

PMI 小幅回升源于节前备货与低基数

——2019 年 1 月 PMI 数据点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

010-83561312

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

陈韵阳（联系人）

13167097302

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：从供给侧看当前 PMI 数据——2018 年 8 月 PMI 点评

2018-8-31

● PMI 小幅回升源于节前备货与低基数

2019 年 1 月制造业 PMI 小幅回升至 49.5%，结束了连续 4 个月的下降。PMI 小幅回升的原因在于：一方面，企业节前备货，原材料库存指数从 47.1% 回升至 48.1%，对 PMI 上升 0.1 个百分点的贡献率达到 100%；另一方面，PMI 是环比概念，2018 年 12 月基数偏低也会拉升 2019 年 1 月 PMI，我们通过环比累乘法得到的 PMI 同比增速从 23.7% 下行至 19.4%。PMI 各细分项反映出：其一，生产略有加强；其二，内需疲弱；其三，就业继续承压；其四，价格环比企稳；其五，需求回落，企业主动去库存。

● 建筑业高景气度仍高

2019 年 1 月建筑业 PMI 回落 1.7 个百分点至 60.9%，主要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，剔除季节因素影响，建筑业景气度仍然较高。建筑业高景气度与房地产新开工面积高增速相一致，房屋新开工面积同比增速不断创近两年新高，建筑业高景气度的背后是开发商加快开工和推盘来对冲房地产市场降温，但地产销售可能继续低迷很长一段时间，随着房企自有资金的消耗，这种高周转模式难以为继，2019 年上半年或将看到新开工增速的放缓，房地产投资也将下一个增速平台。

● 逆周期政策对冲经济下行

本月制造业 PMI 反映内需疲弱，经济延续弱势，短期根本应对在于通过逆周期政策来稳增长，否则可能承受“债务-通缩”、就业急剧减少、制造业投资增速下降等多重压力。近期促进消费政策已经出台，未来一段时间，更多逆周期政策将密集出台，包括宽信用更进一步、积极的财政政策、就业政策、房地产调控政策等。一季度经济数据往往受到春节等因素影响，不排除出现“乍暖还寒”的情况，我们认为应重点关注一季度之后经济数据的边际变化。

● 风险提示：政策落实不及预期

目 录

1、 PMI 小幅回升源于节前备货与低基数.....	3
2、 建筑业高景气度仍高.....	5
3、 逆周期政策对冲经济下行.....	6

图表目录

图 1: 环比累乘法得到的 PMI 同比增速下降 (%)	4
图 2: 原材料库存对 PMI 回升 0.1 个百分点的贡献率为 100%.....	4
图 3: 大型企业生产指数回升, 中小企业回落 (%)	4
图 4: 2019 年 PPI 翘尾因素偏低 (%)	5
图 5: 1 月建筑业 PMI 季节性下降 (%)	5

事件：

2019 年 1 月份中国制造业 PMI 为 49.5%，前值 49.4%；非制造业商务活动指数为 54.9%，前值 53.8%。综合 PMI 产出指数为 53.2%，前值 52.6%。

1、PMI 小幅回升源于节前备货与低基数

2019 年 1 月制造业 PMI 小幅回升至 49.5%，结束了连续 4 个月的下降。PMI 小幅回升的原因在于：一方面，企业节前备货，原材料库存指数从 47.1%回升至 48.1%，对 PMI 上升 0.1 个百分点的贡献率达到 100%；另一方面，PMI 是环比概念，2018 年 12 月基数偏低也会拉升 2019 年 1 月 PMI，我们通过环比累乘法得到的 PMI 同比增速从 23.7%下行至 19.4%。对 PMI 各细分项分析如下：

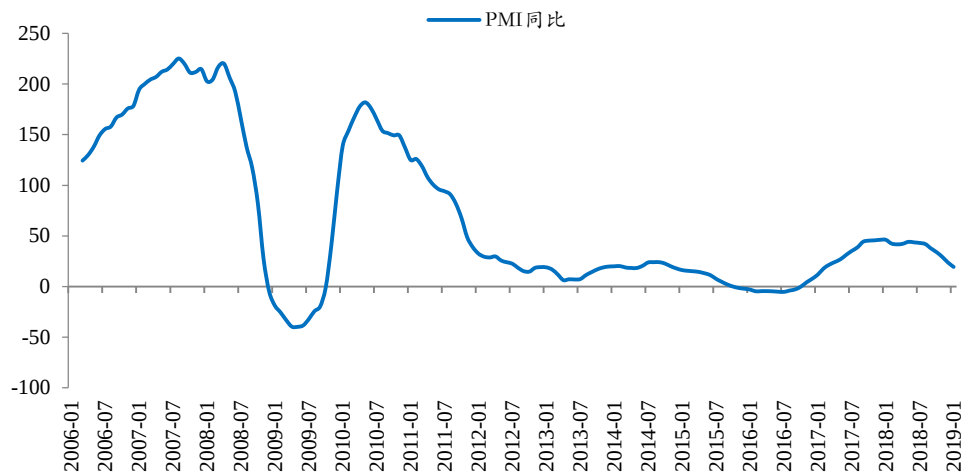
其一，生产略有加强。生产指数从 50.8%回升至 50.9%，对 PMI 回升为正向贡献，可能是因为节前部分中小企业放假，而大型企业普遍还在运营，体现为中小型企业生产指数分别回落 0.7、1.5 个百分点，大型企业生产指数回升 1.6 个百分点。

其二，内需疲弱。反映外部需求的新出口订单指数为 46.9%，比上月回升 0.3 个百分点，主要是中小企业贡献，新出口订单回升的持续性有待观察，但连续 8 个月位于收缩区间，出口形势还是不容乐观。与此同时，以“新订单-新出口订单”衡量的内需继续回落，内需疲弱是当前国内经济面临的主要问题之一，逆周期政策将密集出台。

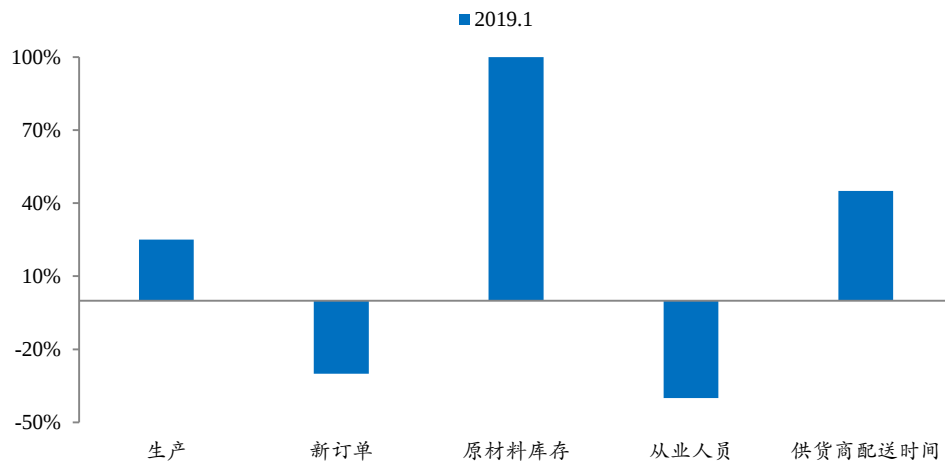
其三，就业继续承压。从业人员指数下降 0.2 个百分点至 47.8%，季节性离职只是一方面，经济形势才是主导，从历史数据来看，当年 1 月从业人员指数并不一定低于上一年 12 月，例如 2016 年和 2017 年，反映的是经济企稳带动就业。因此，本月从业人员指数下降，更多的还是反映经济下行时期，企业经营压力加大，企业部门的压力传导至居民部门，表现为降薪裁员等。短期最根本的应对之策就是依靠积极财政政策稳增长，从而稳住就业。虽然现在强调经济高质量发展，但是为了避免经济增速过快下滑引发失业增加等社会问题，同时也为了防止经济陷入“债务-通缩”陷阱，仍需要经济政策继续调整来保证一定的经济增速。领导人在 2019 年 1 月 15 日座谈会上也表示允许经济增速有一定的弹性浮动，但不能大起大落、更不能“断崖式下跌”。

其四，价格环比企稳。主要原材料购进价格和出厂价格指数均小幅回升，流通领域重要生产资料价格环比降幅也有所收敛，PPI 环比增速可能迎来短暂的企稳期，但在高基数与低翘尾因素的影响下，我们预计 1 月 PPI 同比增速仍处于低位，当 PPI 环比增速小于 -0.4% 的情况下，PPI 同比增速甚至可能转负。除了 2019 年 2-4 月以外，PPI 翘尾因素都比较低，部分月份还是负值，通缩风险渐行渐近，不过，经过市场自发去产能与行政去产能，供给曲线变得陡峭，如果稳增长力度较大，通缩可能不会像以前那么严重。

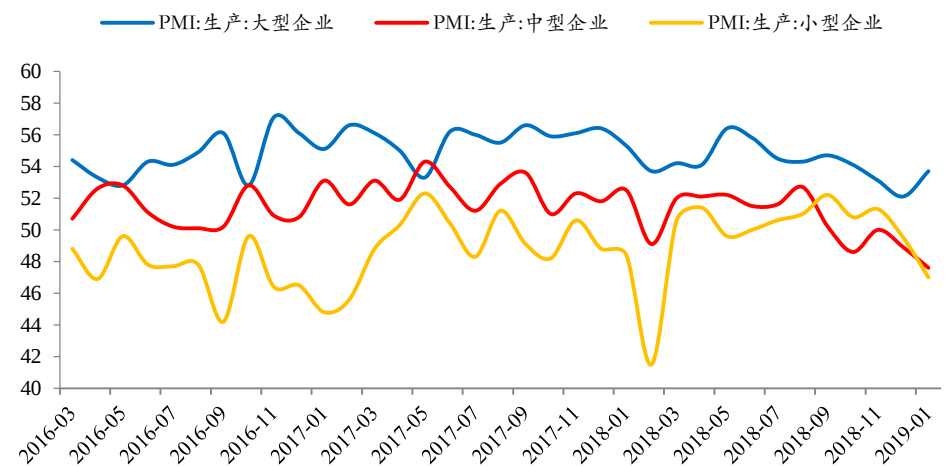
其五，需求回落，企业主动去库存。产成品库存从 48.2%下降至 47.1%，同时，新订单指数下降至 49.6%，企业进入主动去库存阶段。与此同时，央行 2018 年四季度调查问卷显示企业贷款需求指数比上季度降低 2.2 个百分点，企业主动收缩融资需求，2019 年企业或延续主动去库存。

图1： 环比累乘法得到的 PMI 同比增速下降 (%)

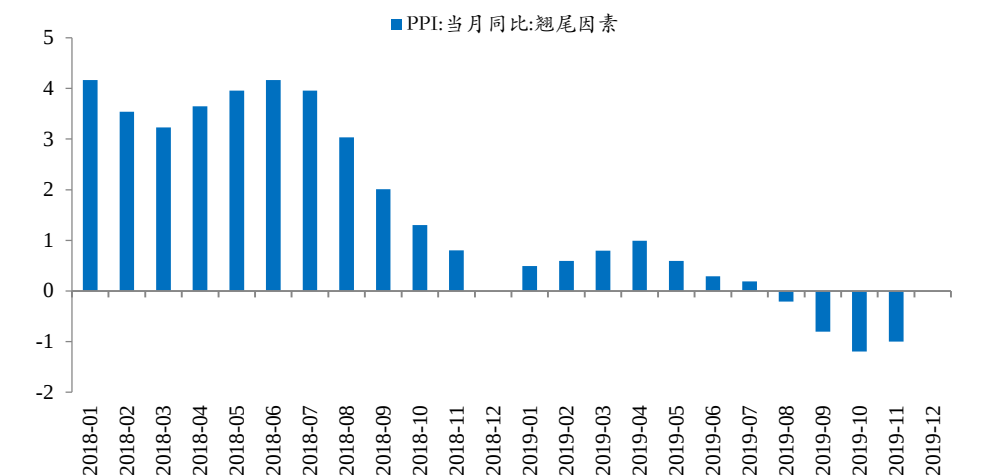
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 原材料库存对 PMI 回升 0.1 个百分点的贡献率为 100%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 大型企业生产指数回升，中小企业回落 (%)

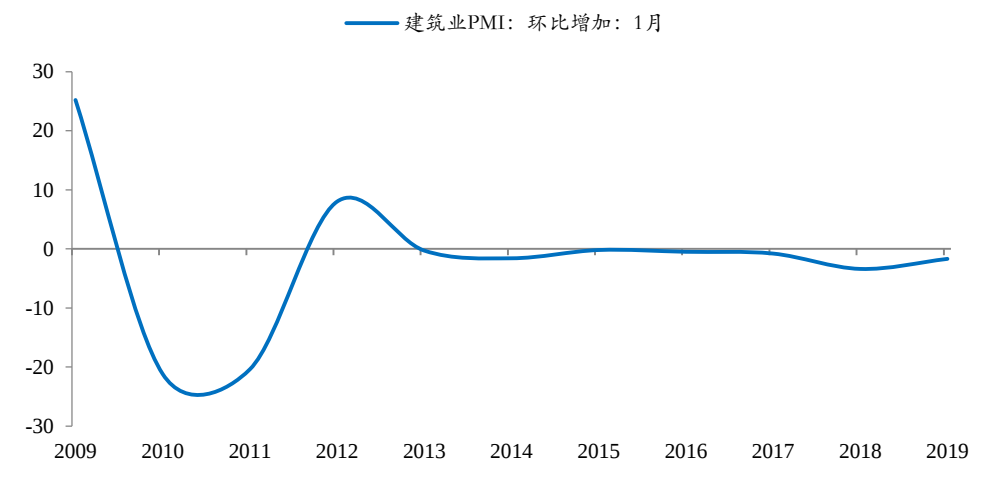
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 2019 年 PPI 翘尾因素偏低 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 建筑业高景气度仍高

2019 年 1 月建筑业 PMI 回落 1.7 个百分点至 60.9%，主要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，剔除季节因素影响，建筑业景气度仍然较高。建筑业高景气度与房地产新开工面积高增速相一致，房屋新开工面积同比增速不断创近两年新高，建筑业高景气度的背后是开发商加快开工和推盘来对冲房地产市场降温，但地产销售可能继续低迷很长一段时间，随着房企自有资金的消耗，这种高周转模式难以为继，2019 年上半年或将看到新开工增速的放缓，房地产投资也将下一个增速平台。

图5： 1 月建筑业 PMI 季节性下降 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、逆周期政策对冲经济下行

本月制造业 PMI 反映内需疲弱，经济延续弱势，短期根本应对在于通过逆周期政策来稳增长，否则可能承受“债务-通缩”、就业急剧减少、制造业投资增速下降等多重压力。近期促进消费政策已经出台，未来一段时间，更多逆周期政策将密集出台，包括宽信用更进一步、积极的财政政策、就业政策、房地产调控政策等。一季度经济数据往往受到春节等因素影响，不排除出现“乍暖还寒”的情况，我们认为应重点关注一季度之后经济数据的边际变化。

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_14351

