

固定收益研究/动态点评

2020年01月31日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

张大为
联系人 zhangdawei@htsc.com

相关研究

1《固定收益研究: 03 年疫情对债市影响的启示》2020.01

2《固定收益研究: 经济弱企稳将继续》2020.01

3《固定收益研究: 淡季不太淡》2020.01

PMI 尚未反映疫情影响

——2020 年 1 月官方 PMI 数据点评

PMI 数据尚未反映疫情影响

1 月官方制造业 PMI 50%，回落 0.2 个百分点，处在枯荣线水平。今年春节较早但 PMI 指数降幅较小，体现出经济企稳的动力。但本月数据调查因春节提前，疫情是在此之后快速发展，数据还未反映疫情因素，或对经济指示意义不足。疫情无疑对全面建成小康社会目标带来较大挑战，我们根据疫情扩散的三种情景假设，测算对 2020 年 GDP 增速拖累分别约 0.1-0.3、0.5 和 1 个百分点不等，对宏观逆周期调节政策无疑存在着更高的诉求。

生产指数季节性回落，疫情或打断修复进程

1 月生产指数 51.3%，回落 1.9 个百分点；新订单指数 51.4%，回升 0.2 个百分点。生产指数季节性回落，主因春节前企业陆续停工放假。订单回升而出口订单回落，体现内需改善。行业角度，汽车、交运设备、通用设备、食品、医药、纺织、化纤等景气回升。原材料库存指数 47.1%，回落 0.1 个百分点；产成品库存指数 46%，回升 0.4 个百分点。临近春节，原材料备货与产成品交货放缓。然而，突来的疫情或将打断内需的修复进程，或阶段性导致订单下滑与库存被动积压，预计企业生产积极性也会再次受抑。

进出口将受疫情冲击，PHEIC 暂不建议贸易限制

1 月新出口订单指数 48.7%，回落 1.6 个百分点；进口指数 49%，回落 0.9 个百分点。进出口小幅回调，与今年春节较早有关。但仍显著高于 19 年 5-10 月的水平，体现内外需改善。然而突发疫情冲击内需，将对进口造成显著扰动。虽然目前港口地区受疫情影响尚小，但由于制造业停工时间延长以及其他国家或增加对华贸易限制而受到冲击。1 月 30 日，世卫组织定位新型冠状病毒感染肺炎疫情为 PHEIC，强调不建议实施旅行和贸易限制。“处理意见”处在变化之中，关键还在于中国地区的疫情发展情况。

工业品将维持通缩，企稳有待疫情收敛

1 月原材料购进价格指数 53.8%，回升 2 个百分点；出厂价格指数 49%，回落 0.2 个百分点。原材料价格回升幅度较大，与当月初美伊事件导致国际油价大幅上涨有关，也反映企业生产备货的积极性处在改善阶段。疫情对生产与运输造成显著冲击之下，PPI 回升节奏或被打破，短期通缩压力加大。受疫情扩散影响，布伦特油价在 1 月下旬从每桶 65 美元跌至 60 美元左右。预计一季度 PPI 仍会维持在通缩区间，企稳有待疫情收敛。

疫情对第三产业的就业冲击较大

1 月制造业从业人员指数 47.5%，回升 0.2 个百分点；非制造业从业人员指数 48.6%，回升 0.3 个百分点，其中建筑业从业人员指数回升 4.6 个百分点至 55.3%。建筑业用工大幅回暖，主因基建投资发力近在咫尺，制造业用工改善受需求转暖提振。但疫情影响更值得担忧。短期而言，延迟开工与带薪休假是中小企业难以承受之重，或面临现金周转问题。而随着企业出现破产风险加大，就业问题也将逐渐暴露。中期而言，第三产业的需求收缩压力带来更大挑战，或引发结构性失业问题，既需要逆周期政策稳定总需求，还需要增加转岗培训等就业政策的支持与产业政策的引导。

应对疫情冲击，基建投资更应当仁不让

1 月建筑业 PMI 回升 3 个百分点至 59.7%，主要受基建投资提振。回顾 SARS 期间，疫情会重创消费与第三产业，而对投资和第二产业建筑业的扰动相对较小。但疫情或负面影响房地产销售，地产投资端存在较大下行压力，稳增长更需要基建端发力对冲。财政扩大预算赤字以打开积极财政空间的必要性提高，赤字率预计提高到 3%。专项债额度更有大幅度扩容的必要性，对冲疫情等引发的经济下行和就业压力。

风险提示：新冠肺炎疫情扩散时间超预期，逆周期调节政策强于预期。

2020 年 1 月官方 PMI 数据点评

1 月官方制造业 PMI 50%，小幅回落 0.2 个百分点，处在枯荣线水平。因春节因素，历年 1 月 PMI 有环比回落的季节性特征。今年春节较早但 PMI 指数降幅较小，体现出经济企稳的动力。然而，本月数据调查时间，因春节提前至 1 月 21 日-22 日（据中国物流与采购联合会），疫情是在此之后快速发展，故数据还未反映疫情因素，或对后续经济指示意义不足，更需要关注 2、3 月 PMI 走势。

2019 年四季度起，伴随着外需的初步修复、中美贸易摩擦实质性好转，企业信心有所改善。同时国内库存周期接近底部拐点、专项债发力基建的预期较强、央行降准降息等因素，经济初步显露出弱企稳的迹象。然而 2020 年 1 月，迅速扩散的新冠肺炎疫情将对脆弱的经济造成较大打击。同时，世卫组织已将疫情定位为国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC），若疫情严重扩散可能限制贸易与人员流动，对经济造成进一步伤害。疫情无疑对全面建成小康社会目标带来较大挑战，我们根据疫情扩散的三种情景假设，测算对 2020 年 GDP 增速拖累分别约 0.1-0.3、0.5 和 1 个百分点不等（测算详见 2020 年 1 月 31 日报告《经济“弱企稳”遭遇疫情“强干扰”——新冠疫情对经济和市场冲击的推演》），对宏观逆周期调节政策无疑存在着更高的诉求。

生产指数季节性回落，疫情或打断修复进程

供需方面，1 月生产指数 51.3%，回落 1.9 个百分点；新订单指数 51.4%，回升 0.2 个百分点。生产指数季节性回落，主因春节前生产企业陆续停工放假。但订单指数逆季节性回升，结合当月出口订单回落，体现内需显著改善。需求持续改善与低库存的组合下，利好企业生产备货，而产能瓶颈或助推制造业投资提速。行业角度，汽车、交运设备、通用设备、食品、医药、纺织、化纤等景气回升。

库存方面，1 月原材料库存指数 47.1%，回落 0.1 个百分点；产成品库存指数 46%，回升 0.4 个百分点。由于临近春节，原材料备货与产成品交货放缓，导致库存相应变动。另外，订单回暖与产成品库存回升呈现出“主动补库存”的迹象。

然而，突来的疫情将或打断当前内需的修复进程，或阶段性导致订单下滑与库存被动积压，预计企业生产积极性也会再次受抑。

进出口将受疫情冲击，PHEIC 暂不建议贸易限制

1 月新出口订单指数 48.7%，回落 1.6 个百分点；进口指数 49%，回落 0.9 个百分点。进出口指数在连续两个月大幅回升之后，出现小幅回调，与今年春节较早影响外贸活动有关。但指数仍显著高于 2019 年 5-10 月的水平，说明内外需均已显著改善。然而突发疫情冲击内需，将对进口造成显著扰动。虽然目前港口地区受疫情影响尚小，但由于制造业停工时间延长以及其他国家或增加对华贸易限制而受到冲击。

2020 年 1 月 30 日，世卫组织定位新型冠状病毒感染肺炎疫情为国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC），强调不建议实施旅行和贸易限制。因而暂时没有强制性措施来干预中国出口和国际商贸活动，但其他国家可能受此影响作出“禁飞中国”等类似决定，仍会对出口造成负面抑制。并且“处理意见”处在变化之中，关键还在于中国地区的疫情发展情况。如果疫情严重扩散，可能升级为限制贸易与人员流动，从而加重对出口与实体经济的冲击，而如果疫情受到控制，PHEIC 的定义也随时可能取消。

工业品将维持通缩，企稳有待疫情收敛

1 月原材料购进价格指数 53.8%，回升 2 个百分点；出厂价格指数 49%，回落 0.2 个百分点。原材料价格回升幅度较大，一方面与当月初美伊事件导致国际油价大幅上涨有关，另一方面也反映企业生产备货的积极性处在改善阶段。随着 19 年底消费企稳、制造业投资反弹，经济内生性活力改善有助于工业品价格回暖。但疫情对生产与运输造成显著冲击之下，PPI 回升节奏或被打断，短期通缩压力加大。受疫情扩散影响，布伦特油价在 1 月下旬从每桶 65 美元跌至 60 美元左右。预计一季度 PPI 仍会维持在通缩区间，企稳有待疫情收敛。

疫情对第三产业的就业冲击较大

1 月制造业从业人员指数 47.5%，回升 0.2 个百分点；非制造业从业人员指数 48.6%，回升 0.3 个百分点，其中建筑业从业人员指数回升 4.6 个百分点至 55.3%。建筑业用工大幅回暖，主因基建投资发力近在咫尺，制造业用工改善受需求转暖提振。

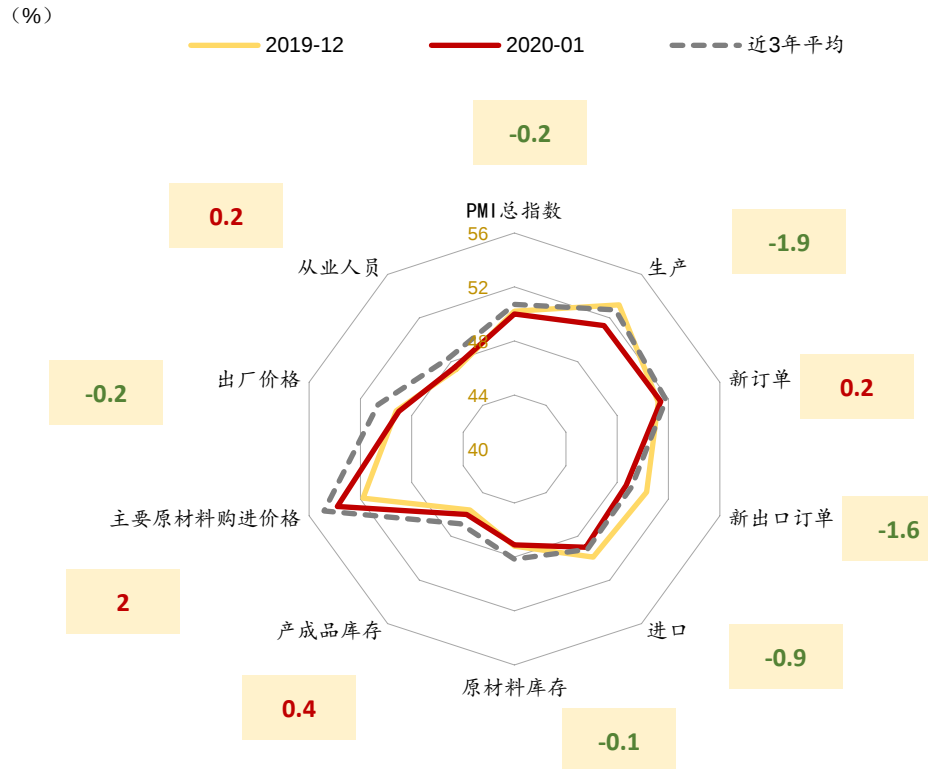
但疫情对于就业的影响更值得担忧。短期而言，虽然各地政府下达行政命令，要求疫情防控期间企业不得随意解除职工劳动合同，但延迟开工与带薪休假是中小企业难以承受之重，一面是订单无法按时交货，另一方面是租金薪酬开支仍在，企业或面临现金周转问题。而随着企业出现破产风险加大，就业问题也将逐渐暴露。中期而言，第三产业的需求收缩压力给就业问题带来更大挑战。据四经普数据，2018 年我国第三产业的从业人员已达 2.1 亿人，超过第二产业。疫情可能引发结构性失业问题，既需要逆周期政策稳定总需求，还需要增加转岗培训等就业政策的支持与产业政策的引导。

应对疫情冲击，基建投资更应当仁不让

1 月建筑业 PMI 回升 3 个百分点至 59.7%，景气度显著走强，主要受基建投资拉动。据各省财政披露的发行情况，1 月份新增专项债发行额超过 7000 亿元，大量项目亟待开工建设。回顾 SARS 期间经济表现，疫情会重创消费与第三产业，而对投资和第二产业建筑业的扰动相对较小。但由于疫情或负面影响房地产销售，地产投资端存在较大下行压力，稳增长更需要基建端发力对冲。财政扩大预算赤字以打开积极财政空间的必要性提高，赤字率预计提高到 3%。专项债额度更有大幅度扩容的必要性，项目的收益要求或适当放低，或加大对医院、学校、污水垃圾处理、停车场等民生短板领域的建设支持，对冲疫情等引发的经济下行和就业压力。

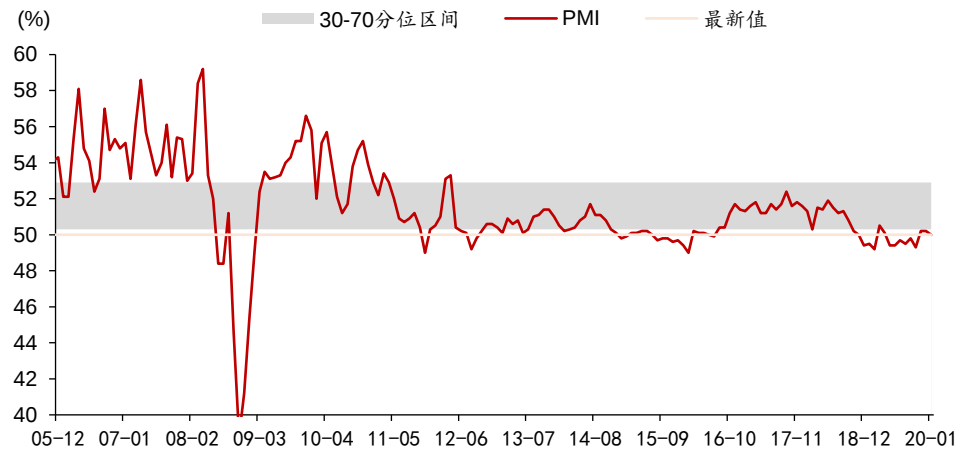
1 月 PMI 数据全览

图表1: PMI 环比变动概览



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

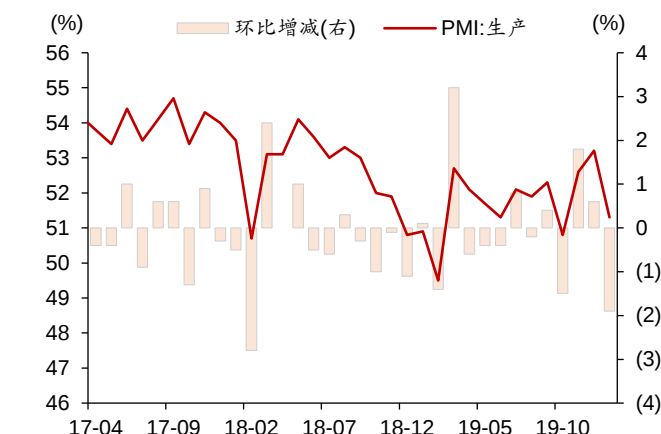
图表2: 制造业 PMI



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

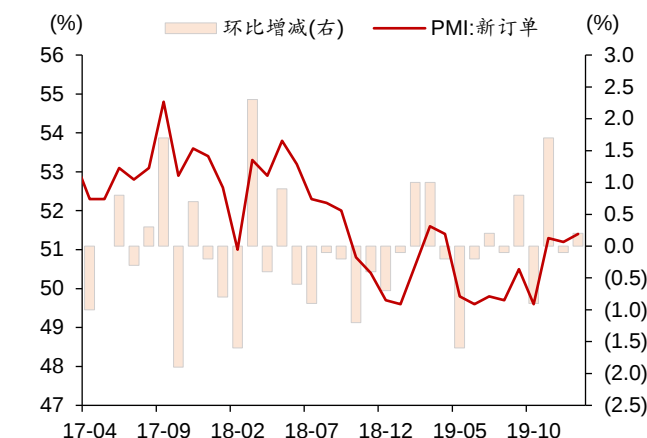
生产指数季节性回落，疫情或打断修复进程

图表3：PMI 生产指数回落



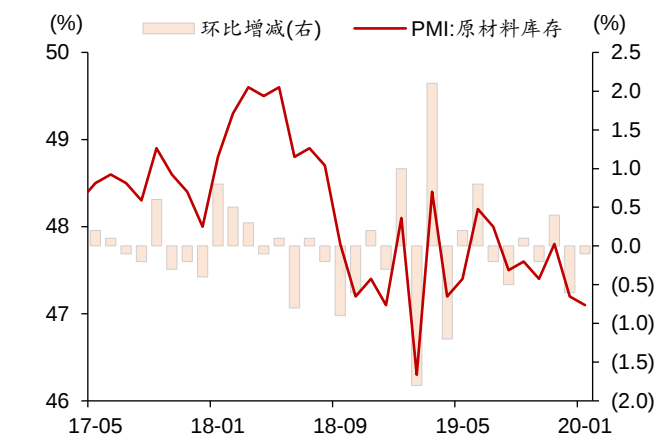
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：PMI 新订单指数回升



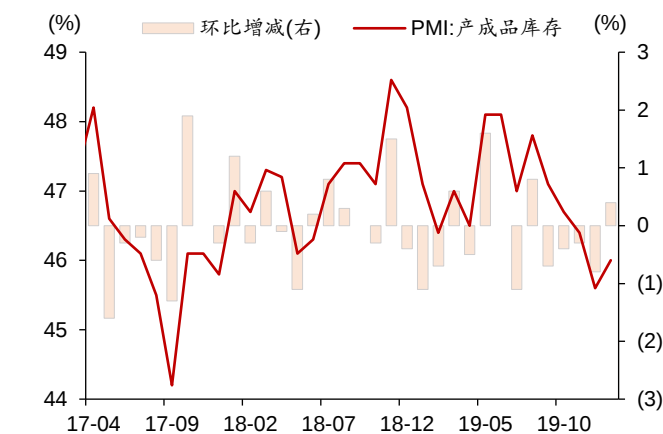
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：PMI 原材料库存回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

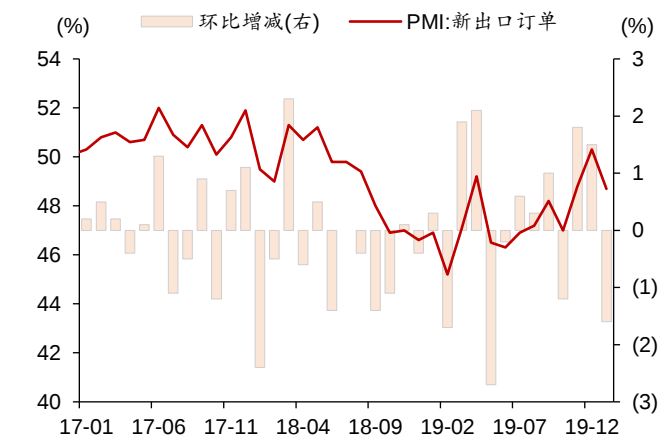
图表6：PMI 产成品库存回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

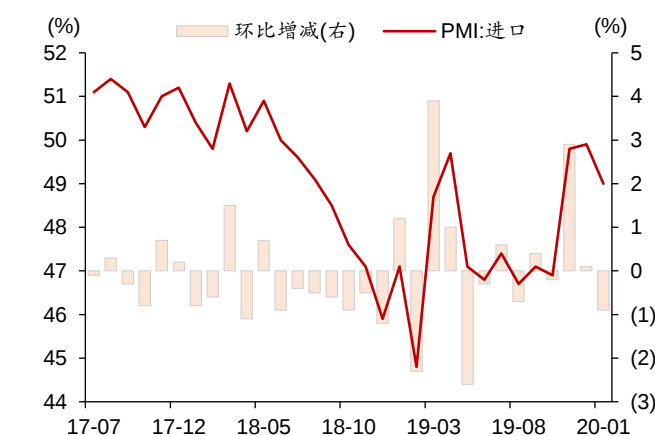
进出口将受疫情冲击，PHEIC 暂不建议贸易限制

图表7：PMI 新出口订单指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

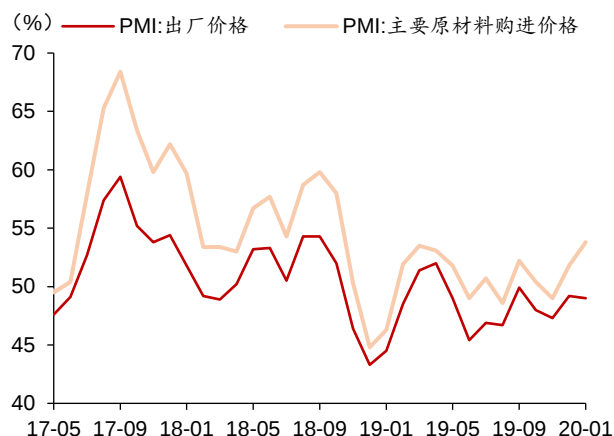
图表8：PMI 进口指数回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

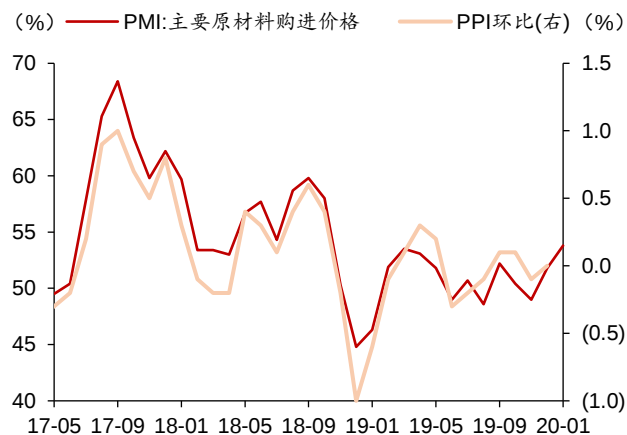
工业品将维持通缩，企稳有待疫情收敛

图表9： PMI 主要原材料购进价格指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

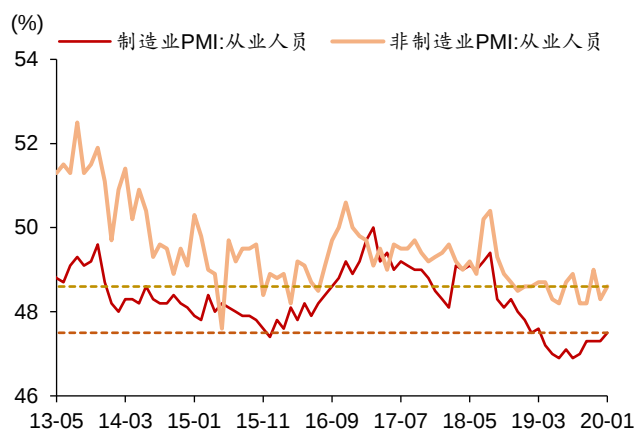
图表10： PMI 原材料价格与 PPI 环比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

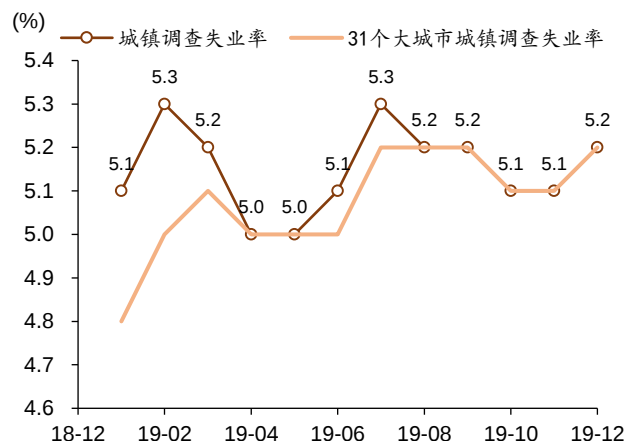
疫情对第三产业的就业冲击较大

图表11： PMI 非制造业从业人员指数回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 关注就业指标



资料来源：Wind，华泰证券研究所

应对疫情冲击，基建投资更应当仁不让

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_7539

