

宏观点评报告

2020 年 2 月 3 日

疫情影响尚未显现，一季度经济运行承压**——2020 年 1 月 PMI 数据点评****核心内容：**

- 1 月制造业 PMI 指数小幅下跌至“荣枯线”，主要是受到春节假期错位、工厂备产等多方因素影响，但整体经济运行趋于平稳，表明经济增长具有一定韧性。由于统计时间较早，未能充分体现新型冠状病毒疫情的影响，疫情影响将在 2、3 月份数据中滞后反映。分项指标中，生产指数的大幅下跌为拖累 PMI 的主要因素。
- 1 月非制造业商务活动回升，总体处于相对稳健的扩张过程中，延续了 2019 年四季度平稳较快增长趋势。服务业景气度小幅回升，建筑业景气度回升幅度较大。
- 由于 12 月企业集中备产，1 月 EPMI 生产回落有一定季节性因素，预计 2 月仍将受到假期影响。1 月世界各国制造业 PMI 数据释放出改善信号。
- 2 月多方面经济数据将受到明显影响，经济景气度短期内承压。疫情的整体影响可能集中在一季度，在去年高基数的影响下，经济增速的放缓将更为明显。预计拖累一季度实际 GDP 增速 1.0% 左右，今年一季度实际 GDP 增速将降至 5.0% 左右。
- 在疫情影响下，大宗商品需求缩减，价格明显下降，PPI 增速将有所放缓，降息举措可能提前。此外，政策逆周期调节的力度将再度加大，对基建形成有力支撑，但疫情是否会打乱建筑业用工和基建投资增速还有待观察。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515030003

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

一、生产回落拖累数据，疫情因素反映有限

1月制造业 PMI 受季节因素影响小幅回落，未充分体现新冠病毒疫情影响。1月制造业 PMI 指数为 50.0%，比上月回落 0.2%，小幅下跌至“荣枯线”，主要是受到春节假期，以及假期错位、工厂备产等多方因素影响，但整体经济运行趋于平稳，表明经济增长具有一定韧性。由于 1 月 PMI 统计时间较早，新冠病毒疫情的影响将在 2、3 月份数据中滞后反映。从历史上看，当出现病毒疫情被世界卫生组织定义为国际关注的公共卫生事件时，对应国家的 PMI 通常表现为先承压后逐渐反弹，反映较为敏感。

分项指标中，**生产活动短期受到冲击，制造业内需指标总体趋稳。**1月生产指数较上月大幅回落 1.9%至 51.3%，成为拖累 PMI 的主要因素，疫情推迟开工将加剧生产下滑。新订单指数保持稳定，微升 0.2%至 51.4%。同时，1月在手订单指数上升 1.3%至 46.3%，表明企业预期持续好转，生产经营活动正逐步恢复。

进出口指标均出现小幅回落，一季度进出口增长将承压。1月进口指数从 12 月的 49.9% 下跌至 49.0%，在收缩区内继续回落。新出口订单指数从 12 月的 50.3%回落至 48.7%，重回收缩区，外需指标再度承压反映了圣诞假期结束后海外需求的季节性走弱。由于 1 月份中美贸易第一阶段协议达成的实际效果尚未明显反映，且中国临近春节假期，进出口状况并没有出现明显好转。再考虑到本次疫情对一季度经济的影响，以及 1 月 30 日世界卫生组织将本次疫情定义为突发公共卫生事件，预计我国 2、3 月份进出口可能受限，将呈现回落态势。

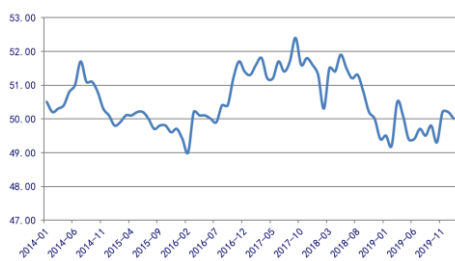
补库存尚有不不确定性，PPI 回升进程将受影响。1月原材料库存指数从上月的 47.2% 微降至 47.1%，在收缩区内下行，继续去库存。产成品库存小幅反弹，从上月的 45.6% 回升至 46.0%，出现见底回升迹象。采购量上行 0.3%至 51.6%，企业仍处于去库存阶段。鉴于疫情的影响存在不确定性，补库存进程可能延后。由于美国和伊朗的军事冲突造成原油等大宗商品价格波动，主要原材料购进价格指数从 12 月的 51.8%大幅上行至 53.8%。出厂价格指数微降 0.2%至 49.0%，在收缩区间下行。购进价格与出厂价格反向变化，预示着 PPI 回升进程可能会被打断。

各类型企业景气度分化，小微企业将减少用工。大、中型企业 PMI 下跌，小型企业 PMI 则回升。大型企业 PMI 回落 0.2%至 50.4%，中型企业 PMI 下跌 1.3%至 50.1%，小型企业 PMI 从上月的 47.2%回升至 48.6%。其中，中小企业雇员分项出现明显反弹，预期可能有所改善。1月制造业 PMI 就业指数微升 0.2%至 47.5%，有见底回升迹象，但用工需求仍然偏弱。在疫情影响下，多数小微企业无法恢复经营，加上年前员工奖金的集中发放，

流动资金不足影响工人雇佣，将进一步加大就业压力。

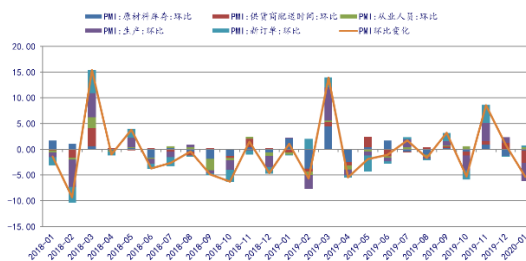
除内需与出口比例较上月有所上升外，其余五大拟合指标均回落。其中，制造业企业利润和生产规模同步缩减，产品销售速度放缓，企业经营规模逐渐缩小。进出口差异和内需指标也进一步印证了目前内需强劲但外需疲软，未来贸易顺差增速可能出现下降。

图 1：制造业 PMI 指标



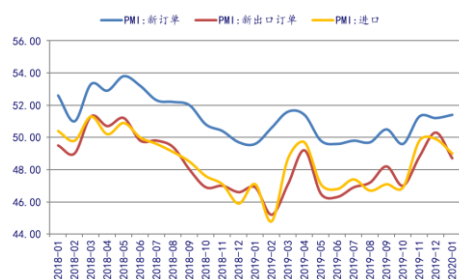
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 2：制造业 PMI 主要分项指标



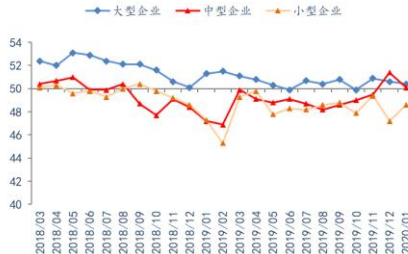
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 3：制造业 PMI 进出口指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

图 4：大中小型企业 PMI 指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

表 1：拟合指标

拟合指标	计算公式	本月值	上月值	走势图
利润趋势	新订单-主要原材料购进价格	-2.4	-0.6	
生产规模	采购量-主要原材料购进价格	-2.2	-0.5	
进出口差异	新出口订单-进口	-0.3	0.4	
内需与出口比例	新订单-新出口订单	2.7	0.9	
销售	原材料库存-产成品库存	1.1	1.6	
人员比例/企业经营规模	生产-从业人员	3.8	5.9	

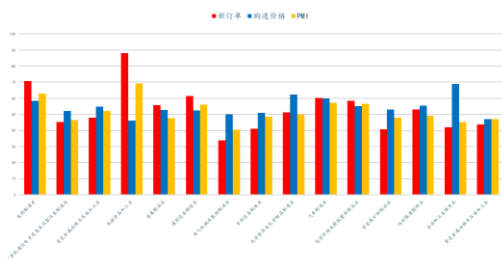
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

二、行业 PMI 继续分化，春节假期特征明显

预计消费高位回落，原料、设备将低位回升。1月消费迎来旺季，食品、医药、化纤和纺织等行业表现强劲。铁路航空设备制造业高涨，原料类和设备类继续回落。在原料大类中，化学行业持续向好，非金属、黑色虽有回升，但绝对值偏低。科技附加值较高的汽车、电子等行业受节假日因素影响，结束了前几个月持续高位的扩张状态，但设备类整体依旧好于传统原料制造业。总体来看，1月数据表现较好，但疫情的后续发展将成为决定2-3月数据的首要因素。考虑到疫情对不同行业开工的影响存在差异，预计原材料和设备类低位回升；疫情对消费影响最为突出，预计消费类将有所回落。

购进价格稳中有升，基建保持良好势头。从就业和产量指标看，1月非金属、化纤、纺织行业就业回升；食品行业就业回落但产量大幅回升，反映相关企业科技水平提升；非金属产量回升，中间品产量稳定，设备类产量明显回落。从进口订单来看，消费属性强的行业进入春节旺季，需求全面高涨，与产量一致，医药食品稳定在高位；设备类需求在春节月份明显回落，原材料大类需求持续冷淡，分化较上月有所减弱。此外，黑色、有色、纺织出口订单大幅回升，加上石油行业价格大升，国际贸易开始转暖；食品中幅回升，汽车小幅回升，需求转旺。汽车、饮料、黑色、非金属行业的大幅回升存在反季节现象，国际贸易极有可能出现新情况。购进价格整体稳中有升，大宗类、石油行业价格回升，医药食品高点已过。原材料类价格中非金属、有色有所回落其余均有所回升，设备类价格基本保持稳定。其他滞后指标中，成品库存、雇员均继续保持低位状态，非金属库存的大幅回落再次印证基建势头良好。

图 5：制造业 PMI 行业指标



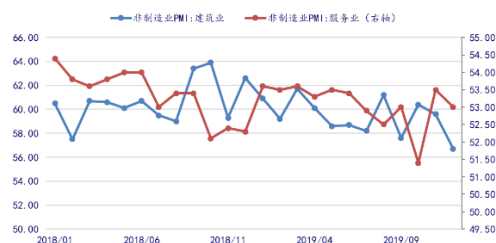
资料来源：Wind 中国银河证券研究院

三、非制造业稳健扩张，建筑业景气明显回升

1 月非制造业稳健扩张，服务业景气度小幅回升，建筑业支撑市场预期。非制造业 PMI 指数从 12 月的 53.5% 回升至 54.1%，延续了 2019 年四季度平稳较快增长趋势。其中服务业供需稳定，指标上升 0.1%，已连续 3 个月位于 53% 以上。

从行业大类看，邮政业、电信广播电视和卫星传输服务、货币金融服务、保险业等行业商务活动指数位于 57.0% 以上，业务总量增长较快。由于节日消费需求的提前释放，提振了网购和信息消费等相关需求，邮政业和电信服务业表现活跃，金融业对实体经济的带动作用仍较稳定。道路运输业、房地产业等行业商务活动指数位于收缩区间。建筑业商务活动指数大幅上升 3.0%，上行速度较快并处于高位景气区间。新订单指数上升 0.9% 至 53.8%，表明在政府稳增长、地方债提前发放、加快基础设施建设补短板强弱项等措施推动下，建筑业生产和需求稳中向好，对市场预期起到了支撑作用。

图 6：非制造业 PMI 指标



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

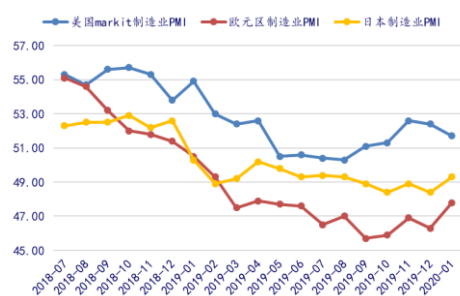
四、EPMI 季节性回落，海外制造业明显改善

上月企业集中备产，本月 EPMI 有所回落，2 月仍将受季节因素影响。1 月份中国战略性新兴产业采购经理指数(EPMI)为 50.1%，较上月回落 6.1%。从分项指标看，订单和生产维持在 6 个月均值的高位水平，企业仍有备产迹象，节后将出现明显反弹。自有库存、用户库存指数继续回落，为 50.4%和 47.0%。自有库存指数较上月回落 1.1%，表明大部分企业仍在观望，对于未来市场需求变化信心不足。本月不同行业备库存程度出现了较大差异。对于发展动力充足、市场需求旺盛且未来较为乐观的行业，如新能源汽车、新一代通信技术等，市场需求的支撑依然稳固，预计年后需求会出现强势反弹。而其他周期性较强的行业，如高端装备制造、新能源等，仅有部分企业选择备库存。1 月销售价格较上月回升 4.1%，购进价格指数为 55.1%，较上月回升 2.7%，价格受需求支持继续保持上升趋势。虽然本月订单回落，但购进价格出现回升，表明市场需求潜力很足，支撑依然稳固。就业指数为 46.0%，由于工厂提前放假，较上月回落 5.3%，属于节假日期间的正常调整，下月就业数据还将维持在较低水平。1 月出口回落，进口回升，与企业生产量回落、接单量减少，以及企业备产增加原材料库存相关。中美贸易协议的签订带给企业不少信心，预计进出口将保持长期上升趋势。1 月贷款难度为 55.6%，回升 0.5%，企业融资难度略有增加。1 月生产和订单受节假日因素影响出现回落，研发活动和新产品投产回升，企业将集中更多资源研发、推出新产品。经营预期为 47.9%，环比回落 0.6%，继续保持低位水平。由于新兴产业受到疫病影响较小，预计节后生产动力充足、需求继续回暖，但 2 月数据仍存在春节因素的影响。

1 月各国制造业 PMI 数据释放出更多改善信号。美国、法国的 Markit 制造业 PMI 仍然保持在临界值以上，英国、德国、欧元区、日本等发达经济体进一步向临界值靠近，韩国、中国台湾重回回归临界值以上。在新兴经济体之中，中国、印度、巴西、越南等仍然保持在 50 以上。欧洲制造业较去年底改善，各国 2020 年开局经济态势良好。1 月份法国制造业 PMI 为 51.7%，前值为 50.4%，较上月出现明显回升，但服务业表现欠佳。德国经济复苏迹象明显，服务业和制造业 PMI 双双打破预期。1 月份德国制造业 PMI 为 45.2%，预期值为 44.5%，较上月上升 1.5%，是 11 个月以来的新高，但仍明显低于枯荣线，产量延续收缩态势。1 月份欧元区制造业 PMI 为 47.8%，达到 9 个月以来最高值，表现好于预期。综合 PMI 与上月持平，欧元区整体经济无亮眼表现。1 月份英国制造业 PMI 为 49.8%，升至 9 个月以来的高位。服务业和综合 PMI 创 16 个月以来新高，紧张的政治和经济不确定性在大选和脱欧明朗后明显降低，PMI 的回升也降低了英国央行近期降息的可能性。

美国 1 月 Markit 制造业 PMI 指数从上月的 52.4% 下滑至 51.7%，创 3 个月低位，显示出美国制造业扩张步伐放缓。而服务业 PMI 从 52.8% 升至 53.2%，触及去年 3 月以来高位。日本今年 1 月制造业 PMI 初值再度上升至 49.3%，较前值上升 0.9%，创去年 8 月以来新高，但已连续八个月位于收缩区间。其中，制造业产出和新订单降幅回调，但新订单仍延续了过去的 12 个月的下滑走势。新出口订单转增，就业继续增长，前景乐观情绪增强。1 月服务业 PMI 初值由上月的 49.4% 回升至 52.1%，重现扩张。其中，新业务增速提高，新出口业务降幅缩小，就业继续增加，但服务业前景乐观情绪有所回落。1 月综合 PMI 初值重现扩张，结束了持续收缩。私企前景乐观情绪增强，尽管新业务扩张速度持平，但就业增速有所加快。

图 7：发达经济体制造业 PMI



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

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_7427

