



证券研究报告·宏观研究报告

2020年3月2日

首创宏观“茶”：
2月PMI砸出“黄金坑”，“逆投资”布局正当时

——2月PMI数据点评

主要观点：

研究发展部宏观策略组

王剑辉

宏观策略分析师

电话：010-56511920

邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn

执业证书：S0110512070001

- 2月制造业PMI35.70，预期值46.0，前值50.0；2月非制造业PMI29.6，预期值50.5，前值54.1；2月综合PMI28.9，前值53.0。我们点评如下：
- 一、制造业PMI与非制造业PMI双双“断崖式”下跌，后期有望“V”型反转；
- 二、新订单与生产是制造业PMI“断崖式”下跌的主因；
- 三、1-2月工业企业利润总额累计同比不大乐观；
- 四、不排除城镇调查失业率冲击5.5%左右预期目标的可能；
- 五、货币政策空间大于财政政策，扩内需力度大于稳外需力度；
- 六、2月PMI砸出“黄金坑”，“逆投资”布局正当时。

目录

一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双“断崖式”下跌，后期有望“V”型反转.....	4
二、新订单与生产是制造业 PMI “断崖式”下跌的主因.....	5
三、1-2 月工业企业利润总额累计同比不大乐观.....	6
四、不排除城镇调查失业率冲击 5.5% 左右预期目标的可能.....	7
五、货币政策空间大于财政政策，扩内需力度大于稳外需力度.....	9
六、2 月 PMI 砸出“黄金坑”，“逆投资”布局正当时.....	11

图表目录

图 1：制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双“断崖式”下跌（%）	5
图 2：新订单与生产是制造业 PMI “断崖式”下跌的主因（%）	6
图 3：主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值走阔（%）	7
图 4：不排除城镇调查失业率冲击 5.5% 左右预期目标的可能（%）	8
图 5：小型企业从业人员指数离 30 的关键点位仅一步之遥（%）	9

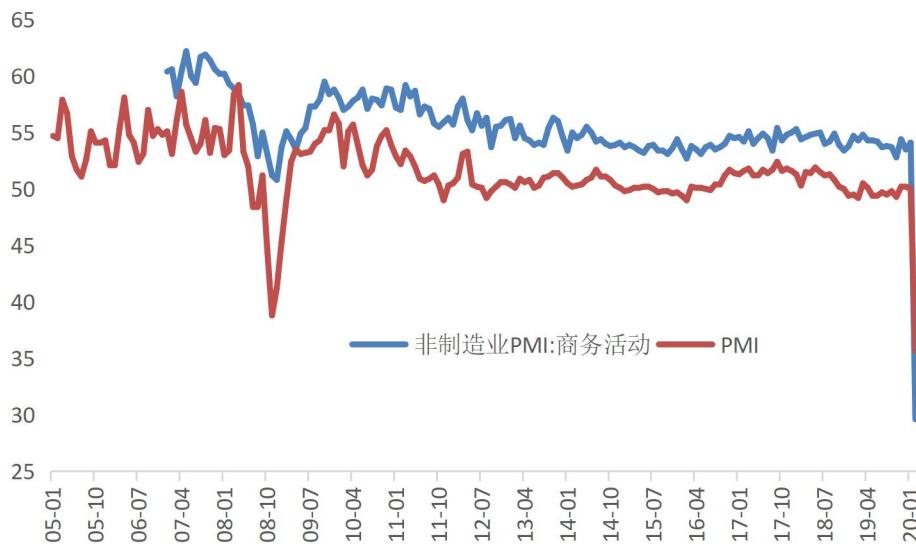
事件：2月制造业PMI35.70，预期值46.0，前值50.0；2月非制造业PMI29.6，预期值50.5，前值54.1；2月综合PMI28.9，前值53.0。

点评：

一、制造业PMI与非制造业PMI双双“断崖式”下跌，后期有望“V”型反转

2月制造业PMI录得35.70，低于预期10.30个百分点，较前值“断崖式”下跌14.30个百分点，较次贷危机期间的低点（2008年11月的38.8）下行3.1个百分点，创2005年1月万得资讯有记录以来新低。2月非制造业PMI为29.60，低于预期20.90个百分点，较前值同样“断崖式”下跌24.50个百分点，较次贷危机期间的低点（2008年12月的50.8）下行21.20个百分点，创2007年1月万得资讯有记录以来新低。从该组数据可以看出，新冠肺炎疫情对非制造业的冲击远大于对制造业的冲击，体现为两点：一是非制造业PMI较前值下行的幅度（14.30个百分点）远大于制造业PMI下行的幅度（24.50个百分点）；二是非制造业PMI在历史上从未低于50的荣枯线，即使是在次贷危机期间，而2020年2月非制造业PMI则跌至荣枯线之下。这一现象与新冠肺炎疫情发生于春节期间，对餐饮、旅游、娱乐、酒店造成“休克式”冲击，进而对第三产业的冲击远大于对第二产业的冲击有关。从非制造业内部看，2月建筑业PMI为26.60，较前值下行33.10个百分点，而2月服务业PMI为30.10，较前值下行23.00个百分点。建筑业PMI下行幅度（33.10个百分点）远大于服务业PMI下行幅度（23.00个百分点），主要原因包括春节因素，以及春节后为防止疫情扩散采取道路封锁与延期复工等措施。预计随着全国新冠肺炎疫情得到有效控制，后期复工率不断提升，制造业PMI与非制造业PMI有望大幅反弹，尤其是建筑业PMI。

图 1：制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双“断崖式”下跌（%）



资料来源：wind, 首创证券研发部

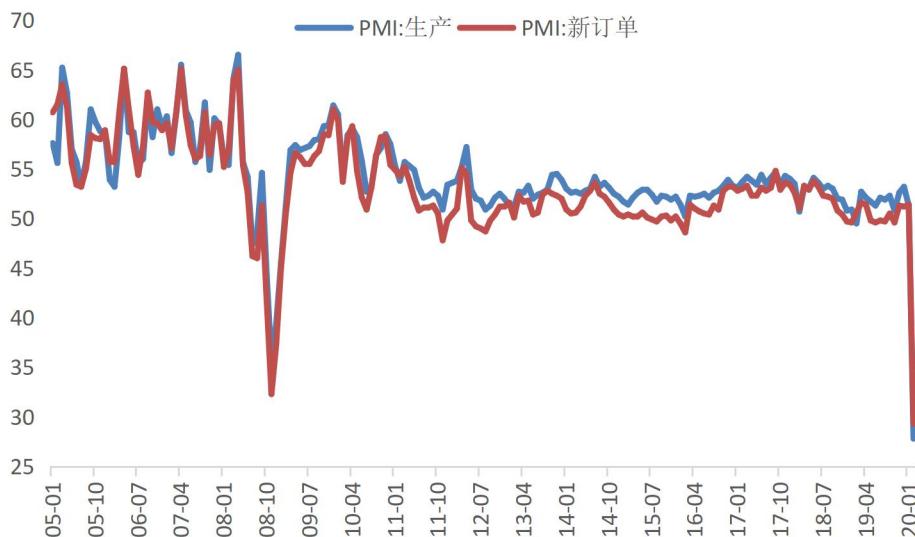
二、新订单与生产是制造业 PMI “断崖式”下跌的主因

制造业PMI的5个主要分项，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得29.30、27.80、31.80、32.10、33.90，分别较前值下行22.10、23.50、15.70、17.80、13.20个百分点。新订单与生产是2月制造业PMI “断崖式”下跌的主因：一是二者均滑至30以下；二是二者下行幅度均超过20个百分点。

需求方面，新订单、新出口订单与在手订单分别为29.30、28.70、35.60，分别较前值下行22.10、20.00、10.70个百分点，其中，在手订单的降幅低于新订单与新出口订单。首先，我们来看外需。从主要国家的制造业PMI来看，美国与日本边际恶化，而欧元区与英国则边际向好：美国方面，2月Markit制造业PMI录得50.80，较前值下行1.10个百分点，连续3个月累计下行1.80个百分点；日本方面，2月日本制造业PMI初值仅录得47.6，较前值下行1.20个百分点，连续10个月处于荣枯线之下；欧元区方面，2月欧元区制造业PMI录得49.10，较前值上行1.20个百分点；英国方面，2月英国制造业PMI录得51.90，较前值上行1.90个百分点，表明脱欧对英国而言很可能是一个正确的选择。就中短期而言，我们认为外需存在较大压力，主要原因是新冠肺炎疫情在全球超预期扩散。截至3月1日，新冠肺炎疫情已经在58个国家蔓延，韩国、日本、意大利、伊朗有严重恶化的倾向。其中，韩日在全球制造业产业链中占据重要地位；欧元区人口密集，区域内部人员流动性大，管控难度较大；中东地区战乱频繁，且医疗水平落后，尤其是伊朗高层感染新冠肺炎，不排除局势动荡的可能。因

此我们预计新冠肺炎疫情短期之内在全球还将呈现扩散的态势，这将对全球经济产生严重的负面冲击，预计后期新出口订单有所反弹，但是大概率不高于荣枯线。其次，我们看内需。2月进口指数录得31.90，较前值下行17.10个百分点，略低于次贷危机期间（2008年11月）的32.2。这里面有春节因素形成的扰动，但是更重要的是新冠肺炎疫情的缘故。展望后市，进口指数不应悲观。2月12日政治局常委会定调“积极扩大内需，稳定外需”的稳增长基调，内需方面，通过“聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向”推动基建投资，“用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，加快推动建设一批重大项目”推动制造业投资，“推动服务消费提质扩容，扩大实物商品消费，加快释放新兴消费潜力”拉升消费增速，预计后期进口指数有望大幅好转。

图 2：新订单与生产是制造业 PMI “断崖式”下跌的主因（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

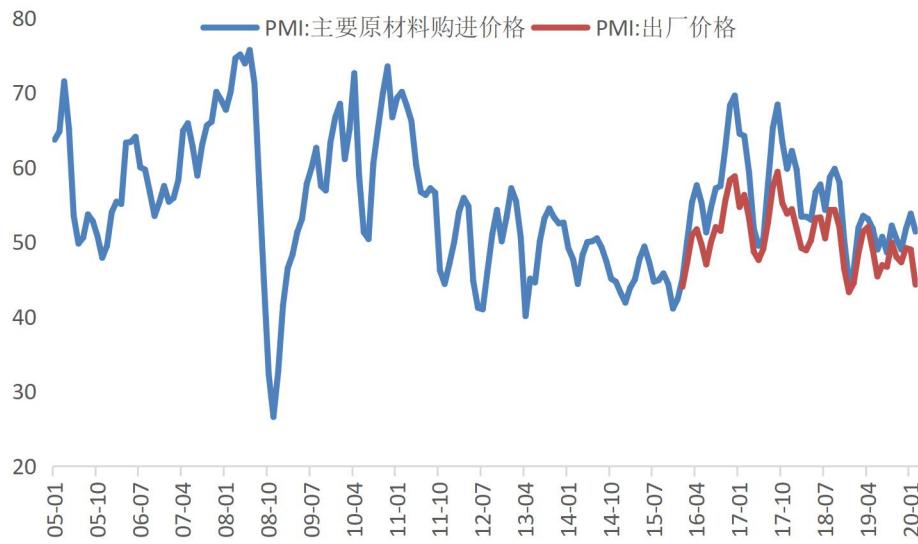
三、1-2月工业企业利润总额累计同比不大乐观

主要原材料购进价格指数为51.40，较前值下行2.40个百分点；出厂价格指数44.30，较前值下行4.70个百分点。预计1-2月工业企业利润总额累计同比不大乐观，判断依据有两点：一是主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值为7.1个百分点，较前值走阔2.3个百分点，创2018年2月以来新高；二是主要原材料购进价格指数在荣枯线之上，尚处扩张区间，而出厂价格指数位于荣枯线之下，处于收缩状态。这一点从基本面上也容易验证：新冠疫情大规模正值春节长假，而春节则是餐饮、旅游、娱乐、酒店、交通等第三产业的旺季；为防止发生聚集性新冠肺炎传染现象，国务院宣布停产以及延期复工，直接导致第二产业工作天数出现

缩减；受封路、封村等地方政策的影响，第一产业中的养殖业与种植业销路不畅，连带饲料供应跟不上，面临“卖不出去，养不下去”的困境。但是考虑到2019年2月工业企业利润总额累计同比录得-14.0%的超低值，预计在低基数的对冲下，1-2月工业企业盈利增速不至于大幅低于预期。

值得一提的是，在1月PMI数据点评《主要原材料购进价格有悖常理，上半年宏观经济大概率承压（20200203）》中，我们认为1月主要原材料购进价格指数的取值有悖常理，存在“总量走势与结构走势”相冲突的现象，具体理由如下：从结构上看，1月大中小型企业的主要原材料购进价格分别为48.60、45.40、45.40，均位于荣枯线之下，且分别较前值下行2.70、7.00、6.80个百分点，在这种情况下，1月主要原材料购进价格指数依旧较前值大幅上行2.00个百分点录得53.80，远高于荣枯线，与大中小型企业的主要原材料购进价格严重背离，不符合加总规律与历史经验。在3月初2月PMI数据出炉之后，1月大中小型企业的主要原材料购进价格分别被修正为54.3、53.4、53.1。因此，我们在2月初“主要原材料购进价格有悖常理”的研判观点得到验证。

图3：主要原材料购进价格指数与出厂价格指数的差值走阔（%）



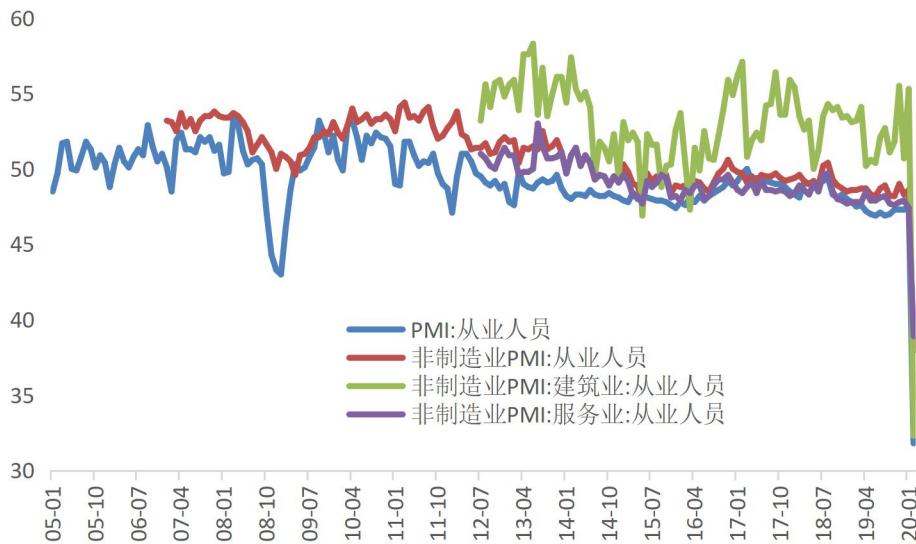
资料来源：wind，首创证券研究发展部

四、不排除城镇调查失业率冲击 5.5%左右预期目标的可能

2月制造业PMI从业人员指数录得31.80，较前值下行15.70个百分点。其中，大中小型企业的从业人员指数分别为32.00、32.10、30.80，分别较前值下行14.70、16.10、18.00个百分点。2月非制造业PMI从业人员指数为37.90，较前值下行10.70个百分点。其

中，建筑业从业人员为32.30，较前值大幅下行23.00个百分点；服务业从业人员为38.90，较前值下行8.50个百分点。与建筑业PMI下行幅度大于服务业的情况一样，建筑业从业人员下行幅度远大于服务业从业人员。但是我们应该注意到，建筑业PMI及其从业人员的大幅下行，与政府对疫情实行主动隔离等调控措施有关。

图4：不排除城镇调查失业率冲击5.5%左右预期目标的可能（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

我们注意到，制造业PMI中的小型企业从业人员指数较前值下行的幅度最大，且离30的关键点位仅一步之遥，表明小型企业受新冠肺炎疫情的冲击最大，而中小型企业是吸纳就业的主力军。在每年的《政府工作报告》中，在确定完GDP增速目标区间之后，紧接着就是确定就业指标，如2019年《政府工作报告》提到，“2019年经济社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长6% – 6.5%；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右，城镇登记失业率4.5%以内；居民消费价格涨幅3%左右”。

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_6878

