



证券研究报告·宏观研究报告

2020年2月3日

首创宏观“茶”：

主要原材料购进价格有悖常理，上半年宏观经济
大概率承压

——1月 PMI 数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 1月制造业 PMI50.0，预期值 50.0，前值 50.2；1月非制造业 PMI54.1，预期值 53.0，前值 53.5；1月综合 PMI53.0，前值 53.4。我们点评如下：
 - 一、制造业 PMI 受春节因素扰动较前值下行，但仍强于季节性；
 - 二、需求情况总体持续好转；
 - 三、生产指数较前值下行符合季节性；
 - 四、主要原材料购进价格较前值上行有悖常理；
 - 五、工业企业主动去库存的时长大概率延长；
 - 六、建筑业 PMI 全面向好利多基建投资，但是资金端压力将拖累基建投资增速；
 - 七、就业压力依旧不可忽视。

目录

一、制造业 PMI 受春节因素扰动较前值下行，但仍强于季节性.....	4
二、需求情况总体持续好转.....	5
三、生产指数较前值下行符合季节性.....	6
四、主要原材料购进价格较前值上行有悖常理.....	7
五、工业企业主动去库存的时长大概率延长.....	7
六、建筑业 PMI 全面向好利多基建投资，但是资金端压力将拖累基建投资增速.....	8
七、就业压力依旧不可忽视.....	9

图表目录

图 1：2020 年 1 月的 50.0 位列第 5，为 2019 年 1 月以来相对高点（%）	4
图 2：1 月新订单连续 3 个月位于荣枯线之上，且录得近 9 个月新高（%）	5
图 3：1 月生产经营活动预期指数为 2018 年 7 月以来新高（%）	6
图 4：主要原材料购进价格指数与大中型企业的主要原材料购进价格严重背离（%）	7
图 5：2020 年 1-4 季度翘尾因素的均值低于 2019 年同期（%）	8
图 6：建筑业 PMI 全面向好利多基建投资（%）	9
图 7：服务业从业人员创 2012 年 7 月有纪录以来新低（%）	10

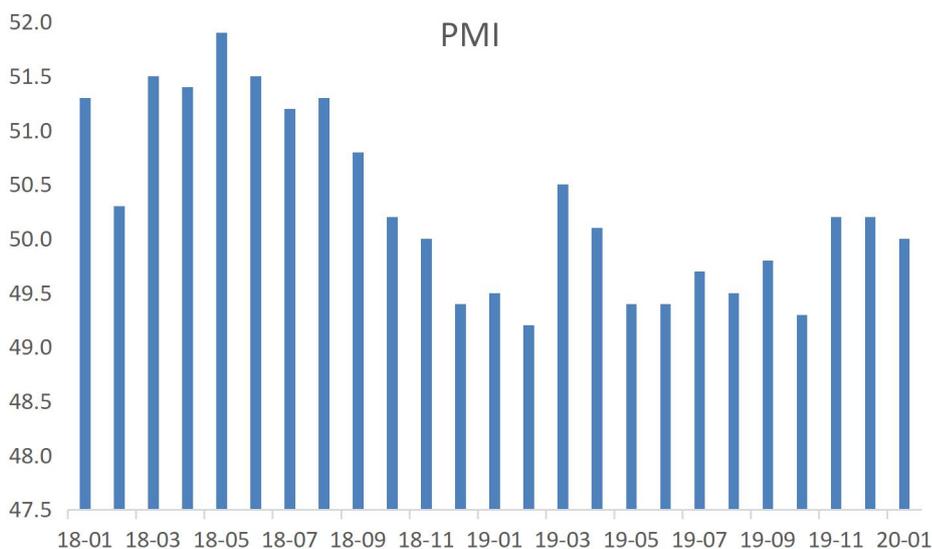
事件：1月制造业PMI50.0，预期值50.0，前值50.2；1月非制造业PMI54.1，预期值53.0，前值53.5；1月综合PMI53.0，前值53.4。

点评：

一、制造业 PMI 受春节因素扰动较前值下行，但仍强于季节性

1月制造业PMI录得50.0，持平于预期，较前值下行0.2个百分点。1月是春节月份，“春节因素”不可避免地对制造业PMI的走势产生扰动。在2005年至2019年的15年里，春节月份制造业PMI较前值下行的均值为0.45个百分点，其中，有11年春节月份的制造业PMI较前值下行，下行幅度的均值为1.05个百分点，可见2020年1月仅较前值下行的幅度低于往年同期的季节性。从制造业PMI的绝对数值看，与往年相比，2020年1月制造业PMI并不突出，在过往16年里的1月制造业PMI中，2020年1月仅位列倒数第5，居于中下游水平，但是与2019年的12个月度值相比，2020年1月的50.0位列第5，为2019年1月以来相对高点，从这个角度看并不算差。从制造业PMI的内部结构看：5个主要分项方面，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得51.40、51.30、47.50、49.90、47.10，分别较前值上行0.20、-1.90、0.20、-1.20、-0.10个百分点，生产指数下行是1月制造业PMI较前值下行的主要拖累项，主因春节期间生产活动放缓；分企业规模看，大中小型企业的制造业PMI分别为50.40、50.10、48.60，分别较前值上行-0.20、-1.30、1.40个百分点，中型企业在12月冲高，而在1月回落是1月制造业PMI较前值下行的主因。

图1：2020年1月的50.0位列第5，为2019年1月以来相对高点（%）

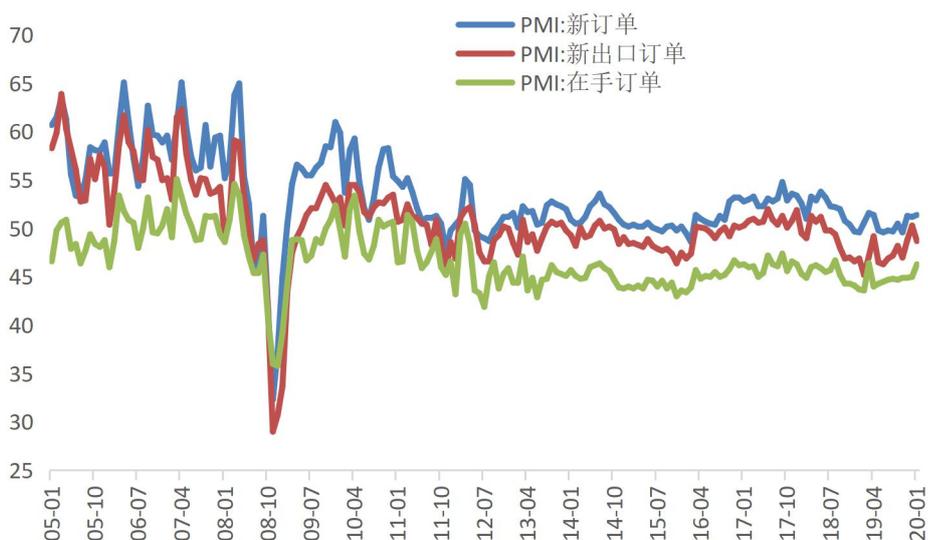


资料来源：wind，首创证券研发部

二、需求情况总体持续好转

1月新订单录得51.40，较前值上行0.20个百分点，连续3个月位于荣枯线之上，且录得近9个月新高。从外需看，新出口订单仅录得48.70，较前值大幅下行1.60个百分点，究其原因，受西方国家圣诞节备货的影响，12月新出口订单冲高录得50.30，圣诞节过后大幅下行符合季节性规律。但是从目前的基本面看，2020年外需依旧不容乐观，判断依据有两点。从全球经济走势看，世界银行与IMF分别下调全球经济增速0.20、0.10个百分点至2.50%、3.30%，叠加考虑我国新冠疫情对全球经济的冲击，预计2020年全球经济增速大概率继续承压。从主要国家的制造业PMI来看，1月欧元区、日本、英国的制造业PMI虽然出现反弹，但是依旧位于荣枯线之下，而1月美国Markit制造业PMI虽然位于荣枯线之上，但是较前值下行，此外，12月美国ISM制造业PMI仅录得47.2，创2009年7月以来新低。内需方面，1月20日之前我国内需呈现逐步企稳的态势，体现在以下3个方面：一是在手订单录得46.30，较前值大幅上行1.30个百分点，虽然位于荣枯线之下，但是录得近10个月新高；二是进口指数录得49.00，虽然较前值下行0.90个百分点，但依旧处于相对高位；三是“新订单-新出口订单”这一指标在1月录得2.70个百分点，较其前值上行1.80个百分点。目前新冠疫情极大冲击1季度居民的餐饮、娱乐与旅游需求，2、3、4季度大概率逐步修复，与此同时，房地产投资、基建投资等固定资产投资需求大概率承压，预计1季度固定资产投资大概率创历史新低，但是在逆周期政策的对冲下，2、3、4季度大概率逐步修复。

图 2：1月新订单连续3个月位于荣枯线之上，且录得近9个月新高（%）

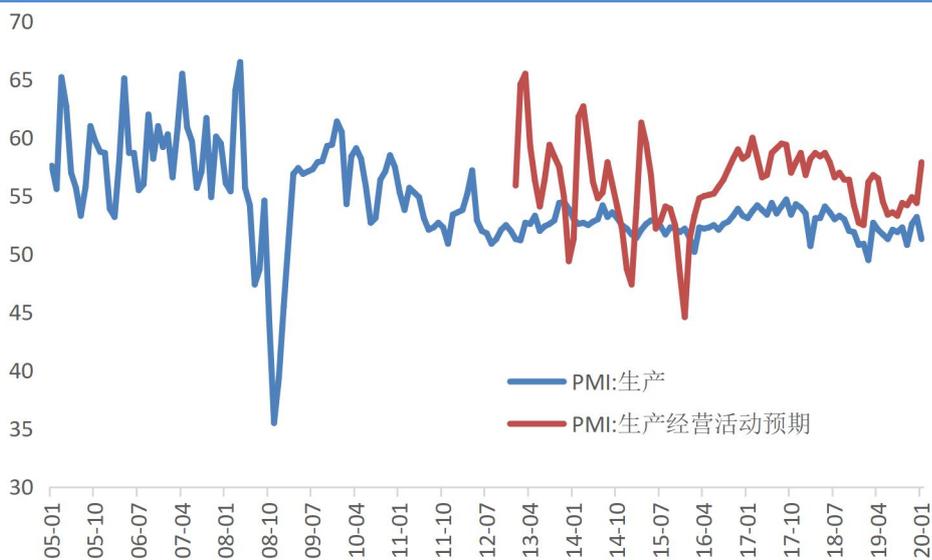


资料来源：wind，首创证券研发部

三、生产指数较前值下行符合季节性

1月生产指数为51.30，较前值下行1.90个百分点，符合季节性。分企业规模看，大型、中型、小型企业的生产PMI分别为51.50、52.20、49.30，分别较前值上行-2.10、-4.10、1.80个百分点，其中，中型企业冲高回落。1月生产经营活动预期指数为57.90，较前值上行3.50个百分点，为2018年7月以来新高，表明制造业企业对宏观经济的前景看好。分企业规模看，大型、中型、小型企业的生产经营活动预期指数分别为61.20、54.80、53.20，分别较前值上行4.60、1.20、3.70个百分点，其中，大型企业生产经营活动预期指数跃至60的高景气区间之内，且创2017年10月以来新高，是1月生产经营活动预期指数大幅上行的主要拉动项。但是我们应该看到，短期之内生产指数面临较大下行压力，原因有两点：一是为坚决贯彻落实重大突发公共卫生事件一级应急响应工作要求，有效控制传染源头，大量工业企业响应政府号召，延迟复工；二是在新冠疫情对消费、投资、净出口等宏观经济的“三驾马车”形成负面冲击的背景下，考虑到产品销路问题，工业企业生产积极性大为下降。前一个原因是短期因素，后一个因素则更为根本。针对后一个问题，国家发改委在2月3日明确指出，“现在不少企业担心将来会不会产能过剩，疫情过后富余的产量，政府将予以收储，所以只要符合标准，企业可以开足马力组织生产”。因此，我们认为短期之内生产指数面临较大下行压力，1季度工业增加值同比会下行较大幅度，但是在政府收储的背景下，预计生产指数的下行有底。

图3：1月生产经营活动预期指数为2018年7月以来新高（%）

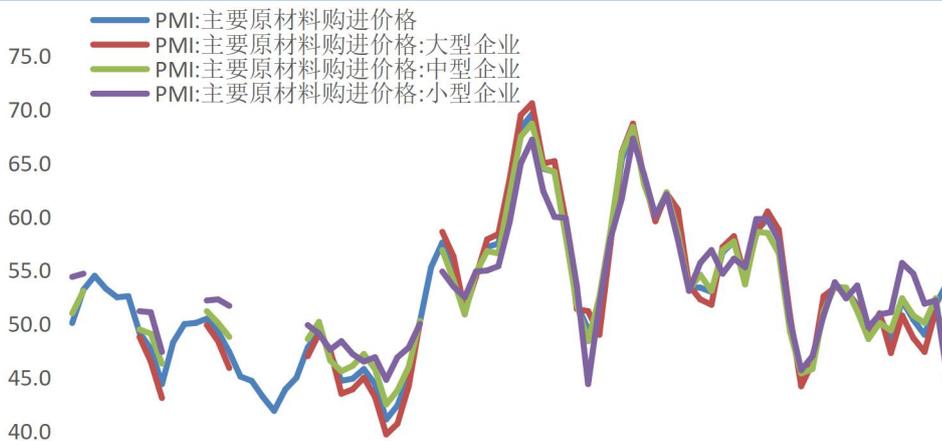


资料来源：wind，首创证券研究发展部

四、主要原材料购进价格较前值上行有悖常理

1月主要原材料购进价格指数与出厂价格指数发生背离，其中，主要原材料购进价格指数录得53.80，较前值上行2.00个百分点，而出厂价格指数录得49.00，较前值下行0.20个百分点。通常情况下，主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的走势是一致的，但是二者发生背离的情况偶尔也发生。我们认为1月主要原材料购进价格指数的取值有悖常理，存在“总量走势与结构走势”相冲突的现象，理由如下：从结构上看，1月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为48.60、45.40、45.40，均位于荣枯线之下，且分别较前值下行2.70、7.00、6.80个百分点，在这种情况下，1月主要原材料购进价格指数依旧较前值大幅上行2.00个百分点，远高于荣枯线，与大中小型企业的主要原材料购进价格严重背离，不符合加总规律与历史经验。在出厂价格指数较前值下行，且大中小型企业的主要原材料购进价格指数均较前值下行的背景下，我们认为主要原材料购进价格指数也应较前值下行。更进一步，考虑到1月大中小型企业主要原材料购进价格指数的下行幅度均大于相应的出厂价格指数，我们认为主要原材料购进价格指数的下行幅度也应大于出厂价格指数的下行幅度。

图 4：主要原材料购进价格指数与大中小型企业的主要原材料购进价格严重背离（%）



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_7513

