



生产放缓需求企稳，但疫情冲击还未显现

——2020年1月PMI数据的点评

宏观点评

投资要点：

- **制造业生产扩张放缓，需求短期企稳，大、中、小型企业分化态势未变。**
生产扩张放缓，需求短期企稳。1月制造业PMI较上月回落0.2个百分点至50.0%。其中，受春节期间企业停产停工影响，生产指数较上月下降1.9个百分点至51.3%。受益于逆周期调控力度的持续加码，新订单指数较上月提高0.2个百分点至51.4%，连续三个月高于临界值，国内需求短期企稳。
大型企业景气度稳定，中小型企业波动大，但大、中、小型企业分化态势未变。从企业类型看，1月大、中、小型企业PMI分别为50.4%、50.1%、48.6%，分别较上月变动-0.2、-1.3、1.4个百分点，大型企业景气度相对稳定，中小企业波动幅度较大。从需求指标看，大型企业受益于逆周期调节力度加码，新订单和进口指数均在荣枯线上方继续提高；中型企业新订单指数下降较多，但绝对值仍高于小型企业；小型企业新订单环比改善，但仍低于临界值，大中小型企业分化态势未变。
- **工业企业仍处于被拉长的去库存周期。**1月原材料库存和产成品库存分别下降0.1%和提高0.4%。从较长时期走势看，原材料库和产成品库存均进入下行通道，且产成品库存下降更快：一是企业盈利困难，下游企业加快去库存节奏，产成品库存持续下降；二是长期需求未出现明显改善，企业补库存意愿仍不足，上游企业库存稳中趋降。
- **预计1月PPI约增长0.2%左右，全年约增长-0.4%。**1月份原材料购进和出厂价格指数分别较上月提高2.0和下降0.2个百分点，预示1月工业生产者价格指数PPI上涨动能有所提高，预计1月PPI同比增长0.2%左右。
- **服务业景气度微升，建筑业高位继续提高，非制造业扩张加速。**1月服务业PMI指数较上月提高0.1个百分点至53.1%。其中，新订单指数连续两个月位于荣枯线上，服务业市场需求整体稳定。业务预期指数仍在高位运行，表明企业信心依然较强。在加快基础设施建设补短板强弱项等措施推动下，建筑业生产和市场需求稳步增长。预计今年逆周期调节力度会继续加码，未来建筑业仍将保持较快发展。
- **新型冠状病毒疫情负面影响将在2月份显现，预计制造业PMI大概率低于50%，非制造业景气度将快速下降。**由于PMI数据采集时点在20日之前，新型冠状病毒疫情尚未全面爆发，因此1月PMI数据基本未包含疫情的负面影响。但疫情会造成工人返城、工程复工出现延迟，制造业生产活动无法正常开展，预计未来几个月制造业PMI大概率低于50%。同时服务业诸如交通运输、旅游、餐饮、娱乐等行业受疫情冲击更大，预计未来服务业景气度将快速下降。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长
 财富证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员
 电话：010-68080380
 邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、生产扩张放缓，需求短期企稳，企业仍处于去库存周期，预计 1 月份 PPI 约增长 0.2%	3
（一）从供给指标看，制造业生产扩张放缓	3
（二）从需求指标看，制造业需求短期企稳	3
（三）从周期指标看，工业企业继续去库存	4
（四）从价格指标看，预计 1 月 PPI 约增长 0.2%	4
二、小型企业景气度回升，但难改分化态势	5
三、服务业微升，建筑业高位继续提高，非制造业扩张加速	5

正文：

事件：2020年1月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50%，较上月下降0.2个百分点；中国非制造业商务活动指数为54.1%，较上月提高0.6个百分点；综合PMI产出指数为53.0%，较上月下降0.4个百分点（见图1）。

一、生产扩张放缓，需求短期企稳，企业仍处于去库存周期，预计1月份PPI约增长0.2%

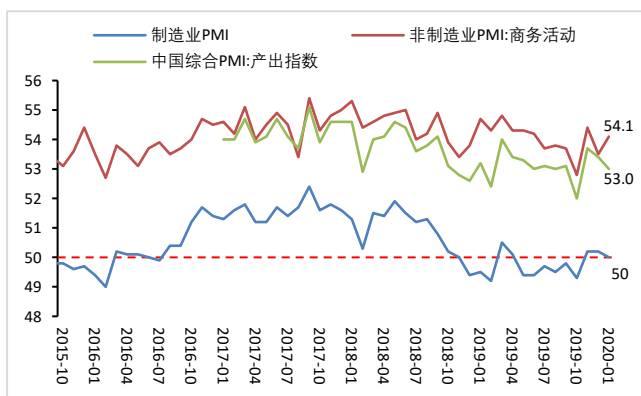
（一）从供给指标看，制造业生产扩张放缓

1月生产指数为51.3%，较上月和去年同期分别下降1.9和提高0.4个百分点。本月生产指数较2012-2018年同期均值低0.3个百分点（见图2），逊于经济增速持续下降期间（2012-2018年）同期表现，制造业生产扩张放缓。本月生产指数的回落主要春节期间企业停工停产导致的。

具体来看，一方面企业采购意愿小幅提高，1月份采购量指数为51.6%，比上月提高0.3个百分点，企业开工意愿未出现回落；另一方面，原材料库存指数为47.1%，较上月下降0.1个百分点（见图2），继续处于收缩区间，反映投资者对未来经济活动预期没有实质性转变，尤其是对中长期投资收益预期没有明显转变。

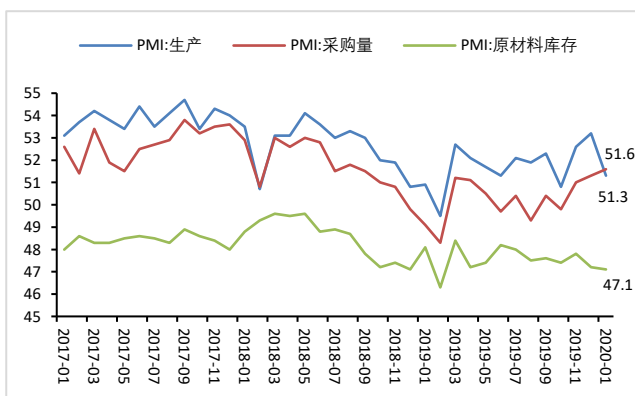
从较长时期历史同期数据看，2018年10月份以来，制造业PMI指数开始持续低于2012年以来历史同期均值，1月制造业PMI和历史同期均值间的负缺口持平于上月的-0.3%，说明实体经济下行压力仍在（见图3）。值得注意的是，1月份PMI数据未包含新型冠状病毒对制造业的负面冲击，预计未来几个月新型冠状病毒的影响将显现。

图1：制造业、非制造业和综合PMI走势



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图2：制造业生产扩张放缓



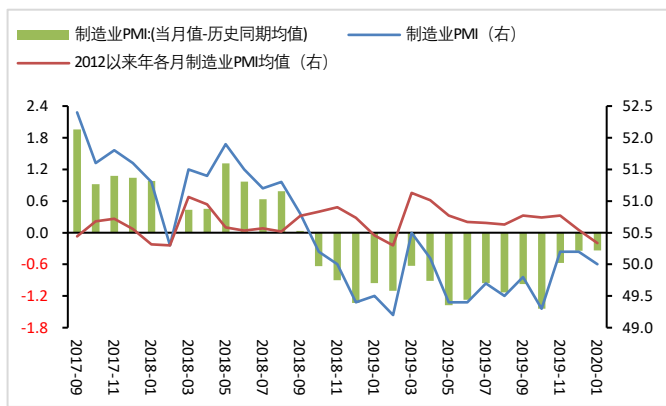
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）从需求指标看，制造业需求短期企稳

1月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为51.4%、48.7%、49.0%，分别比上月变动0.2、-1.6和-0.9个百分点（见图4）。其中新订单、新出口和进口订单指数分别反应总需求、国外需求和国内需求情况。受益于逆周期调节力度持续加码，新订单

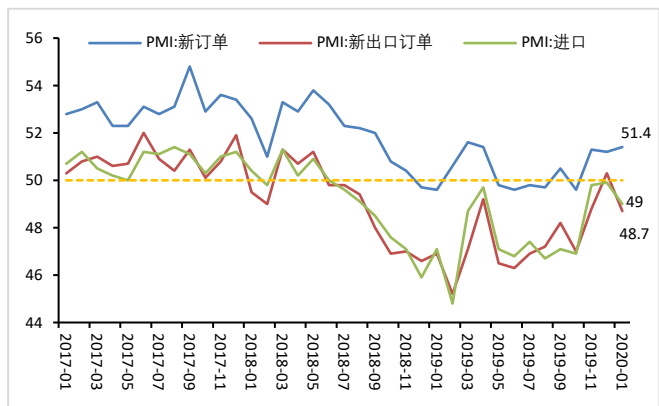
指数连续三个月高于临界值，国内总需求短期回暖。但新出口订单和进口订单指数均下降，一方面是海外圣诞假日等短期因素影响消退，另一方面，全球和国内经济依然疲弱，进出口贸易难出现趋势性回升。

图 3：制造业 PMI 指数与历年同期均值比较



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：制造业内外需指标变化



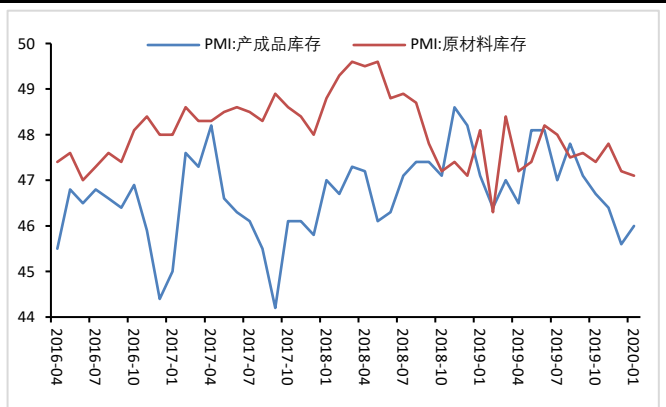
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（三）从周期指标看，工业企业继续去库存

由于产成品库存和原材料库存分别代表下游需求的紧张程度和上游投资情况，所以两者的相对走势变化反应了经济周期状态。

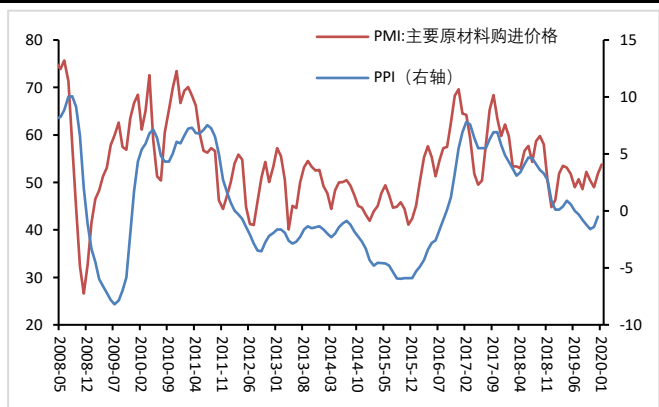
1 月份产成品库存和原材料库存指数分别为 46.0%和 47.1%，分别较上月提高 0.4 和下降 0.1 个百分点，均继续处于收缩区间（见图 5）。从较长时期走势看，产成品库存和原材料库存均进入下行通道，但产成品库存下降更快：一是企业盈利困难，下游企业加快去库存节奏，产成品库存持续下降；二是长期需求未出现明显改善，企业补库存意愿仍不足，上游企业库存稳中趋降。未来国内需求难以出现趋势性改善，企业生产意愿将继续承压，工业企业将继续去库存。

图 5：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：12 月份 PPI 上涨动能有所提高



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（四）从价格指标看，预计 1 月 PPI 约增长 0.2%

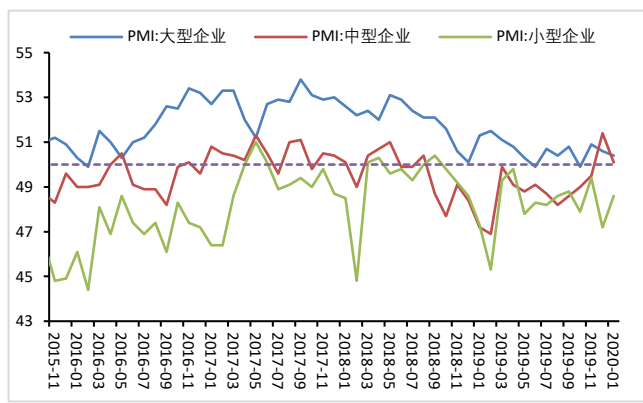
1 月份，PMI 原材料购进价格指数为 53.8%，较上月提高 2.0 个百分点；出厂价格

指数为 49.0%，较上月下降 0.2 个百分点（见图 6）。1 月原材料购进价格高于临界值，但出厂价格低于临界值，中下游企业成本压力加剧。1 月购进价格回升较多，预示 1 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，预计 1 月 PPI 同比增长 0.2% 左右，全年约增长 -0.4%。

二、小型企业景气度回升，但难改分化态势

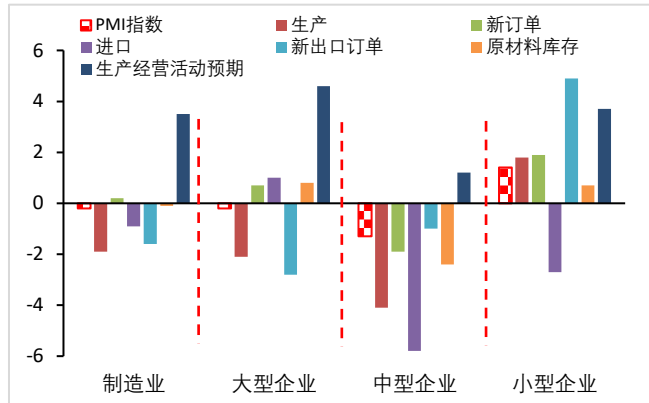
1 月份大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 50.4%、50.1%、48.6%，分别较上月变动 -0.2、-1.3、1.4 个百分点，大型企业景气度相对稳定，中小企业波动幅度较大（见图 7）。从分项指标看，大型企业受益于逆周期调节力度加码，新订单和进口指数均在荣枯线上方继续提高。中型企业新订单指数下降较多，但绝对值仍高于小型企业。小型企业新订单环比改善，但仍落在荣枯线下方（见图 8）。虽然 1 月份 PMI 景气度回升，但目前我国大中小企业分化趋势依然未变。

图 7：大中小型企业 PMI 分化趋势继续



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：大中小型企业 PMI 分项指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

三、服务业微升，建筑业高位继续提高，非制造业扩张加速

1 月非制造业商务活动指数为 54.1%，较上月和去年同期分别提高 0.6 和下降 0.6 个百分点（见图 9）。整体看，非制造业扩张加速。分行业看：

服务业景气度微升。1 月服务业 PMI 指数为 53.1%，较上月提高 0.1 个百分点（见图 10）。从分项指标看，1 月份新订单指数和经营活动预期指数分别为 50.0% 和 50.5%。

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_7529

