

提高复工率是恢复经济的关键

——评 2 月 PMI 创下历史新低

内容提要：

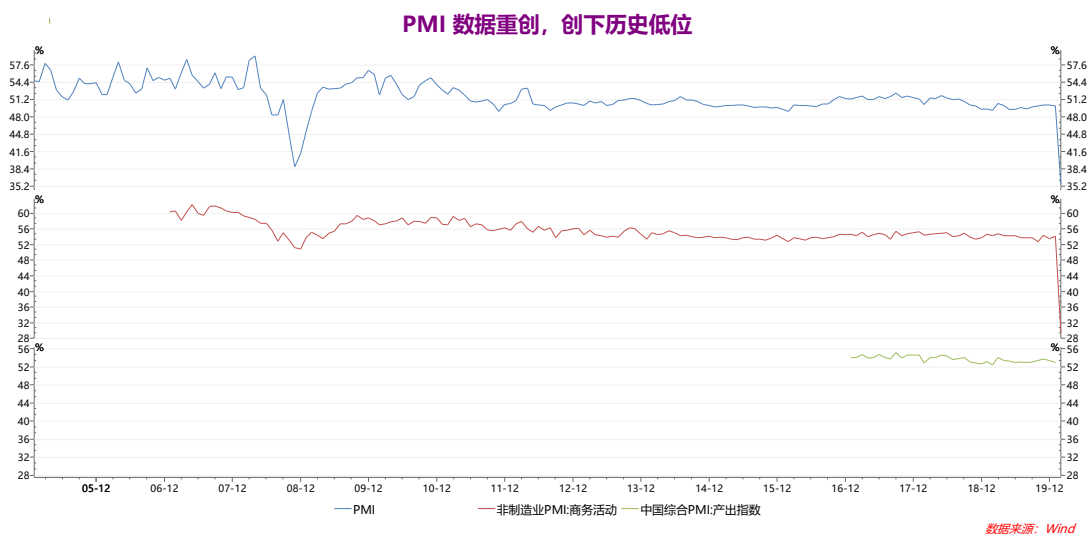
1. 受疫情影响，2 月 PMI 数据重创，创下历史新低。而且非制造业 PMI 受到重创程度高于制造业 PMI，在非制造业内部，建筑业是受到最大冲击的行业；
2. 2 月 PMI 数据的重创也在意料之中，主要是受到疫情影响，春节后复工率低。从 PMI 的各项指标看，集中表现为生产 PMI 受到重创，生产 PMI 大幅下行是由复工率低导致的，进而导致就业人员 PMI、原材料库存 PMI 等各项指标大跌，也导致了产成品库存依旧处于较高水平；
3. 复工的重要性我们也可以从两次 PMI 低点中加以认识。相对于 2008 年 11 月，无论从生产 PMI，还是从新订单 PMI 与生产 PMI 的差值看，生产 PMI 对这次 PMI 的影响更加大。另一方面，经过长期去库存后，产成品库存相对于 2008 年在低位，这有利于生产恢复；
4. 在和 2008 年 11 月低点比较后，还可以发现这次低位的原因主要不是需求上出了问题，而是在供给端出了问题，因此，尽快恢复生产至关重要；
5. 复工也存在着一定的基础，尽管这一基础比较薄弱。如在手订单 PMI 尽

管也回落，但回落相对于新订单 PMI、生产 PMI 要小得多。从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 的比较看，差值小于 2008 年 11 月，说明生产 PMI 的回升基础强于 2008 年 11 月；

6. 当然，复工也有一定的制约因素，除了疫情外，新订单 PMI 的回落也约束了生产 PMI 回升。从 2 月的数据看，出口需求尽管也回落，但是，稍好于国内需求。同时也应当看到，2 月的数据没有反映出近期疫情在全球的蔓延和扩散情况，全球经济因此而回落必然会影响到新订单 PMI 等指标；
7. 在中央提出今年的经济社会发展不变的情况下，逆周期调整在两个“更加”下将得到加强，复工率有望回升。但是，我们也应注意到复工率回升有可能导致价格在短期内大幅反弹。从 2 月的 PMI 看，出厂价格 PMI 和原材料价格 MI 也出现回落，但相对而言回落幅度有限。

国家统计局今天公布了 2 月 PMI 数据，受到疫情影响，PMI 各项数据创下了该数据公布以来的历史新低，PMI、非制造业 PMI 及其综合 PMI 分别报 35.7%、29.6%和 28.8%。PMI 数据低于 2008 年 11 月的 38.8%，非制造业 PMI 低于 2008 年 12 月的 50.8%。显示出疫情对非制造业的打击高于对制造业的打击。

图 1：有历史以来的 PMI 数据月度 PMI 数据



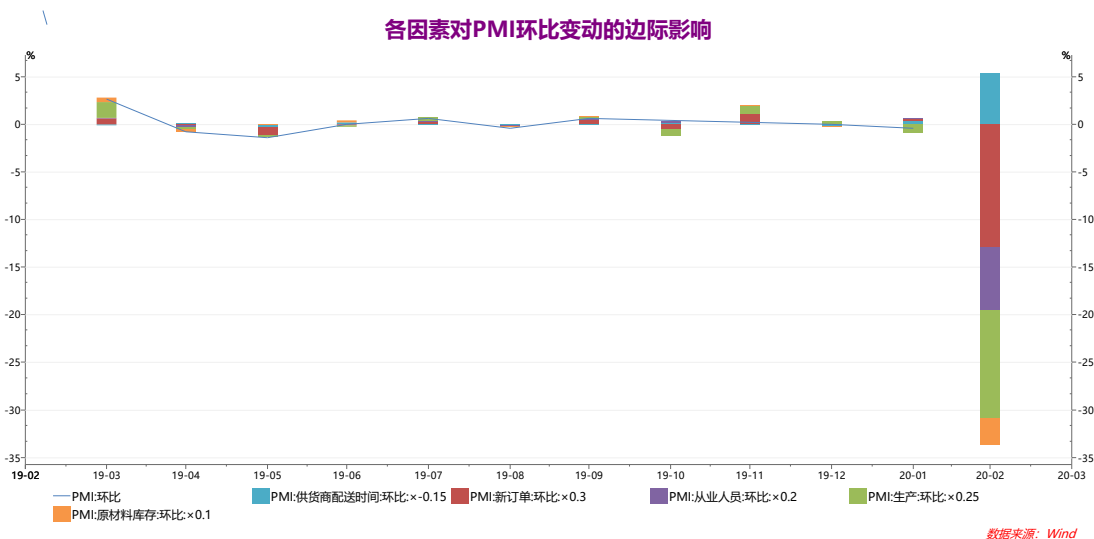
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

一. PMI 数据分析

尽管疫情的发酵早在一月底就开始了，但是由于统计时效的原因，一月的 PMI 数据没有反映出疫情的影响。导致了二月 PMI 环比大幅跳水。

从边际影响看，新订单 PMI 和生产 PMI 是构成 PMI 环比大幅跳水的主要因素，分别达到-12.9%和-11.45%，从业人员 PMI 和原材料库存分别为-6.61%和-2.8%。唯一对 2 月 PMI 环比正贡献的是供货商配送时间 PMI，为+5.35%。供货商配送时间的缩短也是因为复工率低而导致的。

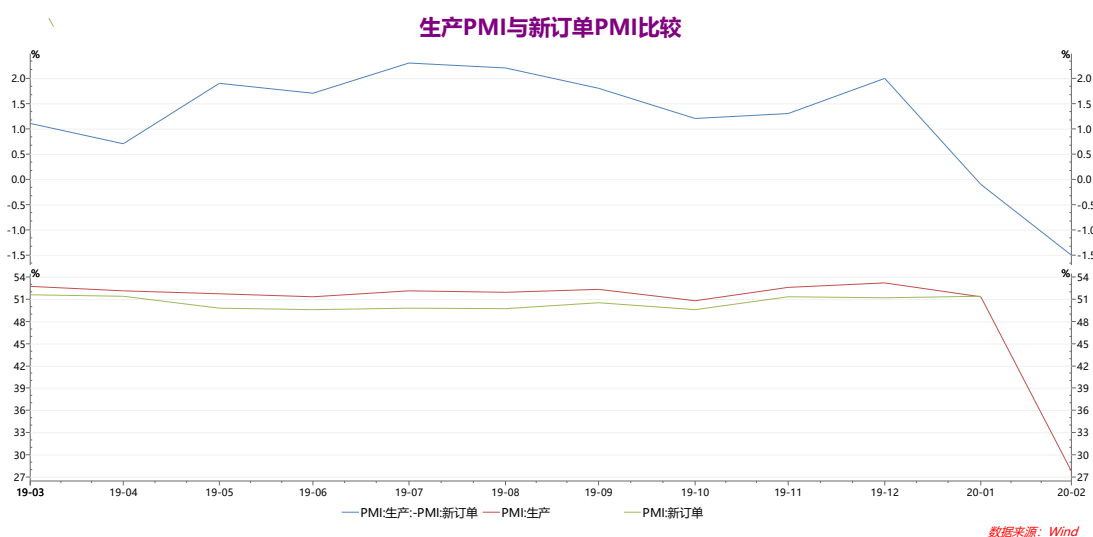
图 2：各因素对 PMI 环比变动的边际影响



资料来源: 银河期货研究所 国家统计局 WIND

从生产 PMI 和新订单 PMI 的关系看, 生产 PMI 与新订单 PMI 大幅跳水。而生产 PMI 下跌更加猛烈, 生产 PMI 和新订单 PMI 之差从前值的一 0.1 % 扩大到一 1.5 %。

图 3: 生产 PMI 与新订单 PMI 关系



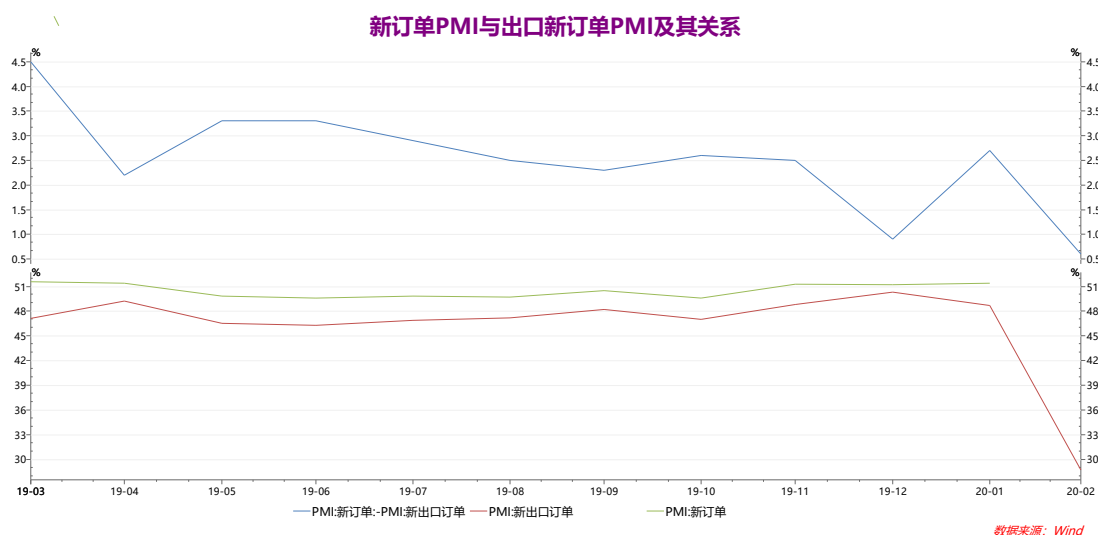
资料来源: 银河期货研究所 国家统计局 WIND

在手订单 PMI 从 46.3 % 回落到 35.6 %, 回落幅度相对较小。显示

出复工对推动生产 PMI 和经济回升的重要性。

从新订单 PMI 与出口新订单 PMI 的关系看，PMI 新订单与出口新订单 PMI 之差从 2.7 % 缩小到 0.6 %。即新订单的回落幅度稍好。但也显示出国外的需求的影响还是没有充分完全反映在 PMI 数据上，随着疫情的蔓延，国外的需求也有一个反映的过程。

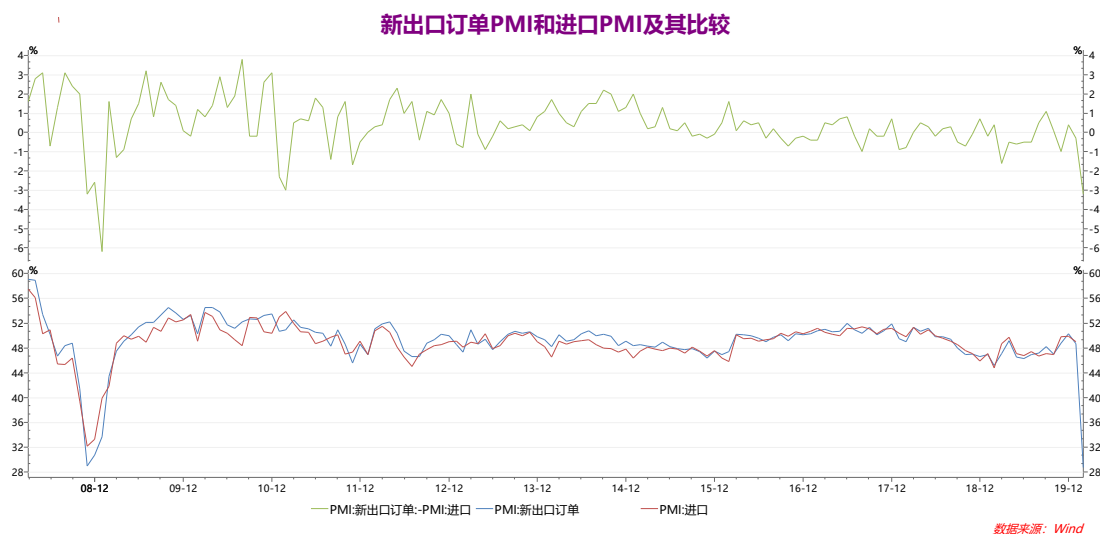
图 4：新订单 PMI 与出口新订单 PMI 及其关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从出口新订单和进口 PMI 的关系看，相对于出口新订单 PMI，进口新订单回落幅度比较小，导致其差值从 -0.3 % 扩大到 -3.2 %。预示着货物贸易顺差大幅减少，可能出现逆差。

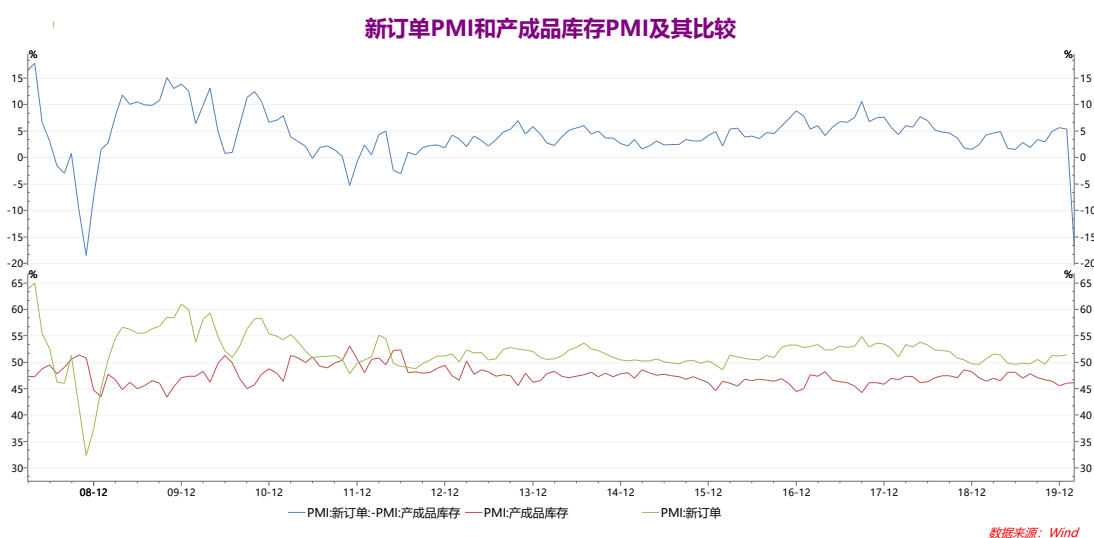
图 5：新出口订单 PMI 和进口 PMI 及其比较



资料来源: 银河期货研究所 国家统计局 WIND

从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 关系看, 产成品库存依旧处于高位, 并较前值回升了 0.1%, 达到 46.01%, 导致新订单和产成品库存 PMI 的差值扩大到 -16.8%。当然产成品的库存高位也和复工与春节因素有关。产成品库存高位也限制了新订单与需求的回升

图 6: 新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较

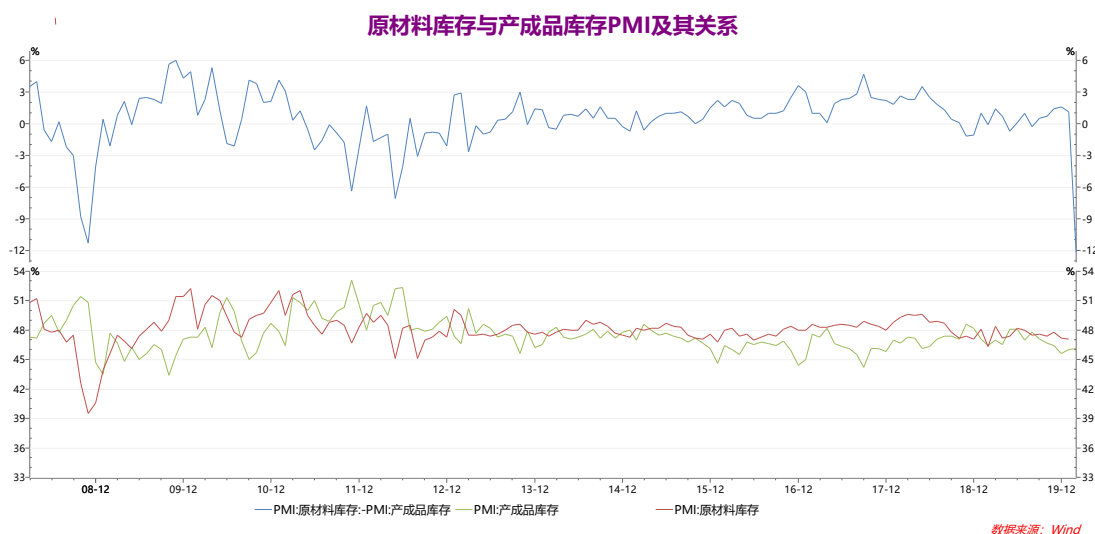


资料来源: 银河期货研究所 国家统计局 WIND

而从原材料库存 PMI 和采购量 PMI 看，原材料库存 PMI 从 47.1% 回落到 33.9%，但采购量 PMI 从 51.6% 大幅回落到 29.3。而原材料购进价格 PMI 只是出现小幅回落，仅从前值的 53.8% 回落到 51.4%。推迟复工导致了原材料采购量的急剧下降，在一定程度上影响了原材料库存和原材料购进价格。但价格相对较小，一旦复工正常，原材料价格可能出现强劲反弹。

从原材料库存 PMI 和产成品库存 PMI 关系看。两者差值从 1.1% 提大幅回落到 -12.2%，上游投资尽管回落，但下游去库存几乎停滞。

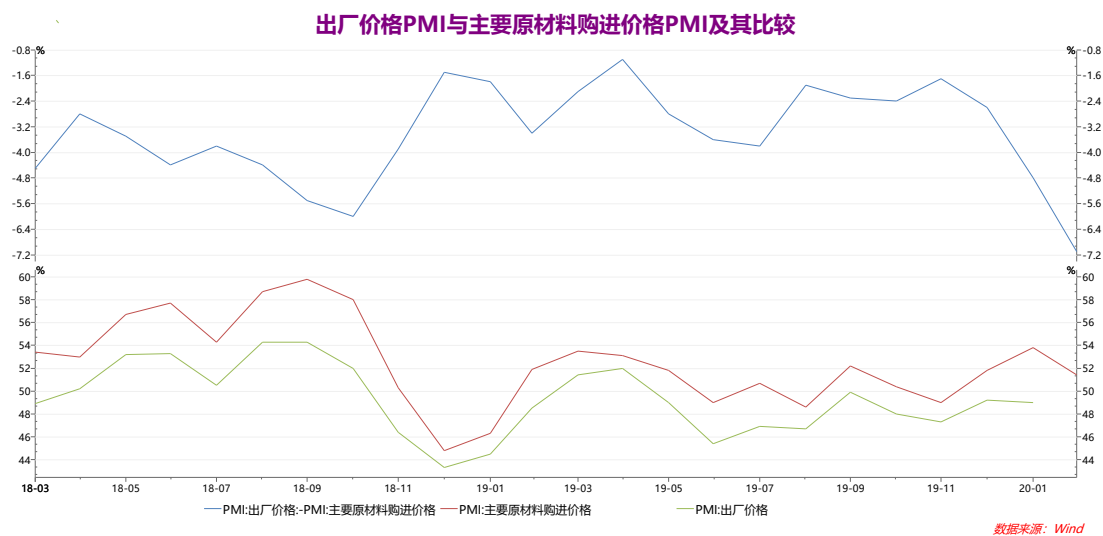
图 7：原材料库存与产成品库存 PMI 及其关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

价格方面，出厂价格 PMI 回落高于原材料购进价格 PMI，两者之差从 -4.8% 扩大到 -7.1%。出厂价格 PMI 和原材料购进价格的回落预示着 2 月 PMI 环比回升势头可能受到遏制，再度回落。1 月 PPI 环比为 0，同比报 0.1%。

图 8：出厂价格 PMI 与主要原材料购进价格 PMI 及其比较



资料来源: 银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据南华工业品指数显示, 2月该指数震荡加剧后, 出现大幅跳水。

图 9: 南华工业品指数



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_6942

