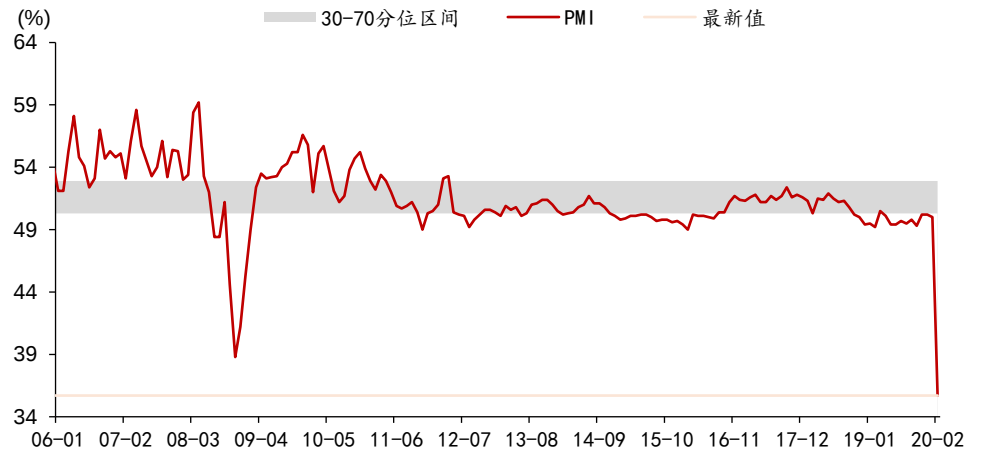
2 月 PMI 数据全览

图表1: PMI 环比变动概览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

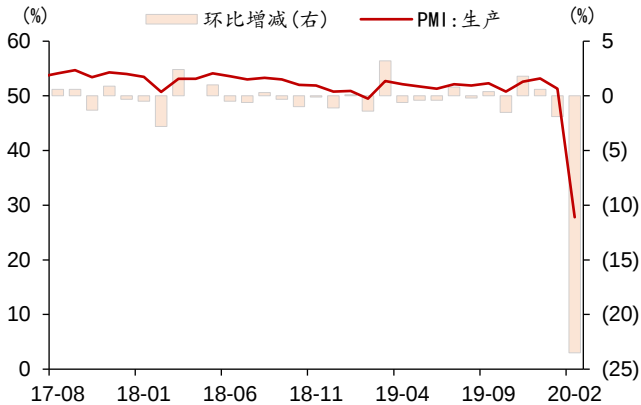
图表2: 制造业 PMI



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

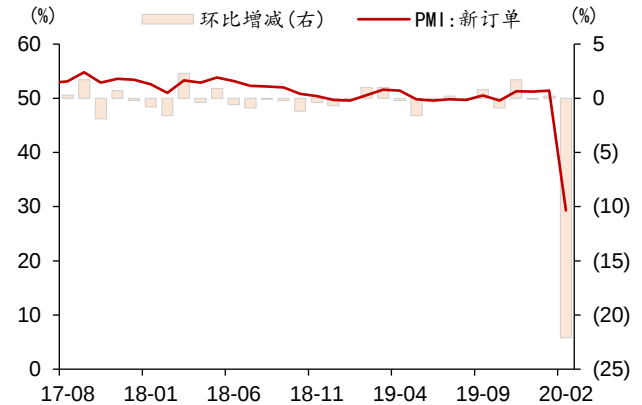
生产指数季节性回落，疫情或打断修复进程

图表3： PMI 生产指数回落



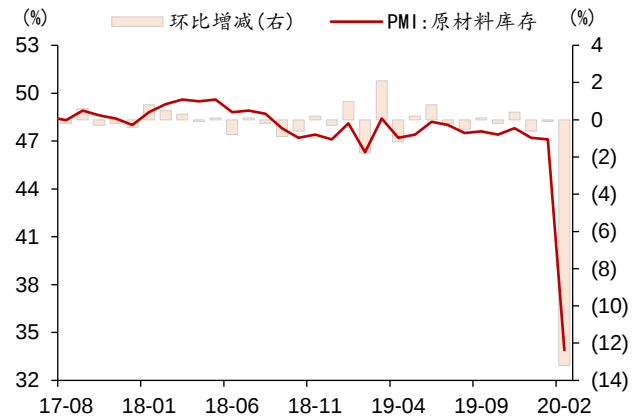
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： PMI 新订单指数回落



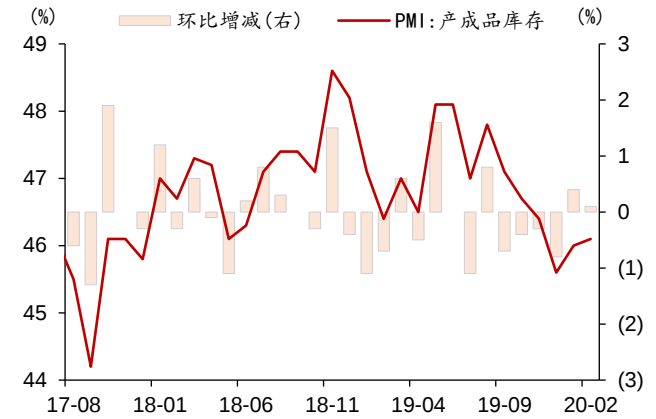
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： PMI 原材料库存回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

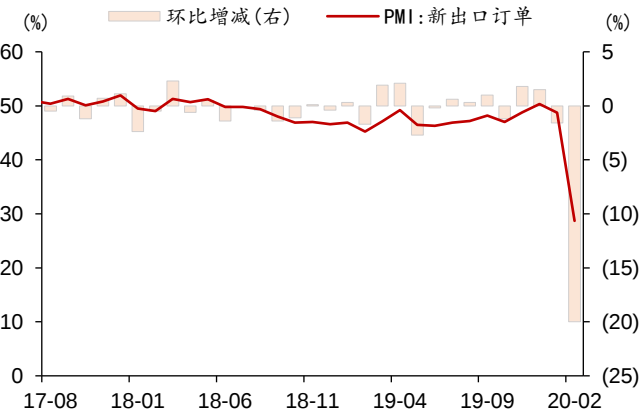
图表6： PMI 产成品库存回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

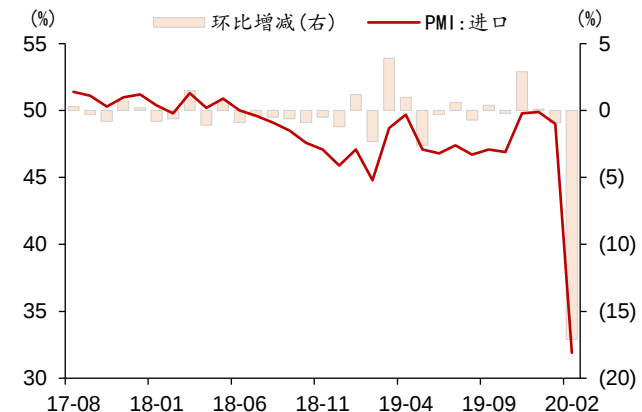
进出口将受疫情冲击，PHEIC 暂不建议贸易限制

图表7： PMI 新出口订单指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

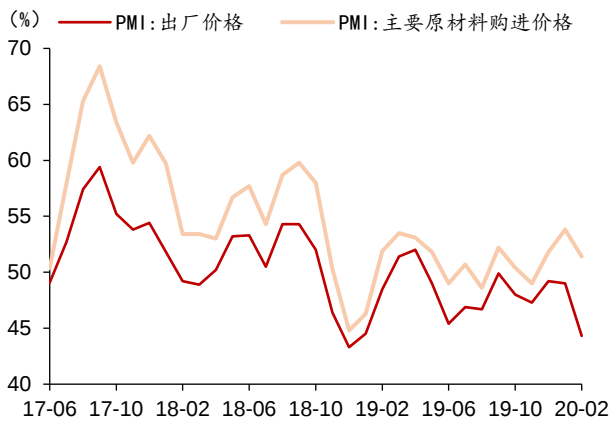
图表8： PMI 进口指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

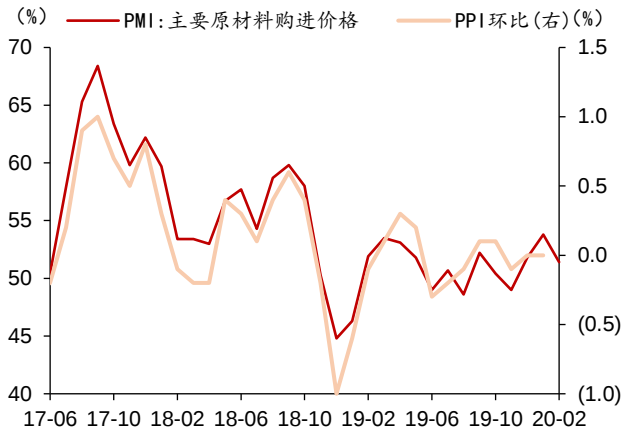
工业品将维持通缩，企稳有待疫情收敛

图表9： PMI 主要原材料购进价格指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

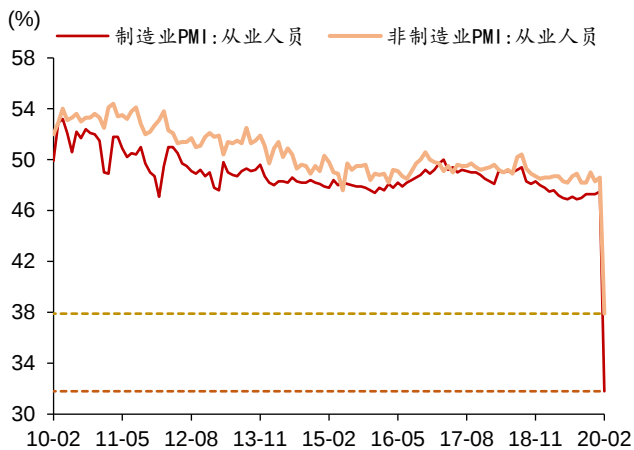
图表10： PMI 原材料价格与 PPI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

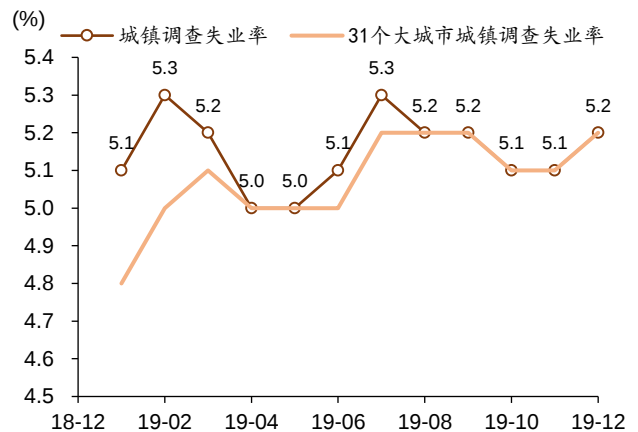
疫情对第三产业的就业冲击较大

图表11： PMI 非制造业从业人员指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 关注就业指标



资料来源：Wind，华泰证券研究所

应对疫情冲击，基建投资更应当仁不让

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_6916

