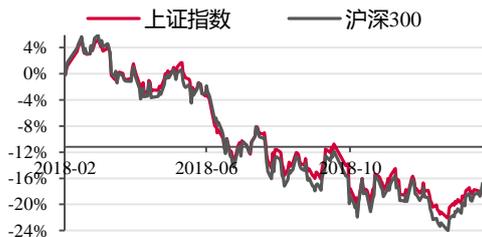


**宏观点评**
**需求持续低迷 经济复苏动能不足**

——2019年1月PMI数据的点评

2019年02月11日

上证综指-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	2.52	0.74	-16.35
沪深300	4.93	2.52	-15.45

**胡文艳**

 执业证书编号: S0530518070001  
 huwy@cfzq.com

**伍超明**

wucm@cfzq.com

**李沫**

limo@cfzq.com

**分析师**

010-68086480

**研究助理**

010-68084180

**研究助理**

010-68080380

**投资要点**

- 1月份制造业生产略有扩张,需求却继续回落,经济复苏动能继续减弱。其中,生产指数较上月提高0.1个百分点至50.9%,表明制造业生产略有扩张;需求方面,新订单指数较上月下降0.1个百分点至49.6%,在临界值下方继续回落。新出口和进口指数虽有所提高但长期位于收缩区间,表明外部环境变数依然较多,内部需求动能较弱,中美贸易磋商的不确定性依然较大,预计其对我国内外需的负面影响还未结束。从近六年的同期数据看,今年1月份PMI生产指数低于历史同期均值1.6个百分点;同时去年四季度以来制造业PMI指数,分别较2005年以来的历史同期均值低1.8、1.5、1.4、2.2、2.1个百分点,说明制造业扩张势头大幅放缓。
- 1月份供需缺口较上月提高0.2个百分点至1.3%。2016年以来,受益于去产能和环保督查等政策的持续推行,供需缺口持续收窄。但2018年2月份以来,供需缺口呈现扩大趋势,这可能与国内需求逐步回落有关。
- 从反应经济周期的指标看,经济下行压力加大,工业企业进入去库存阶段。1月原材料库存和产成品库存分别较上月提高1.0和下降1.1个百分点,继续处于收缩区间。产成品库存指数下降,源于在市场需求持续回落的背景下,中下游企业生产虽有所扩张,但势头明显不足,中下游企业生产意愿依然不强,致使中下游企业库存有所下降。原材料库存提高,主要原因在于企业春节前备产,但由于中下游企业生产意愿的不足导致上游企业库存积压。考虑到国内外需求的持续走弱,企业生产意愿将继续承压,工业企业进入去库存阶段。
- 从反映价格的指标看,1月份原材料购进价格指数为46.3%,较上月提高1.5个百分点,但仍在收缩区间内,有利于企业降低成本,预计1月份PPI同比增长0.1%左右,全年约增长0.1%。
- 在非制造业中,1月服务业PMI指数较上月提高1.3个百分点,景气度回升明显,主要原因在于节日效应作用和消费升级的作用下,与居民消费、出行密切相关行业表现较为活跃。同时新订单指数重回扩张区间,业务预期指数位于高增长区间,表明服务业市场需求和预期均较好;受冬季低温天气和春节临近企业员工集中返乡等因素影响,1月建筑业景气度高位回落,同时建筑业新订单指数和业务预期指数均在高位区间,反映建筑业市场需求稳步增长,企业信心较强。
- 从反映制造业和非制造业景气的综合PMI产出指数看,1月份该指数为53.2%,较上月增加0.6个百分点,表明我国企业生产扩张势头未变。2016年二季度以来,该指数的波动频率和幅度均远超工业增加值,结束了此前的同步波动趋势,其中综合PMI产出指数先升后降,工业增加值增速变化平稳,说明2016年年中以来服务业对经济的贡献增加,我国经济结构有所优化。
- 2016年以来持续出现的“国进民退”现象,2019年依然存在。1月大型企业PMI提高1.2%,继续在荣枯线上方波动;中型、小型企业PMI分别下降1.2%和1.3%,均在荣枯线下方继续回落。1月大中小型企业PMI差有所扩大,分化态势依旧。值得注意的是,中型企业PMI连续5个月低于小型企业,这可能和最近对小微企业加强扶持政策有关。
- 风险提示:宏观经济下行、政策变动风险。

## 内容目录

<b>1 1月份制造业供给略有扩张，需求继续回落，经济复苏动能持续减弱，企业进入去库存阶段；价格指数降幅收窄，预计1月PPI同比增长0.1%左右，全年约增长0.1% .....</b>	<b>3</b>
1.1 从反应供给的指标看，制造业生产虽略有扩张，但势头趋弱 .....	3
1.2 从反应需求的指标看，内外需依然承压 .....	3
1.3 从反应供给和需求对比的指标看，供需缺口有所扩大 .....	4
1.4 从反应经济周期的指标看，工业生产进入去库存阶段 .....	5
1.5 非制造业扩张加速，其中服务业回升明显，建筑业高位回落 .....	5
1.6 从价格指标看，中下游企业利润空间依然承压，预计1月PPI同比增长0.1%左右，全年约增长0.1% .....	6
1.7 从全行业来看，我国企业生产活动保持扩张，经济结构不断优化中 .....	6
<b>2 大中小型企业PMI分化态势未变，“国进民退”现象依然存在 .....</b>	<b>7</b>

## 图表目录

图 1：制造业、非制造业和综合 PMI 走势 .....	3
图 2：2019 年各月生产 PMI 指数与历年均值比较 .....	3
图 3：制造业生产略有扩张 .....	4
图 4：制造业内外需指标均落到临界值下方 .....	4
图 5：供需对比：供需缺口有所扩大 .....	4
图 6：供需对比预示 1 月工业增速大概率不会下降 .....	4
图 7：产成品库存和原材料库存 .....	5
图 8：非制造业商务活动指数 .....	5
图 9：建筑业商务活动指数 .....	6
图 10：1 月份 PPI 下降压力有所减弱 .....	6
图 11：综合 PMI 产出指数 .....	7
图 12：大中小型企业 PMI 分化趋势继续 .....	7
图 13：12 月份大型国有企业利润增速继续下降 .....	8
图 14：12 月份民间-固定资产投资差有所收窄 .....	8

**事件：**2019年1月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.5%，较上月提高0.1个百分点；中国非制造业商务活动指数为54.7%，较上月提高0.9个百分点；综合PMI产出指数为53.2%，较上月提高0.6个百分点（见图1）。

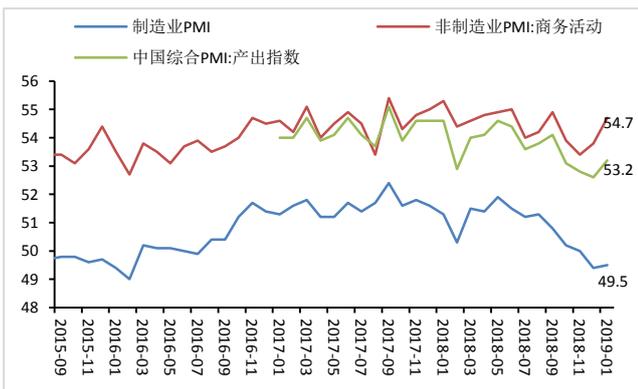
**点评：**

**1 1 月份制造业供给略有扩张，需求继续回落，经济复苏动能持续减弱，企业进入去库存阶段；价格指数降幅收窄，预计1月PPI同比增长0.1%左右，全年约增长0.1%**

### 1.1 从反应供给的指标看，制造业生产虽略有扩张，但势头趋弱

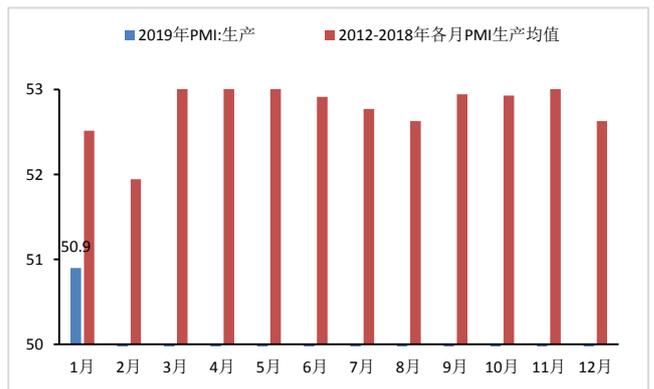
1月生产指数为50.9%，比上月上升0.1个百分点，比去年同期下降2.6个百分点。从较长时期的历史同期数据看，本月生产指数较2012-2018年同期均值低1.6个百分点（见图2），亦逊色于经济增速持续下降期间（2012-2018年）同期的表现，说明制造业生产虽略有扩张，但势头趋弱。具体来看，一方面企业采购意愿有所回落，1月采购量指数为49.1%，较上月下降0.7个百分点，在临界值下方继续回落；另一方面，原材料库存指数为48.1%，较上月提高1.0个百分点（见图3），但仍继续处于收缩区间，反映投资者对未来经济活动预期没有实质性转变，尤其是对中长期投资收益预期没有明显转变。2005年以来，只有2006-2008年和2009-2011年存在原材料库存指数超过50%的现象，前者是我国经济增长处于黄金十年期间，后者主要受四万亿刺激政策影响，投资预期大幅转好所致。

图1：制造业、非制造业和综合PMI走势



资料来源：WIND 财富证券

图2：2019年各月生产PMI指数与历年均值比较



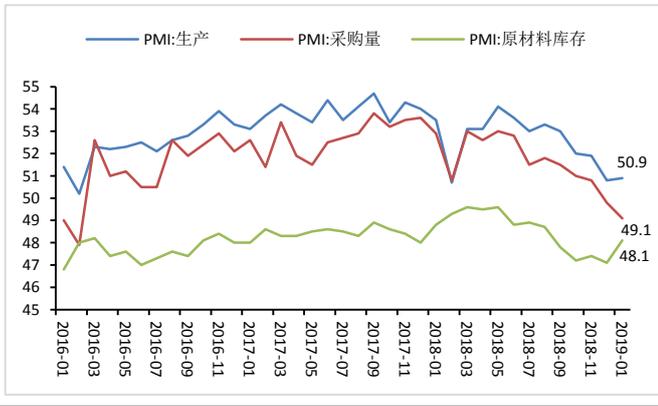
资料来源：WIND 财富证券

### 1.2 从反应需求的指标看，内外需依然承压

1月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为49.6%、46.9%、47.1%，分别比上月变动-0.1、0.3和1.2个百分点（见图4）。其中新订单、新出口和进口订单指数分别

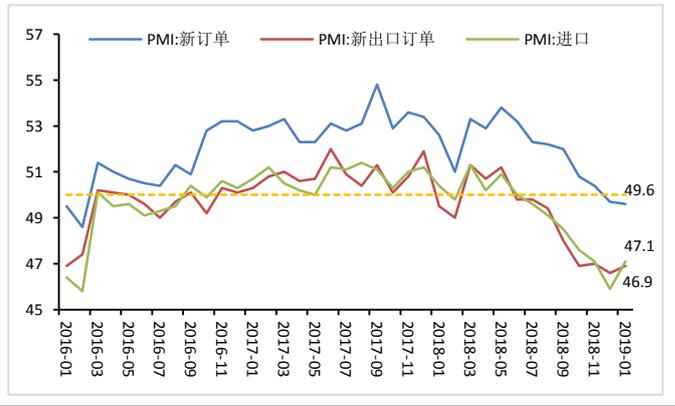
反应总需求、国外需求和国内需求情况。新订单指数在临界值下方继续下降，反映有效需求不足。其中，新出口和进口指数虽较上月有所上升，但仍低于临界值较多，表明外部环境变数依然较多，内部需求复苏动能较弱，中美贸易磋商的不确定性依然较大，预计其对我国内外需的负面影响仍将持续。

图 3：制造业生产略有扩张



资料来源：WIND，财富证券

图 4：制造业内外需指标均落到临界值下方

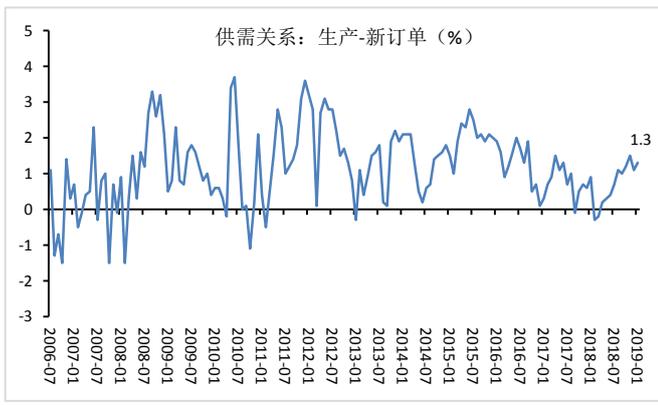


资料来源：WIND，财富证券

### 1.3 从反应供给和需求对比的指标看，供需缺口有所扩大

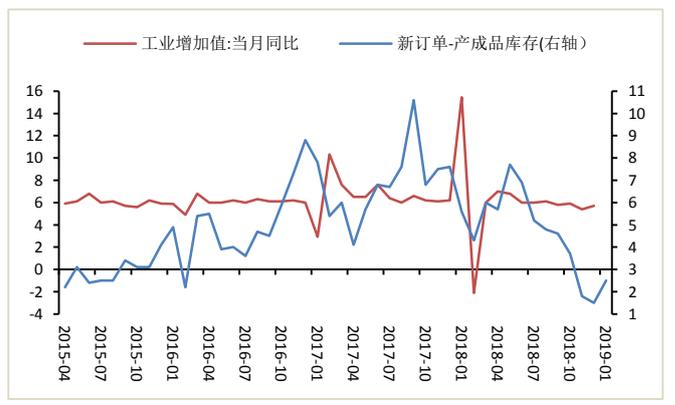
“生产和新订单指数差”和“新订单与产成品库存差”都可以用来衡量供给和需求的对比变化。从“生产和新订单指数差”来看，两者差值越大，说明制造业的生产增长相对好于需求，相反则反之。1月生产和需求指数分别较上月提高0.1和下降0.1个百分点，受天气转冷影响，部分制造业行业进入生产淡季，生产回落幅度大于需求，“生产和新订单指数差”也从上月的1.1%升至1.3%（见图5），较上月扩大0.2个百分点。整体来看，由于去产能和环保督查等政策的持续推行，2016年以来供需缺口持续收窄，但2018年2月以来，供需缺口呈现扩大趋势，这可能与国内需求的逐步回落有关。

图 5：供需对比：供需缺口有所扩大



资料来源：WIND，财富证券

图 6：供需对比预示 1 月工业增速大概率不会下降



资料来源：WIND，财富证券

从“新订单与产成品库存差”指标看，差额越大，表明新增需求变化要大于代表供给能力的产成品库存的变化，市场需求力量大于供给力量，反之则相反。此外，从历史

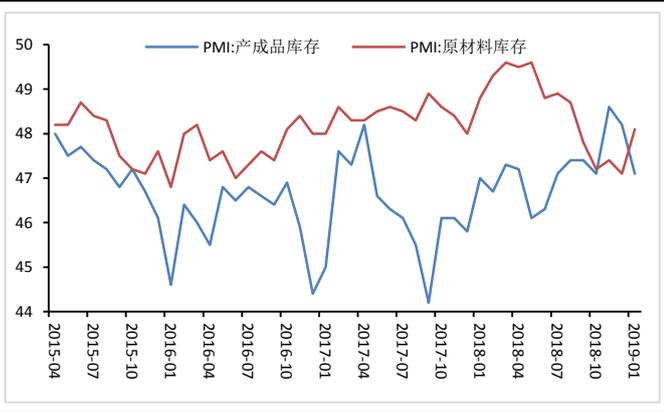
数据看，两者之差越大，工业增加值增速越高。1月两者差值为2.5%，比上月提高1.0个百分点（见图6），预示着1月工业增速大概率不会下降。

#### 1.4 从反应经济周期的指标看，工业生产进入去库存阶段

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。

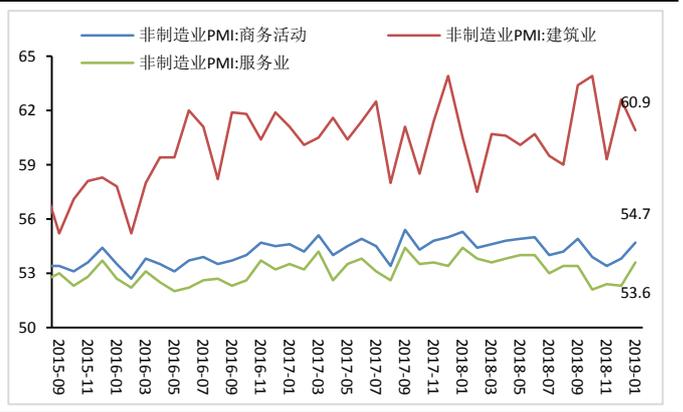
1月份产成品库存指数为47.1%，较上月下降1.1个百分点；原材料库存指数48.1%，较上月提高1.0个百分点，但仍都处于收缩区间（见图7）。产成品库存指数下降，源于在市场需求持续回落的背景下，中下游企业生产虽有所扩张，但势头明显不足，中下游企业生产意愿依然不强，致使中下游企业库存有所下降。原材料库存提高，主要原因在于企业春节前备产，但由于中下游企业生产意愿的不足导致上游企业库存积压。考虑到国内外需求的持续走弱，企业生产意愿将继续承压，工业企业将进入去库存阶段。

图7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财富证券

图8：非制造业商务活动指数



资料来源：WIND，财富证券

#### 1.5 非制造业扩张加速，其中服务业回升明显，建筑业高位回落

1月非制造业商务活动指数为54.7%，比上月提高0.9个百分点，比去年同期回落0.6个百分点（见图8）。总体来看，非制造业扩张加速。分行业看：

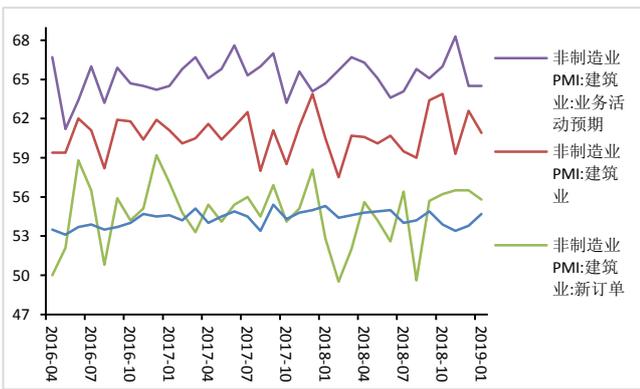
服务业回升明显。1月服务业PMI指数为53.6%，较上月提高1.3个百分点（见图8），是2018年下半年以来的新高点，主要原因在于节日效应作用和消费升级的作用下，与居民消费、出行密切相关行业表现较为活跃。从市场需求和预期看，1月份新订单指数和业务活动预期指数为50.2%和58.8%，分别比上月提高0.9和下降1.4个百分点。新订单指数重回扩张区间，表明市场需求有所恢复。业务预期指数虽有所下降，但仍在高位区间，表明企业对服务业市场依然普遍看好。

建筑业景气度高位回落。1月建筑业指数、建筑业新订单指数、建筑业业务活动预期指数分别为60.9%、55.8%、64.5%，分别较上月变动-1.7、-0.7和0.0个百分点（见图9）。受冬季低温天气和春节临近企业员工集中返乡等因素影响，建筑业景气度有所下降；新

订单指数虽有所下降，但持续位于高景气区间，表明建筑业市场需求稳步增长；同时业务预期指数与上月持平，位于 60% 以上的高位区间，表明企业信心较强，建筑业有望继续保持平稳增长。

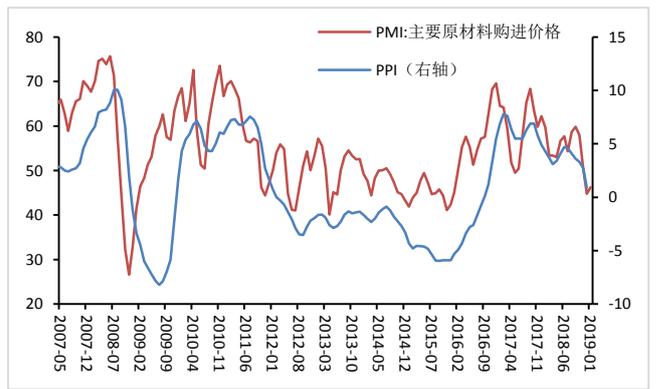
近几年来，建筑业指数一直处在扩张区间，主要受益于房地产投资增速下降平缓和基础设施建设投资增速较高。之所以做出上述判断，是因为根据国家统计局对建筑业的定义，建筑业统计范围包括房屋和土木工程建筑业、建筑安装业、建筑装饰业、其他建筑业，直接涉及到房地产和基础设施投资。2018 全年房地产和基建（不含电力）投资分别增长 9.5% 和 3.8%，增速比 2017 年全年提高 2.5 和下降 15.2 个百分点，房地产投资增速的较快增长使建筑业一直位于扩张区间。展望未来一段时间，我国经济稳中有变，变中有忧，经济下行压力有所加大，国家加大了对基建投资补短板力度，房地产投资调控政策虽难言放松，但房地产投资增速仍将缓慢下降，不会出现断崖式下跌。随着 2019 年基建补短板项目的落地和项目资金的到位，未来建筑业指数可能仍然高位趋缓，不会出现大幅下降。

图 9：建筑业商务活动指数



资料来源：WIND，财富证券

图 10：1 月份 PPI 下降压力有所减弱



资料来源：WIND，财富证券

1.6 从价格指标看，中下游企业利润空间依然承压，预计 1 月 PPI 同比增长 0.1% 左右，全年约增长 0.1%

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\\_14314](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14314)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn