

2 月已成事实，3 月能否快速回升是关键

摘要

在疫情冲击之下，2 月采取强力防控政策是非常必要的，到目前为止，也有效控制住了疫情，特别是全国非湖北地区疫情基本上进入收官阶段。付出的代价是 2 月经济剧烈收缩。但随着疫情得到有效控制，政策开始向复工复产、恢复正常经济状况转变。因而 2 月强力防控政策下经济剧烈收缩已成现实，但更为重要的是在付出这个代价后，我们在 3 月能否及时推动经济回到正常水平。

从当前高频数据来看，复工复产进度依然有限，六大发电集团耗煤量以及 30 个大中城市商品房销售面积等同比都有 4 成以上的下跌。但由于全国绝大部分省份新增确诊已经为零，因而预计未来一两周复工复产将加快，经济将逐步回归正常状况。同时，稳增长政策发力之下，需求将出现明显回升，3 月经济景气状况有望较 2 月出现明显改善。

风险提示：复工晚于预期，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

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 资金的盛宴，谁会撤走酒杯？
(2020-02-25)
2. 从两次政治局会议对比看政策方向
(2020-02-23)
3. 关于一月金融数据的四个问题
(2020-02-21)
4. 降低成本，定向宽松——2019 年 4 季度
《货币政策执行报告》解读
(2020-02-21)
5. 完成全年经济目标，需要多高的基建增速？
(2020-02-18)
6. 基于调研全面评估疫情对 1 季度信贷影响——2020 年 1 季度银行信贷经理调研
(2020-02-17)
7. 复工加宽松，需求或快速回升——政治局会议与国常会解读
(2020-02-13)
8. 通胀超预期，有多少是春节错位，多少是由于疫情
(2020-02-11)
9. 从高频数据看疫情对经济的冲击
(2020-02-09)
10. 如何理解利润增速与量价走势背离
(2020-02-03)

受疫情冲击，2月制造业PMI创下历史新低，甚至略低于金融危机时期。今日统计局公布数据显示2月制造业PMI下滑至35.7%，创下历史新低，甚至小幅低于金融危机时08年11月38.8%的低位。疫情冲击之下，春节之后企业延续停产状况，经济生产经营持续保持低位，导致经济近期状况剧烈下降。而非制造业商务活动指数同样较上月大幅下跌24.5个百分点，创下29.6%的历史低位。

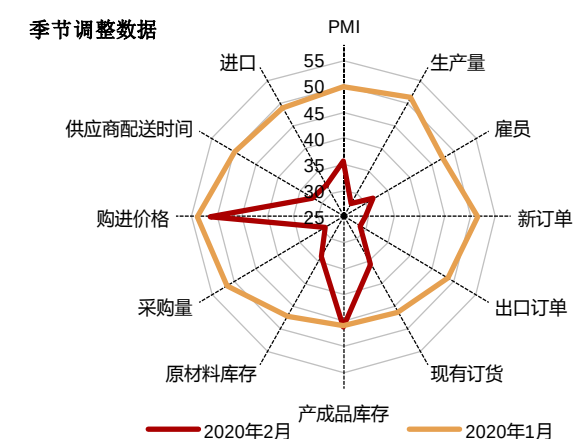
2月生产面收缩幅度或与金融危机时期接近。2月企业景气度显著下降，显示2月经济活动将明显收缩。从生产面看，高频数据六大发电集团耗煤量等数据显示，2月生产活动同比显著收缩。08年金融危机期间，PMI从当年9月54.6%下滑至11月35.5%，下降19.1个百分点，伴随着工业增加值同比增速从11.4%下滑至5.4%，累计下降6个百分点。而本次生产指数从1月50.6%下降至2月的26.5%，下降24.1个百分点，降幅与上次相当，因而本次工业增加值或与08年危机时期降幅接近。我们预计1-2月工业增加值同比增速或下滑至零附近。

图1：制造业PMI创下历史新低



数据来源：wind、西南证券整理

图2：2月经济活动剧烈收缩

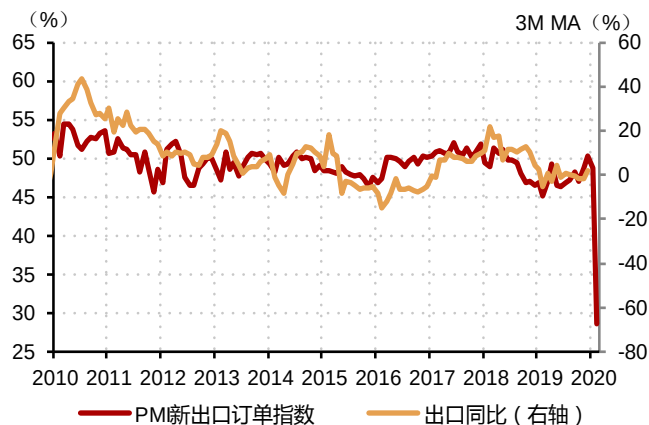


数据来源：wind、西南证券整理

需求面同样显著下滑，其中外需跌落更需重视。2月新订单指数较上月下滑22.1个百分点至29.3%，同样大幅跌落。疫情期间整体需求下滑导致制造业新订单回落。其中出口新订单较上月下降20.0个百分点至28.7%，出口订单的下滑更值得关注。内需方面随着稳增长政策发力，未来有望明显回升。但考虑到目前新冠疫情在全球蔓延的情况，外需能否快速回升到正常水平有待继续观察。如果外需持续疲弱，则经济企稳需要更为依赖内需。

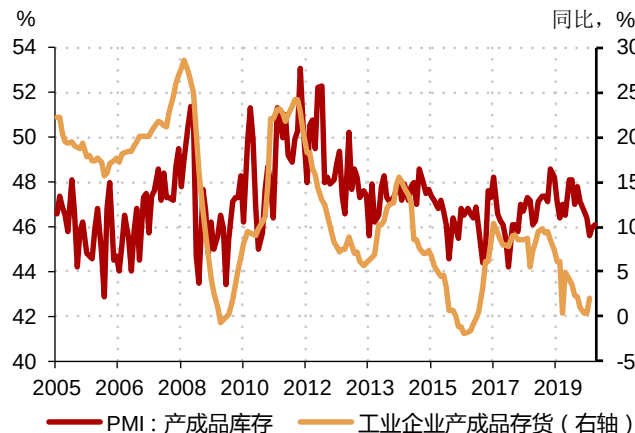
企业产成品库存被动积累，工业品价格回落幅度有限。由于终端需求疲弱，但部分工业企业生产在持续，特别是对劳动力需求不高，停产成本较大的企业，因而导致这些企业的库存被动积累。从高频数据来按，钢铁等行业库存显著高于往年同期水平。制造业PMI中产成品库存指数也在2月微升0.1个百分点至46.1%。而供需双缩情况下，工业品价格小幅回落。2月主要原材料购进价格指数和产成品价格指数分别较上月下滑2.4和4.7个百分点至51.4%和44.3%。

图 3：出口或在未来一段时间面临较大挑战



数据来源：wind、西南证券整理

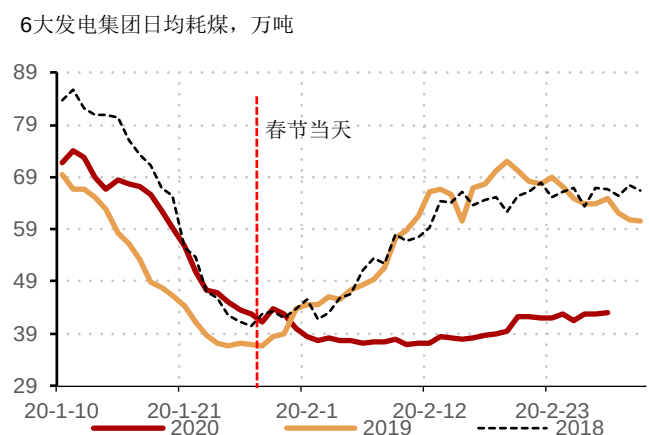
图 4：工业产成品库存被动积累



数据来源：wind、西南证券整理

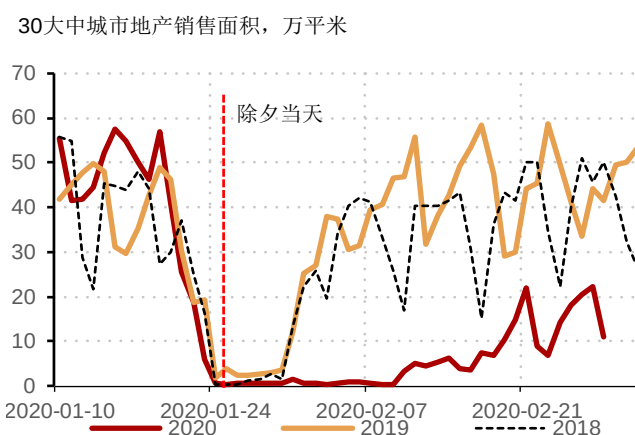
2 月经济剧烈收缩已成现实，关键在于 3 月能否实现有效回升。在疫情冲击之下，2 月采取强力防控政策是非常必要的，到目前为止，也有效控制住了疫情，特别是全国非湖北地区疫情基本上进入收官阶段。付出的代价是 2 月经济剧烈收缩。但随着疫情得到有效控制，政策开始向复工复产、恢复正常经济状况转变。因而 2 月强力防控政策下经济剧烈收缩已成现实，但更为重要的是在付出这个代价后，我们在 3 月能否及时推动经济回到正常水平。从当前高频数据来看，复工复产进度依然有限，六大发电集团耗煤量以及 30 个大中城市商品房销售面积等同比都有 4 成以上的下跌。但由于全国绝大部分省份新增确诊已经为零，因而预计未来一两周复工复产将加快，经济将逐步回归正常状况。同时，稳增长政策发力之下，需求将出现明显回升，3 月经济景气状况有望较 2 月出现明显改善。

图 5：六大发电集团耗煤量



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：房地产销售有所回升，但幅度有限



数据来源：wind、西南证券整理

表 1: PMI 情况

指标	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02
中采制造业PMI																
PMI总指数	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7
生产量	51.9	50.8	50.9	49.5	52.7	52.1	51.7	51.3	52.1	51.9	52.3	50.8	52.6	53.2	51.3	27.8
雇员	48.3	48.0	47.8	47.5	47.6	47.2	47.0	46.9	47.1	46.9	47.0	47.3	47.3	47.3	47.5	31.8
新订单	50.4	49.7	49.6	50.6	51.6	51.4	49.8	49.6	49.8	49.7	50.5	49.6	51.3	51.2	51.4	29.3
出口订单	47.0	46.6	46.9	45.2	47.1	49.2	46.5	46.3	46.9	47.2	48.2	47.0	48.8	50.3	48.7	28.7
现有订货	44.3	44.1	43.7	43.6	46.4	44.0	44.3	44.5	44.7	44.8	44.7	44.9	44.9	45.0	46.3	35.6
产成品库存	48.6	48.2	47.1	46.4	47.0	46.5	48.1	48.1	47.0	47.8	47.1	46.7	46.4	45.6	46.0	46.1
原材料库存	47.4	47.1	48.1	46.3	48.4	47.2	47.4	48.2	48.0	47.5	47.6	47.4	47.8	47.2	47.1	33.9
采购量	50.8	49.8	49.1	48.3	51.2	51.1	50.5	49.7	50.4	49.3	50.4	49.8	51.0	51.3	51.6	29.3
购进价格	50.3	44.8	46.3	51.9	53.5	53.1	51.8	49.0	50.7	48.6	52.2	50.4	49.0	51.8	53.8	51.4
供应商配送时间	50.3	50.4	50.1	49.8	50.2	49.9	50.9	50.2	50.1	50.3	50.5	50.1	50.5	51.1	49.9	32.1
进口	47.1	45.9	47.1	44.8	48.7	49.7	47.1	46.8	47.4	46.7	47.1	46.9	49.8	49.9	49.0	31.9
中采服务业PMI																
中采建筑业PMI	52.4	52.3	53.6	53.5	53.6	53.3	53.5	53.4	52.9	52.5	53.0	51.4	53.5	53.0	53.1	30.1
综合PMI产出指数	59.3	62.6	60.9	59.2	61.7	60.1	58.6	58.7	58.2	61.2	57.6	60.4	59.6	56.7	59.7	26.6
非制造业商务活动指数	52.8	52.6	53.2	52.4	54.0	53.4	53.3	53.0	53.1	53.0	53.1	52.0	53.7	53.4	53.0	28.9
财新制造业PMI	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6
财新服务业PMI	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	

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
持有：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-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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悉范围内，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

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_6941

