

## 生产回稳、需求下降，隐忧仍存

**数据：**1月官方制造业PMI录得49.5（前值49.4），非制造业PMI录得54.7（前值53.8），综合PMI产出指数录得53.2（前值52.6）。

**1、1月制造业PMI小幅上行，但依然处于收缩区间，其中生产上行，新订单下行，主要原材料购进价格和出厂价格等指数收缩区间内上行，表明生产有所回升，但需求和价格偏弱，制造业景气度依然偏低。**

（1）供需角度看，生产高于上月（+0.1至50.9），新订单指数下行（-0.1至49.6），表明制造业生产有所回升，但需求在走弱。

（2）采购库存角度，原材料库存收缩区间内上行（+1.0至48.1），产成品库存收缩区间内下行（-1.1至47.1），采购量下行（-0.7至49.1）。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数在收缩区间内上行（+1.5至46.3），出厂价格指数在收缩区间内上升（+1.2至44.5）。

（4）进出口看，进口收缩区间内上行（+1.2至47.1），出口在收缩区间内上行（+0.3至46.9）。

（5）企业规模上看，大型企业上行（+1.2至51.3），中型企业收缩区间内下行（-1.2至47.2），小型企业收缩区间内下行（-1.3至47.3）。

（6）未来看，生产经营活动预期指数下行，且处于偏低的水平，表明当前市场信心依然不足，经济下行压力仍存。

**2、1月非制造业商务活动整体上行，其中服务业商务活动上行（+1.3至53.6），建筑业明显下行（-1.7至60.9），表明在节日效应下，服务业景气度回升，建筑业景气度下行。**从行业情况看，批发、铁路运输、航空运输、邮政快递、电信、银行、保险、旅游等行业商务活动指数位于57.0%及以上较高景气区间，表明这些行业依然在明显增长。不过，证券、房地产等行业连续位于收缩区间，行业景气度偏弱，业务总量有所减少。受节日效应影响，建筑工人集中返乡，建筑业景气度下行。

**3、节日效应带动生产回稳，但需求还在下降，隐忧仍存。节日效应带动服务业景气度回升，经济维持平稳。**1月综合PMI产出指数为53.2，比12月高0.6，表明经济比较平稳。这主要得益于服务业景气度回升。由于春节假日在2月初，人们在1月集中置办年货并邮寄回家，外出打工人员集中返乡，进而带来批发、铁路运输、航空运输、邮政快递、电信等行业需求增加，服务业景气度回升。**制造业生产虽改善但仍处于收缩区间，需求进一步走弱，经济隐忧仍存。**从季节性效应来看，近年来1月制造业景气度会下行。1月制造业PMI小幅回升，表明制造业整体状况不算太差。不过，制造业PMI依然处于收缩区间，且生产经营活动预期指数下行，表明制造业活动依然在下行，只是下滑幅度减弱，经济隐忧仍存。与此相印证的是，新订单指数下行，且进、出口指数在收缩区间内上行，表明国内外需求依然偏弱，未来经济不容乐观。此外，节日效应过后，服务业景气度能否维持高位，有待于检验。**预计2019年财政政策转向积极，货币政策更加宽松。**我们判断，在全球经济下行以及中美贸易摩擦背景下，国外内需求走弱，我国经济在上半年将会逐渐走弱。不过，由于基建投资和建安投资增速回升，可以降低经济下滑幅度。在我国经济面临下行压力且外部环境错综复杂的情况下，客观上需要政策支撑。我们判断财政政策转向，货币政策宽松力度加大。不过，我国再次走上强刺激的老路可能性较小，这也就意味着积极、宽松的政策在力度以及方向上将和以前不尽相同。财政政策方面，定位为更加积极，狭义赤字率上调，但减税力度可能受限，广义财政支持力度将大幅上升。货币政策方面，定位为边际宽松，预计2019年降准3-4次，更大可能先降MLF和OMO利率等政策利率；如果通缩加剧，可能调降贷款基准利率。

**风险提示：**1. 物价下滑，名义利率上升，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内部需求下降对经济产生负面影响。

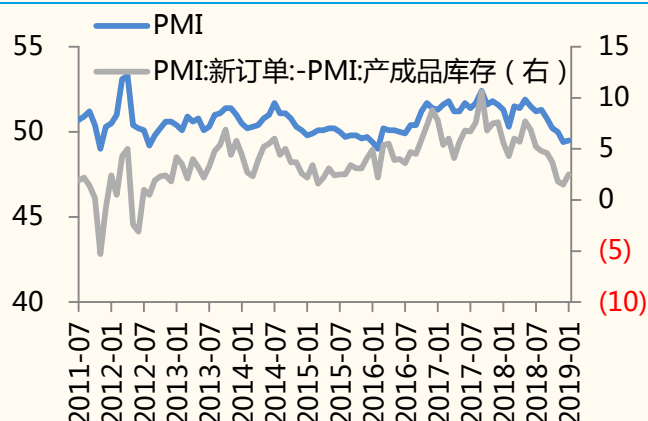
**边泉水** 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

**段小乐** 联系人  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

**林玲** 联系人  
linling1@gjzq.com.cn

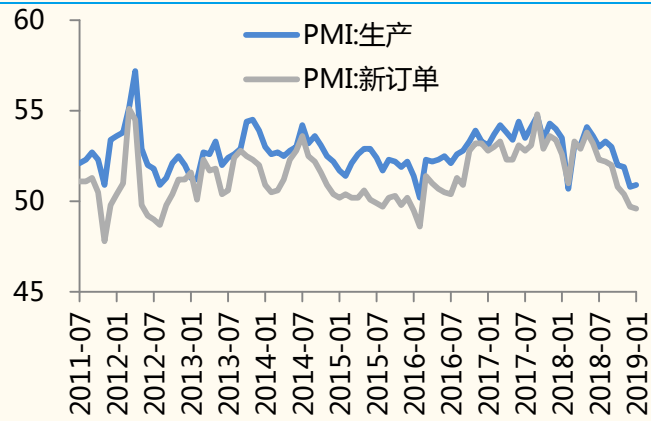
**邱鼎荣** 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1：1 月份制造业 PMI 小幅回升



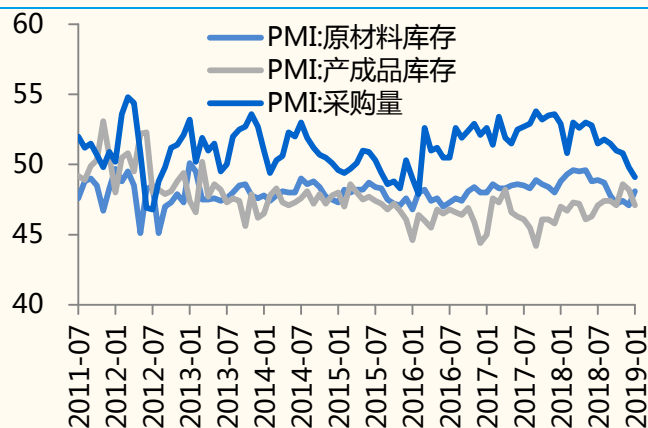
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业生产上行，而新订单下行



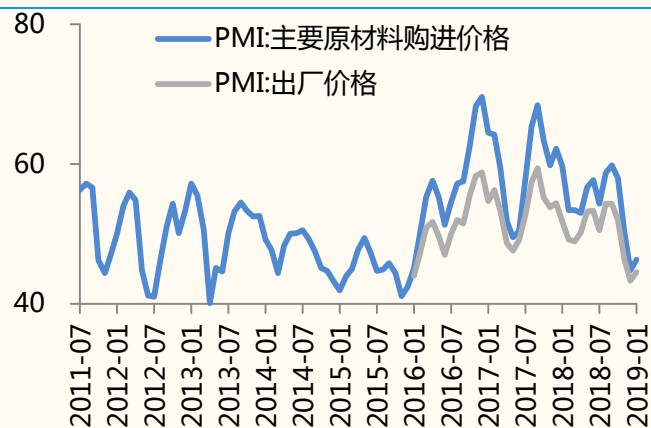
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：原材料库存上行，产成品库存和采购量下行



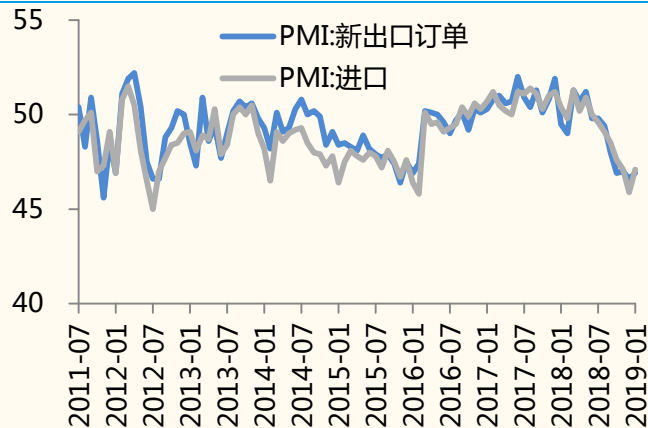
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要原材料和出厂价格回升



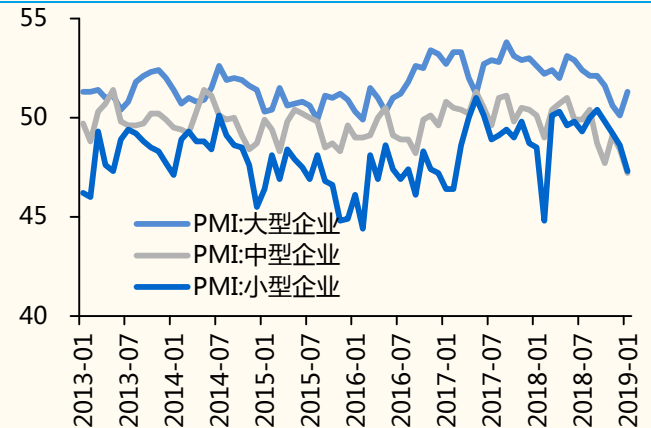
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 5：进口和出口均上行



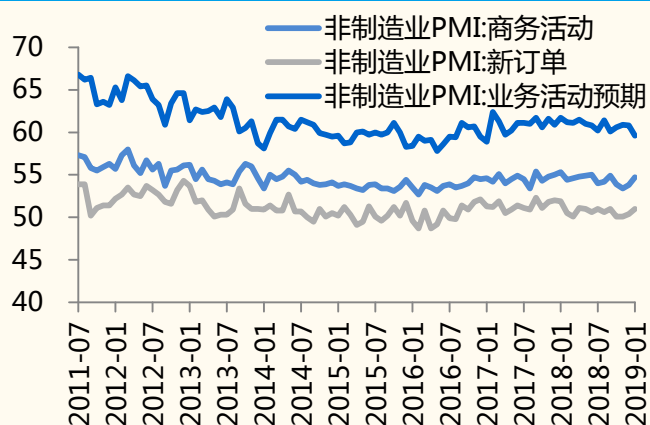
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：大企业景气度回升，小企业景气度下降



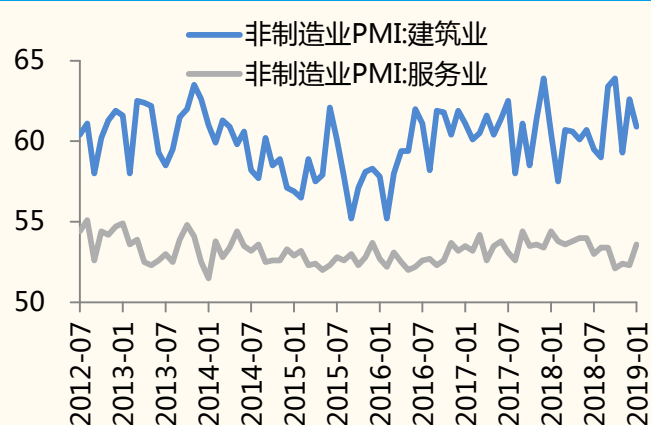
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：非制造业商务活动指数上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业下行，服务业上行



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

**风险提示：**1. 物价下滑，名义利率上升，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；2. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；3. 内部需求下降对经济产生负面影响。

## 特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

### 上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

### 北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

### 深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH

**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\\_14372](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14372)

