

日期：2020年3月2日



分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 证书编号：S0870517070002

证券研究报告/宏观研究/数据点评

冲击既定 期待反弹

——2020年2月制造业 PMI 指数点评

■ 主要观点：

疫情冲击下制造业压力显现

2月份，制造业 PMI 为 35.7%，比上月大幅下降 14.3 个百分点，打破 08 年金融危机期间创下的 38.8% 的低点，疫情冲击显著。供需指数双双回落，但具体来看需求表现要略好于供给。当前需求的疲软并非内生性的，而是疫情冲击下的短期压制，食品、医药等必需品行业需求保持相对要好。进出口方面，新出口订单指数和进口指数分别为 28.7% 和 31.9%，下降 20.0 和 17.1 个百分点。部分企业订单取消、延迟交货等情况有所增加。受需求偏弱影响，价格指数再度回落，工业品价格通缩压力有所上升。从企业类型来看，大、中、小型企业 PMI 普遍回落。从行业来看，本月制造业 21 个行业 PMI 均落入收缩区间，但保障基本民生的行业受影响相对较小。从非典的经验来看，第三产业受到的冲击最大。而此次新冠疫情中，非制造业受到的冲击也远大于制造业。非制造业商务活动指数为 29.6%，比上月下降 24.5 个百分点，受疫情冲击较为严重。2月份，综合 PMI 产出指数为 28.9%，比上月回落 24.1 个百分点，我国企业生产经营活动大幅放缓。

把握核心资产机会

股市供求双方的发展变化，以及经济结构转变、市场本身发展的完善，决定了股市的结构性行情机会，仍将主要集中在核心资产领域。“新冠”疫情对中国股市短期扰动，不改变中国股市核心资产的机会。经济短期冲击和一般通胀水平的短期高企下，利率曲线波动将加大，相关国债期货的波动率将上升。受供给影响而出现的高通胀不会延续很久，但对经济前景信心的影响持续时间或延续半年以上，因而债市在短期扰动后，缓慢上行的态势不会改变。信用市场成熟度已较高，信用风险受疫情影响几近无。

冲击既定，期待反弹

疫情冲击下，PMI 指数虽创新低，但也在预期之中。我们始终认为“新冠”疫情对经济更是只有扰动，不改变趋势。综合来看，短期由于供求两方面都受到影响，2020 年 1 季度的经济增长回升势头将暂时停止，原先已表现出的经济内在动力回升趋势将受阻，经济增速将略有下降，下调 1 季度 GDP 增速至 5.0-6.0 之间。但当疫情消除、对冲性宏观政策出台后，经济将恢复正常回升态势；疫情造成的短期压力，甚至还促进了中国经济的转型和调整。从目前来看，疫情已得到初步控制，企业复工率也在上升，大中型企业复工率为 78.9%，其中大中型制造业企业达到 85.6%，企业生产经营活动也将逐步恢复正常。采购经理调查显示，大中型企业 3 月底复工率将升至 90.8%，其中制造业为 94.7%，分别比当前上升 11.9 和 9.1 个百分点。配合减税降费、信贷支持等一系列逆周期调节政策，3 月 PMI 有望迎来底部反弹。

事件：2月官方制造业 PMI 数据公布

2020年2月份，受疫情影响，中国制造业采购经理指数（PMI）为35.7%，比上月下降14.3个百分点。从企业规模看，大、中、小型企业 PMI 分别为36.3%、35.5%和34.1%，比上月下降14.1、14.6和14.5个百分点。从分类指数看，构成制造业 PMI 的5个分类指数均位于临界点之下。2020年2月份，综合 PMI 产出指数为28.9%，比上月下降24.1个百分点，表明我国企业生产经营活动总体放缓。

事件解析：数据特征和变动原因

2月份，制造业 PMI 为35.7%，比上月大幅下降14.3个百分点，打破08年金融危机期间创下的38.8%的低点，疫情冲击显著。供需指数双双回落，印证我们对于疫情供需两端压制的判断。但具体来看，需求表现要略好于供给。生产指数和新订单指数分别为27.8%和29.3%，比上月回落23.5和22.1个百分点，新订单指数高于生产指数1.5个百分点，降幅也要小于生产指数。在调查的21个行业中，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药等15个行业新订单指数高于生产指数，尤其是农副食品加工业新订单指数仍处于扩张区间。这也表明了当前需求的疲软并非内生性的，而是疫情冲击下的短期压制，而食品、医药等必需品行业需求保持相对要好。进出口方面，新出口订单指数和进口指数分别为28.7%和31.9%，较上月下降20.0和17.1个百分点。部分调查企业反映，受疫情影响，订单取消、延迟交货等情况有所增加。受需求偏弱影响，价格指数再度回落。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为51.4%和44.3%，分别比上月下降2.4和4.7个百分点，工业品价格通缩压力有所上升。

从企业类型来看，大、中、小型企业 PMI 普遍回落。大、中、小型企业 PMI 分别为36.3%、35.5%和34.1%，比上月下降14.1、14.6和14.5个百分点。

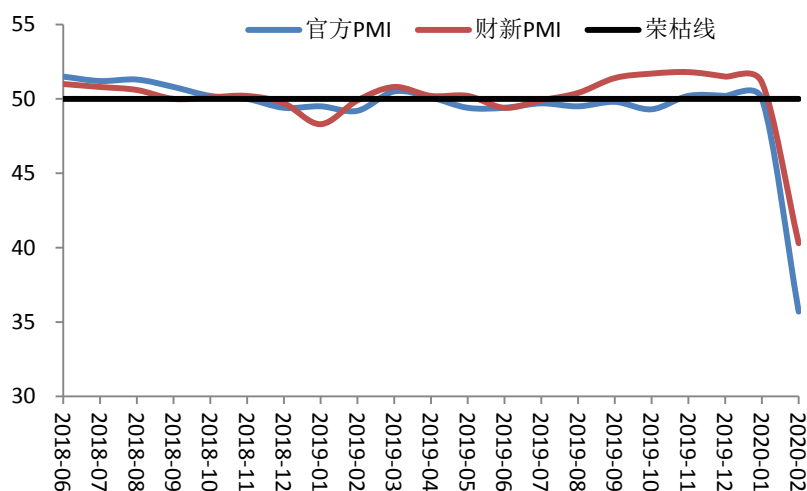
从行业来看，本月制造业21个行业 PMI 均落入收缩区间，但各行业受影响程度不同。保障基本民生的行业受影响相对较小。其中，化学纤维、通用设备、专用设备、汽车等行业 PMI 落至30.0%以下；在稳产保供政策支持下，保障人民群众基本生活需求的农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业 PMI 保持在42.0%以上，提供卫生健康与医疗保障的医药制造业 PMI 为39.7%，均高于制造业总体水平，受影响相对较小。

从非典的经验来看，第三产业受到的冲击最大。而此次新冠疫情中，非制造业受到的冲击也远大于制造业。2月份，非制造业商务活动指

数为 29.6%，比上月下降 24.5 个百分点，受疫情冲击较为严重。服务业中虽普遍受到影响，但仍有一些分化。在调查的 21 个行业中，有 19 个行业的商务活动指数位于收缩区间，但金融业商务活动指数为 50.1%，继续保持在扩张区间，电信、互联网软件行业商务活动指数虽有所回落，但在云办公、在线教育和远程医疗等新业态新技术的支撑下，明显好于服务业总体水平，分别高于服务业商务活动指数 13.2 和 11.3 个百分点。交通运输、住宿餐饮、旅游、居民服务等人员聚集性较强的消费行业需求骤减，商务活动指数均落至 20.0% 以下。建筑业生产经营活动也有所放缓，但其中土木工程建筑业业务活动预期指数为 51.8%，保持在临界点以上，体现了疫情结束后对于加强基建的乐观预期。

2 月份，综合 PMI 产出指数为 28.9%，比上月回落 24.1 个百分点，我国企业生产经营活动大幅放缓。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 27.8% 和 29.6%。

图 1：官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI (%)

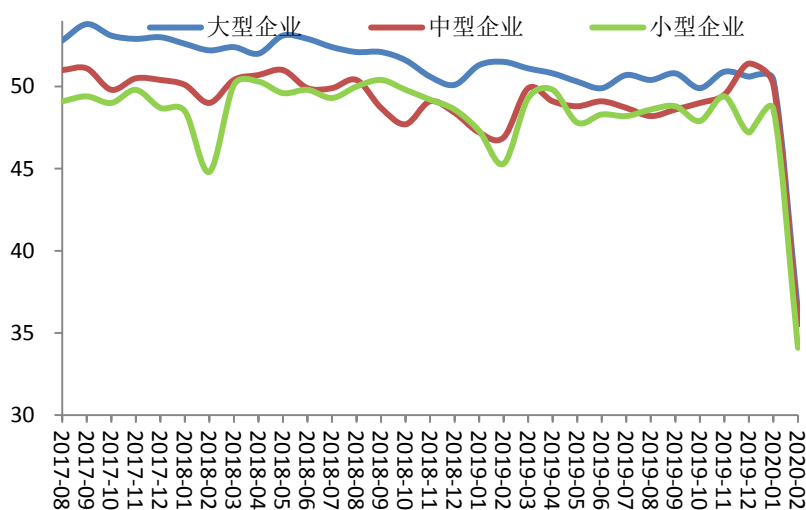


数据来源：wind，上海证券研究所

1. 大中小企业均受影响

从企业规模看，各类型企业均受影响，均位于收缩区间。大型企业 PMI 为 36.3%，比上月回落 14.1 个百分点，中型企业 PMI 为 35.5%，比上月下降 14.6 个百分点；小型企业 PMI 为 34.1%，比上月下降 14.5 个百分点，位于临界点之下。

图 2：大中小型企业 PMI (%)

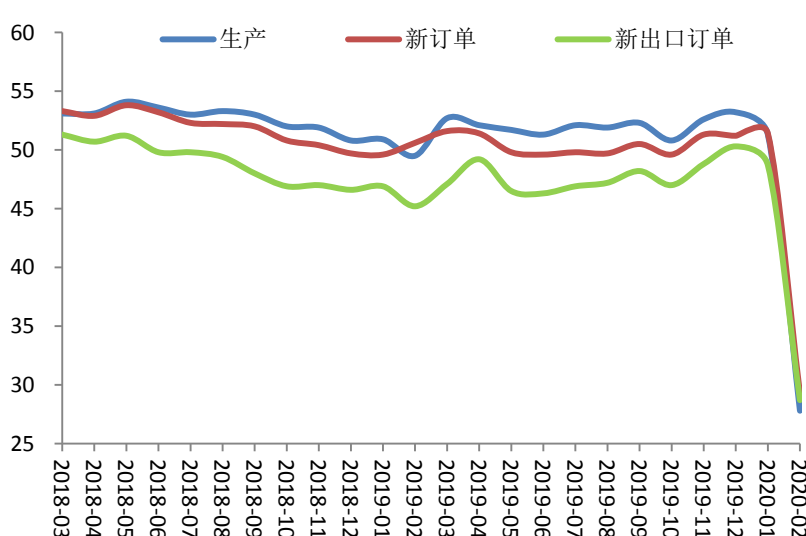


数据来源：wind，上海证券研究所

2.供需两端受压制

2月生产指数和新订单指数分别为27.8%和29.3%，比上月回落23.5和22.1个百分点，新订单指数高于生产指数1.5个百分点，表明制造业需求情况相对较好。调查的21个行业中，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药等15个行业新订单指数高于生产指数，尤其是农副食品加工业新订单指数仍处于扩张区间。制造业进出口压力加大。新出口订单指数和进口指数分别为28.7%和31.9%，较上月下降20.0和17.1个百分点。部分调查企业反映，受疫情影响，订单取消、延迟交货等情况有所增加。

图 3：新订单及生产指数 (%)

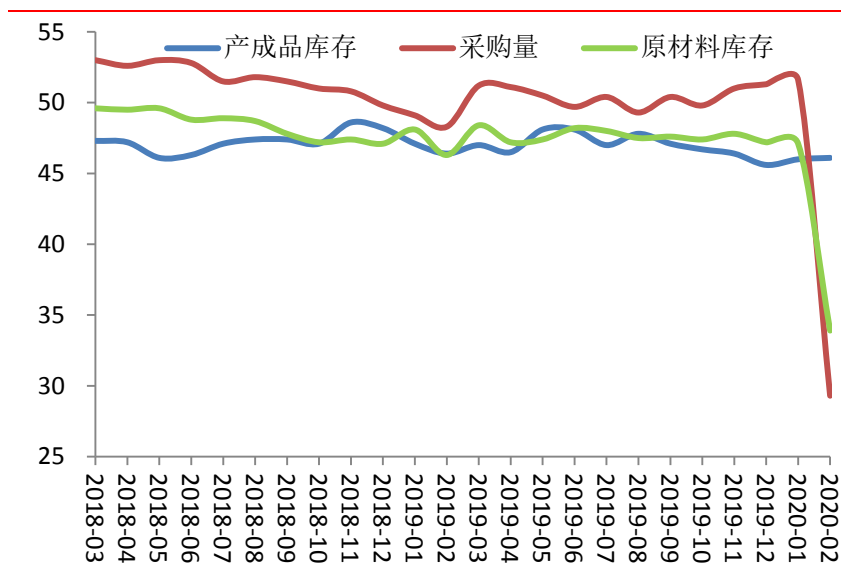


数据来源：wind，上海证券研究所

3.产成品库存微升

2月，原材料库存指数为33.9%，比上月下降13.2个百分点。产成品库存指数为46.1%，微升0.1个百分点。受需求疲软，供给放慢影响，采购量指数为29.3%，环比下降22.3个百分点。总体来看，由于企业复工延迟，采购量大幅下降，原材料库存消耗。但由于需求不足，产成品库存微升。

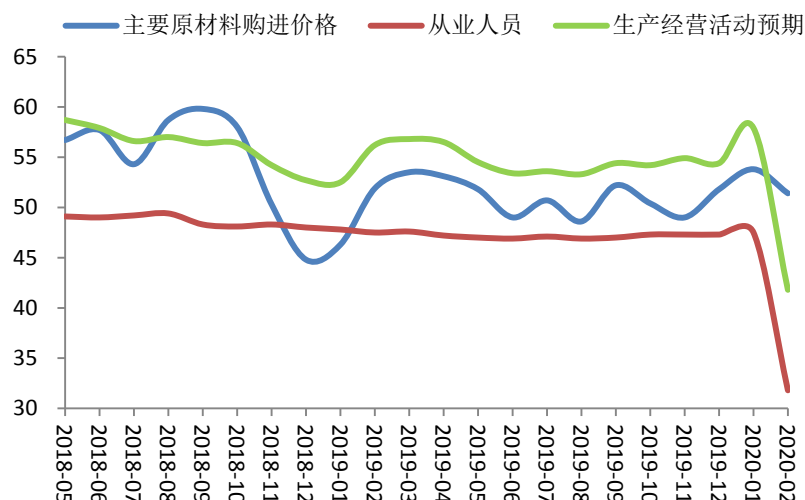
图4：库存及采购量指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

制造业价格指数大幅下跌。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为51.4%和44.3%，分别比上月下降2.4和4.7个百分点，工业品价格通缩压力有所上升。从业人员指数为31.8%，比上月下降15.7个百分点，表明制造业企业用工水平降低。供应商配送时间指数为32.1%，比上月下降17.8个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月放慢。

图 5：购进价格、从业人员及经营活动指数指数 (%)



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

疫情冲击下制造业压力显现

2 月份，制造业 PMI 为 35.7%，比上月大幅下降 14.3 个百分点，打破 08 年金融危机期间创下的 38.8% 的低点，疫情冲击显著。供需指数双双回落，印证我们对于疫情供需两端压制的判断。但具体来看，需求表现要略好于供给。生产指数和新订单指数分别为 27.8% 和 29.3%，比上月回落 23.5 和 22.1 个百分点，新订单指数高于生产指数 1.5 个百分点，降幅也要小于生产指数。在调查的 21 个行业中，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药等 15 个行业新订单指数高于生产指数，尤其是农副食品加工业新订单指数仍处于扩张区间。这也表明了当前需求的疲软并非内生性的，而是疫情冲击下的短期压制，而食

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_6854

