

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

PMI 喜忧参半 持续性仍待观察

—2 月 PMI 数据点评

2019 年 2 月 28 日

分析师:

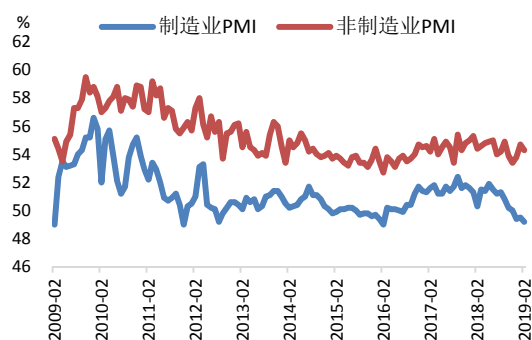
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

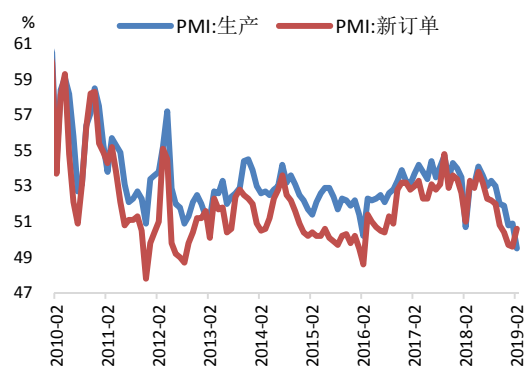
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

PMI



生产与订单



相关报告

1. 《内困外患下的变与不变—2019 年国内宏观经济展望》
2. 《PMI 超预期回落 经济下行压力增大—10 月 PMI 数据点评》
3. 《供需双双回落 下行压力增大—7 月 PMI 数据点评》

内容提要:

2 月中国综合 PMI 产出指数为 54.2%，环比回落 0.8 个百分点；制造业 PMI 为 49.2%，环比回落 0.3 个百分点；非制造业经营活动指数为 54.3%，环比回落 0.4 个百分点。

PMI 季节性回落但幅度高于市场预期，分项指数中仅新订单指数与购进价格指数回升。从绝对水平看，2019 年 2 月大幅低于 2011–2017 年均值(50.5%)，与 2009 年(49.0%)、2016 年(49.0%)大体相当。此外，虽然整体趋于回落，但部分领域继续保持较好态势，如高技术制造业 PMI 环比上升了 1.8 个百分点至 51.4%。

生产端回落幅度稍大。2 月生产指数环比回落 1.4 个百分点，明显弱于季节性(−0.6%)。从绝对水平看，2019 年 2 月(49.5%)大幅弱于 2011–2018 年均值(52.2%)，为 2009 年 2 月以来新低。

需求端超预期回升。2 月新订单指数环比反弹 1.0 个百分点至 50.6%，虽然低于 2011–2018 年均值(51.1%)0.5 个百分点，但已然是近 4 个月新高。同时，新订单与生产之差为 2008 年 2 月以来新高，表明当前经济在政策累积效应下呈现出积极的一面。由于新出口订单指数持续回落，2 月新订单指数走好主要是因为内需有所增强。不过，近期高频数据显示部分终端需求并未明显改善，新订单指数是否能持续回升还有待进一步的观察。

外需持续走弱。在目前贸易摩擦影响并未消除、全球经济较前期走弱的情况下，短期或维持较弱走势。

中小企业 PMI 回落较多。前期政策的效果尚未全面显现，后续或将加速落地。

风险提示：通胀超预期，经济增速超预期下行，美元加息节奏过快，海外黑天鹅风险等。

事件：国家统计局 2 月 28 日公布的数据显示，2 月中国综合 PMI 产出指数为 54.2%，环比回落 0.8 个百分点；制造业 PMI 为 49.2%，环比回落 0.3 个百分点；非制造业经营活动指数为 54.3%，环比回落 0.4 个百分点。

点评：2 月 PMI 超预期回落，生产收缩与需求回升并存，有一定的季节性规律，但在 1 月超预期的信贷与社融支撑下并未看到明显起效或导致市场情绪有所降温。总体而言经济仍有下行压力，订单回升的可持续性有待进一步观察，后续稳增长政策或将加速落地。

1、制造业 PMI 超预期回落

PMI 季节性回落但幅度高于市场预期，分项指数中仅新订单指数与购进价格指数回升。2 月官方制造业 PMI 49.2%，弱于市场预期（49.5%）及我们的预测（49.3%）。从历年 2 月环比变化看，2011-2018 年均值为-0.2%，2005-2018 年（剔除 2009、2010 年异常数据）均值为-0.3%，2019 年环比回落 0.3 个百分点，符合季节性规律。从绝对水平看，2019 年 2 月大幅低于 2011-2017 年均值（50.5%），与 2009 年（49.0%）、2016 年（49.0%）大体相当。此外，虽然整体趋于回落，但部分领域继续保持较好态势，如高技术制造业 PMI 环比上升了 1.8 个百分点至 51.4%。

2、生产端降幅偏大，需求端仍然弱势

生产端回落幅度稍大。从 2011 年到 2018 年历年 2 月生产指数环比变化看，均值为-0.6%，2019 年 2 月回落 1.4 个百分点，明显弱于季节性。由于前 2 年环保限产力度加大，采暖期生产放缓的情况尤为突出，而从 2018 年末开始环保减产力度有所减弱且避免一刀切，在这种情况下生产端仍然出现明显放缓，或表明企业对未来仍持观望态度，即使在新订单指数回升至荣枯分界线之上。从绝对水平看，2019 年 2 月（49.5%）大幅弱于 2011-2018 年均值（52.2%），为 2009 年 2 月以来新低。

从中观高频数据看，2019 年 2 月周高炉开工率均值较去年同期上升 4.4 个百分点，环比回升 0.8 个百分点；6 大发电集团日均耗煤量环比下降 29.9%，同比下降 14.9%，降幅进一步扩大，两者的分化表明其他行业的总体开工率相对较低。

需求端超预期回升。2 月新订单指数环比反弹 1.0 个百分点至 50.6%，低于去年同期 0.4 个百分点，低于 2011-2018 年均值（51.1%）0.5 个百分点，但已然是近 4 个月新高。同时，新订单与生产之差为 2008 年 2 月以

来新高，表明当前经济在政策累积效应下呈现出积极的一面。此外，由于新出口订单指数持续回落，2月新订单指数走好主要是因为内需有所增强。不过，近期高频数据显示部分终端需求并未明显改善，如2月前3周乘用车零售日均销售同比下滑33%，同时2月30大中城市商品房成交面积同比增长5.5%（剔除春节因素后增幅回落），新订单指数是否能持续回升还有待进一步的观察。

3、外需持续走弱，贸易摩擦影响仍有不确定性

2月新出口订单指数环比回落1.7个百分点至45.2%，大幅弱于2011-2018年均值（49.2%），对新订单指数有所拖累。全球经济增长持续放缓，IMF自2018年10月下调全球经济增长预测后，2019年1月再度下调；2019年2月欧盟委员会大幅下调2019年欧元区经济增速0.6个百分点至1.3%。此外，2018年12月与2019年1月摩根大通全球综合PMI、制造业PMI、服务业PMI再度全线回落，均为近2年新低，而且制造业PMI在过去的13个月中有11个月下滑。此前外需回落对中国出口的影响尚未完全显现，2019年1月出口超预期，但2月数据大概率将回落较多。

4、企业仍在去库存

2月原材料库存指数环比回落1.8个百分点至46.3%；产成品库存回落0.7个百分点至46.4%；采购量指数回落0.8个百分点至48.3%，为近36个月新低，大幅弱于去年同期2.5个百分点。供需均弱影响企业生产积极性，其补库存意愿仍然不强。

5、价格指数回升

2月购进价格指数环比大幅回升5.6个百分点至51.6%，为近4个月最高；出厂价格指数回升4.0个百分点至48.5%。2月国内南华工业品指数日均值环比上涨5.4%，同比上涨6.1%。2018年上半年2-4月基数相对较低，2019年2月回升概率较大。

6、中小企业 PMI 持续回落

分企业规模来看，2月大型企业PMI环比回升0.2个百分点至51.5%，但中、小型企业PMI为46.9%和45.3%，分别比上月下降0.3和2.0个百分点。2018年年中以来多项政策出台改善企业经营环境，央行增加再贷款和再贴现额度并引导设立民营企业债券融资支持工具等以支持民营经济，目前看有一些效果但还未全面显现，后续将加速落地。

7、非制造业商务活动指数小幅回落

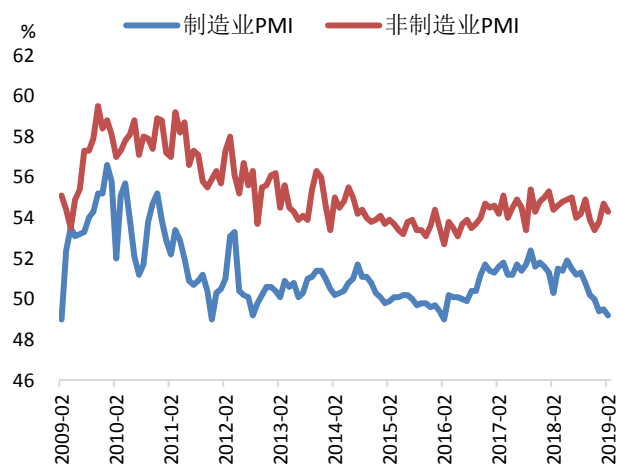
2月非制造业商务活动指数为54.3%，环比回落0.4个百分点。

从行业情况看，铁路运输、航空运输、电信、银行和租赁及商务服务等行业商务活动指数位于55.0%以上较高景气区间，业务总量实现较快增长。房地产和居民服务等行业商务活动指数继续低于临界点，业务总量有所回落。从市场需求和预期看，服务业新订单指数和业务活动预期指数为50.5%和60.6%，环比分别上升了0.3和1.8个百分点，市场需求进一步扩大，企业对行业发展预期向好。

建筑业保持在较高景气区间。受春节假日和雨雪天气等因素影响，建筑业商务活动指数为59.2%，环比回落1.7个百分点，建筑业总体仍保持较快增长。从市场预期看，业务活动预期指数为66.7%，比上月和上年同期分别上升2.2和1.0个百分点，继续位于高位景气区间，表明随着气候转暖，建筑业有望继续保持快速发展。

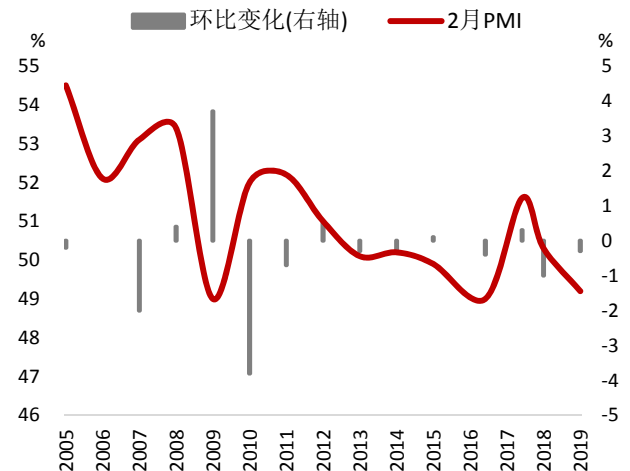
风险提示：通胀超预期，经济增速超预期下行，美元加息节奏过快，海外黑天鹅风险等。

图 1：2月制造业 PMI 超预期回落



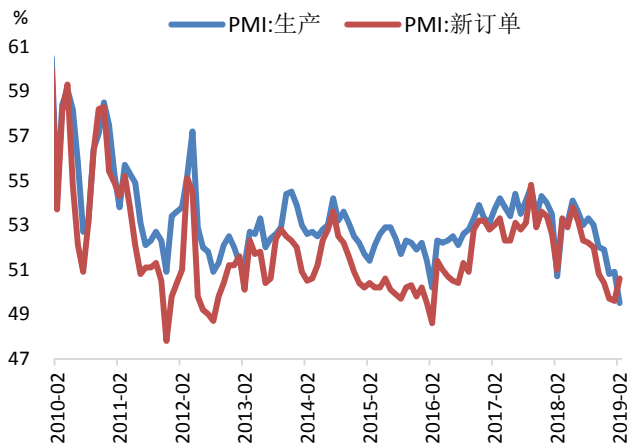
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：2月制造业 PMI 环比弱于此前 8 年均值



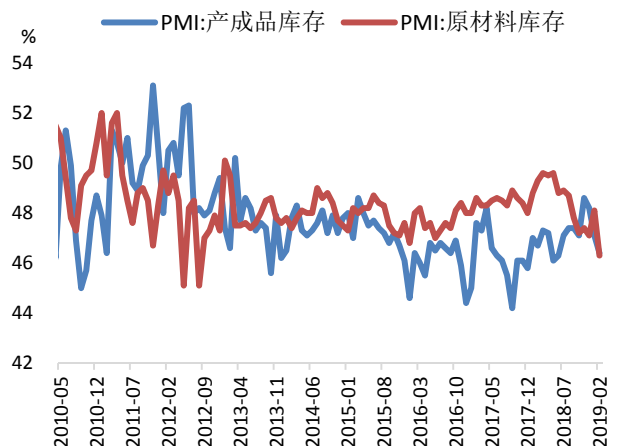
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 3：新订单超预期回升



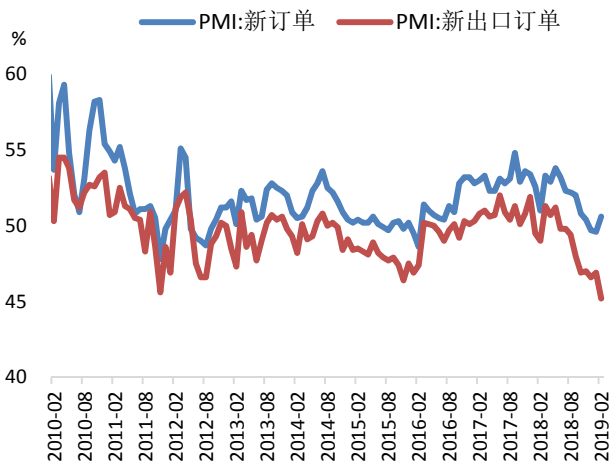
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4：企业仍在去库存



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 5：外需走弱拖累整体订单



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 6：南华工业品指数有所反弹



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 7：购进价格指数大幅反弹



图 8：大中小型企业 PMI 分化



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_13928

