

## 疫情短期影响大，但3月PMI将有较大提高

——2020年2月PMI数据的点评

宏观点评

### 投资要点：

- **新冠肺炎疫情影响暂时可控，但对制造业的短暂冲击较2008年全球金融危机要大，且对服务业的影响大于制造业。**其中原因主要在于疫情防控期间生产生活活动被迫进入短暂“休克”状态，首先导致住宿餐饮、旅游等服务业被按下“暂停”键，然后制造业也被迫延期复工复产，生产活动进入也暂缓状态。但在全球金融危机期间，这些生产和生活活动并没有出现暂停，只是减量而已。由于服务业人员聚集性较强，所以受到的影响要大于制造业。
- **疫情冲击下，制造业供需两端均受损，其中生产端和中小企业受损更多。**
  - 一、生产和需求均大幅下滑，疫情对生产端的冲击大于需求端，出口面临冲击。受疫情期间交通物流受阻和企业复工复产延迟影响，2月制造业PMI较上月回落14.3个百分点至25.7%，创2005年有数据以来的新低。其中，生产指数和新订单指数分别较上月下降23.5%和22.1%，且生产指数低于新订单指数1.5个百分点，表明生产端较需求端受损更为严重。新出口订单指数降幅大于进口指数，出口面临一定冲击。
  - 二、大、中、小型企业PMI均下滑，中小企业受损更严重。从企业类型看，2月大、中、小型企业PMI分别为36.3%、35.5%、34.1%，分别较上月下降14.1、14.6、14.5个百分点，疫情对中小企业的冲击更大。
- **上游企业去库存提速，下游企业被动补库存。**2月原材料库存和产成品库存分别下降13.2%和提高0.1%。原材料库存大幅下降，产成品库存略有提高：一是在企业复工复产延迟的情况下，市场销售暂时性停滞，企业原材料补库存意愿下降，上游企业开启加快去库存进程；二是疫情下交通物流受阻，大量产品出现滞销，产成品库存有所增加。
- **预计2月PPI约增长0.0%左右，受2月份原油等国际大宗商品价格大幅下降影响，3月份大概率重回负增长。**2月份原材料购进和出厂价格指数分别较上月下降2.4和下降4.7个百分点，预示2月工业生产者价格指数PPI上涨动能有所减弱，预计2月PPI同比增长0.0%左右。
- **服务业和建筑业景气度均回落，疫情对服务业的冲击更大。**2月服务业PMI指数较上月下降23个百分点至30.1%。其中，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受到的冲击最大，且其需求恢复速度相对较慢，预计短期内服务业景气度仍将维持低位。受疫情影响，2月建筑业指数较上月下降33.1个百分点至26.6%，但随着逆周期调节力度的加码，预计疫情对建筑业的冲击是短暂且有限的，未来建筑业仍有望保持较快发展。
- **疫情对经济的冲击是暂时的，预计3月PMI或有较大程度反弹。**目前国内疫情防控已经取得较大进展，湖北省外新增确诊病例逐渐减少，同时各项财政货币政策出台帮助企业共渡难关，预计3月企业复工复产节奏将进一步加快，企业生产经营活动将逐步恢复正常。由于PMI是环比意义上的指标，即反映的是本月生产经营活动较上月是扩张还是收缩，因此我们预计3月份PMI指数大概率出现较大幅度上升。

伍超明

财信国际经济研究院 副院长  
财富证券 首席经济学家

李沫

宏观经济研究中心 高级研究员  
电话：010-68080380  
邮箱：limo.ye@163.com



财信宏观经济研究中心微信号

## 目 录

一、新冠肺炎疫情影响暂时可控，但对制造业的短暂冲击较 2008 年全球金融危机要大 .....	3
二、疫情冲击导致制造业供需两端下降较多，但对供给冲击大于需求，2 月 PPI 约增长 0.0%左右 .....	3
（一）从供给指标看，制造业生产大幅放缓 .....	4
（二）从需求指标看，制造业需求回落较多，出口面临冲击加大 .....	4
（三）从供需指标看，疫情对供给端的冲击大于需求端 .....	4
（四）从周期指标看，疫情期间上游企业加快去库存，下游被动补库存 .....	5
（五）从价格指标看，预计 2 月 PPI 约增长 0.0%，3 月份大概率重回负增长 .....	5
三、各类企业 PMI 均出现下降，中小企业受损更多，但需求依然存在 .....	5
四、服务业和建筑业景气度均回落，服务业受疫情冲击更为严重 .....	6

**正文：**

**事件：**2020年2月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为35.7%，较上月下降14.3个百分点；中国非制造业商务活动指数为29.6%，较上月下降24.5个百分点；综合PMI产出指数为28.9%，较上月下降24.1个百分点。

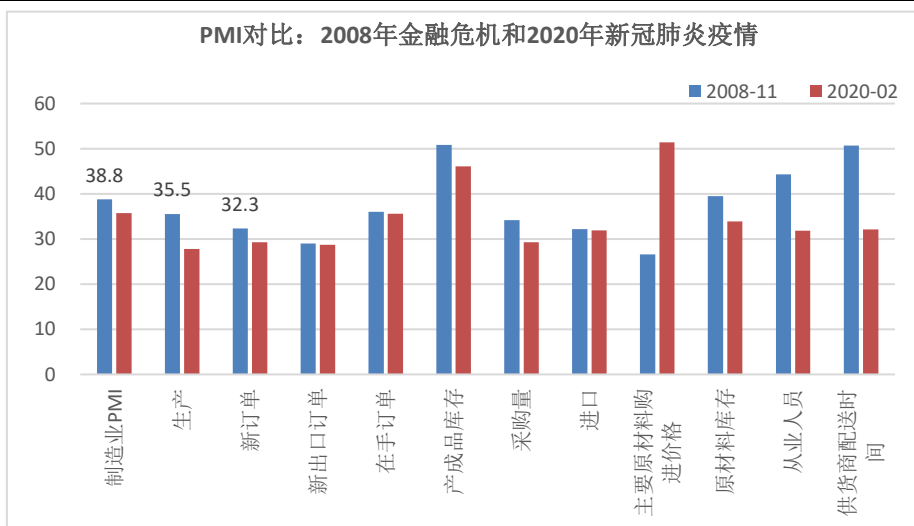
**一、新冠肺炎疫情影响暂时可控，但对制造业的短暂冲击较2008年全球金融危机要大**

从2月份公布的PMI及其分类指数看，新冠肺炎疫情对制造业的短暂影响要大于2008年全球金融危机的冲击（见图1）。如2008年11月份PMI及其分类指数为危机期间的最低值，但无论是PMI指数（38.8%），还是其中反映供给的生产指数（35.5%）、反映需求的新订单指数（32.3%），均高于今年2月份水平，可见疫情对供给和需求的短暂影响不容小视。

对于其中原因，主要在于疫情防控期间生产生活活动被迫进入短暂“休克”状态，首先导致住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等服务业被按下“暂停”键，然后制造业也被迫延期复工复产，生产活动进入也暂缓状态。但在全球金融危机期间，这些生产和生活活动并没有出现暂停，只是减量而已，所以疫情的影响显得更大。在此次疫情中，由于服务业人员聚集性较强，所以受到的影响要大于制造业（见图2）。

值得强调的是，与金融危机期间不同的是，随着复工复产率的提高，疫情影响将很快减小，PMI及其分类指数提升幅度将大于危机期间，所以疫情的影响是暂时和可控的。

**图1：疫情对制造业的短暂影响不容小视**



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

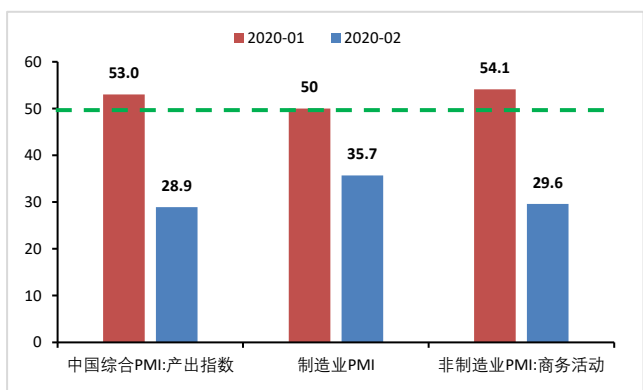
**二、疫情冲击导致制造业供需两端下降较多，但对供给冲击大于需求，**

**2月PPI约增长0.0%左右**

### (一) 从供给指标看，制造业生产大幅放缓

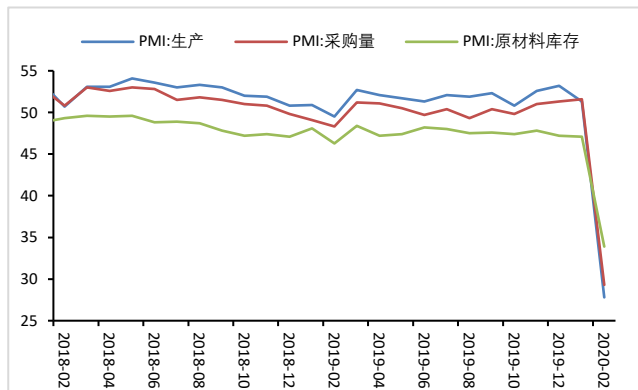
受疫情影响，企业复工复产延迟，2月生产指数为27.8%，较上月和去年同期分别下降23.5和21.7个百分点，创2005年以来新低。具体看，一方面企业采购意愿大幅回落，2月份采购量指数为29.3%，比上月下降22.3个百分点，企业开工率大幅下滑；另一方面，原材料库存指数为33.9%，较上月下降13.2个百分点（见图3），亦出现大幅下降，表明企业维持高库存的意愿大幅减弱。

图2：制造业、非制造业 PMI 均下滑较多



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图3：制造业生产扩张放缓

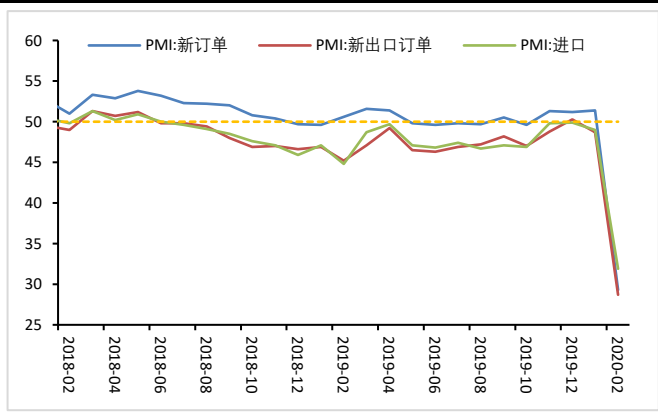


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

### (二) 从需求指标看，制造业需求回落较多，出口面临冲击加大

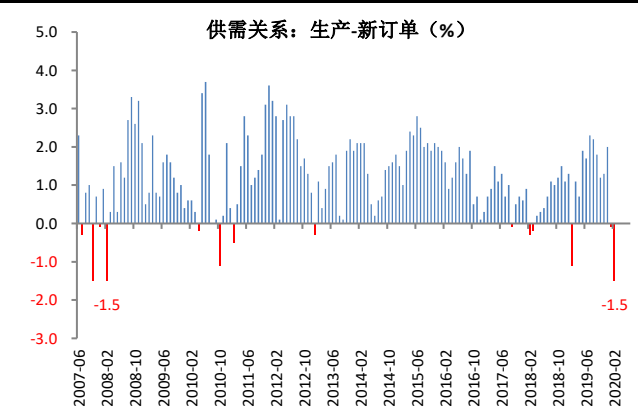
2月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为29.3%、28.7%、31.9%，分别比上月下降22.1、20.0和31.9个百分点（见图4）。其中新订单、新出口和进口订单指数分别反应总需求、国外需求和国内需求情况。疫情防控期间，人员流动和交通物流受限，部分需求延后甚至消失，新订单指数出现下滑。新出口订单降幅高于进口订单指数，一是受疫情影响，国内出口面临更加严格的检验检疫；二是疫情冲击下部分国外需求可能会暂时寻求替代供应商，中国出口面临的负面冲击更大。

图4：制造业内外需指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图5：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

### (三) 从供需指标看，疫情对供给端的冲击大于需求端

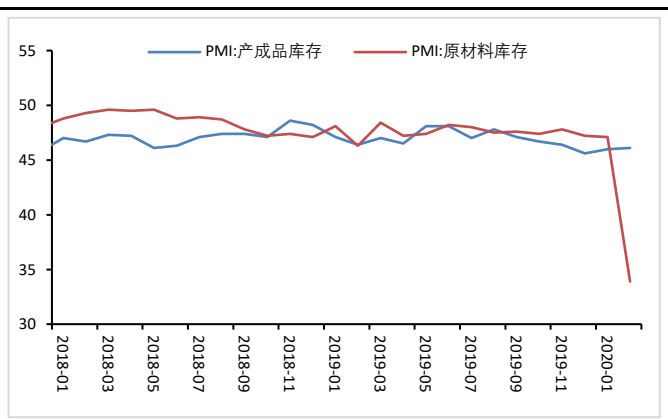
从疫情对供给和需求端的冲击看，对供给端冲击更大。生产和新订单指数分别代表供给和需求，2月生产和需求指数分别较上月下降23.5和22.1个百分点，生产回落幅度大于需求，“生产和新订单指数差”也从上月的-0.1降为-1.5%，降至历史低位区间（见图5）。表明疫情冲击下，制造业生产端受到的负面影响更大。

#### （四）从周期指标看，疫情期间上游企业加快去库存，下游被动补库存

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。

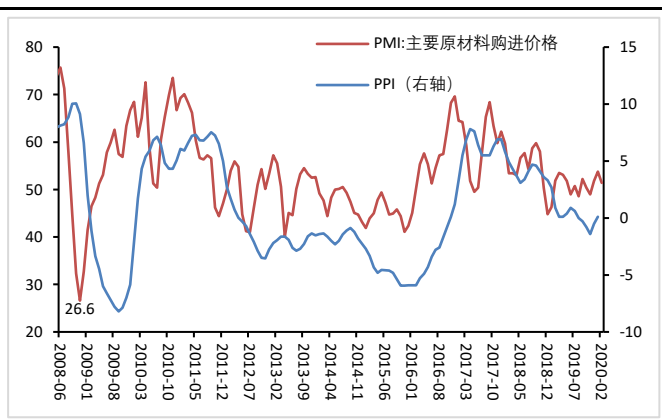
2月份产成品库存和原材料库存指数分别为46.1%和33.9%，分别较上月提高0.1和下降13.2个百分点，均继续处于收缩区间（见图6）。2月份原材料库存大幅下降，产成品库存略有提高：一是在企业复工复产延迟的情况下，市场销售暂时性停滞，企业原材料补库存意愿下降，上游企业开启加快去库存进程；二是在产业下游，疫情防控使交通和物流运输受阻，大量产品出现滞销，产成品库存被动增加。预计疫情冲击下国内逆周期调节力度将继续加码，制造业供需两端将在疫情后快速修复，企业库存将逐步回归正常状态。

图6：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图7：2月份PPI上涨动能有所减弱



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

#### （五）从价格指标看，预计2月PPI约增长0.0%，3月份大概率重回负增长

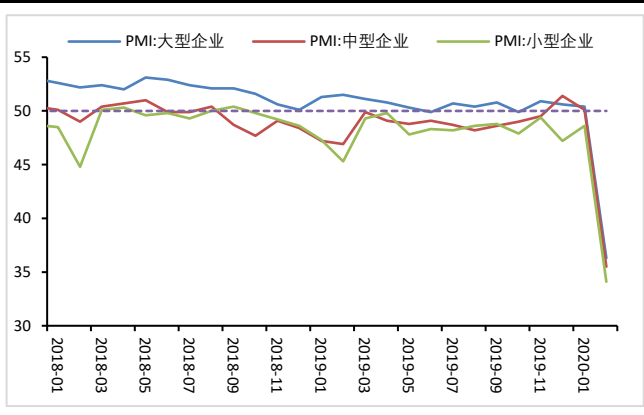
2月份，PMI原材料购进价格指数为51.4%，较上月下降2.4个百分点，但远高于2008年11月金融危机影响最大时的水平，当时为26.6%。2月份国际原油价格和其他大宗商品价格大幅下跌，将对3月份原材料购进价格形成较大下行压力，也将拖累PPI的增长。2月份出厂价格指数为44.3%，较上月下降4.7个百分点（见图7）。2月原材料购进价格高于临界值，但出厂价格低于临界值，中下游企业成本压力暂时增加。2月购进价格有所下降，预示2月工业生产者价格指数PPI上涨动能有所减弱，预计2月PPI同比增长0.0%左右，3月份大概率重新进入负增长。

### 三、各类企业PMI均出现下降，中小企业受损更多，但需求依然存

在

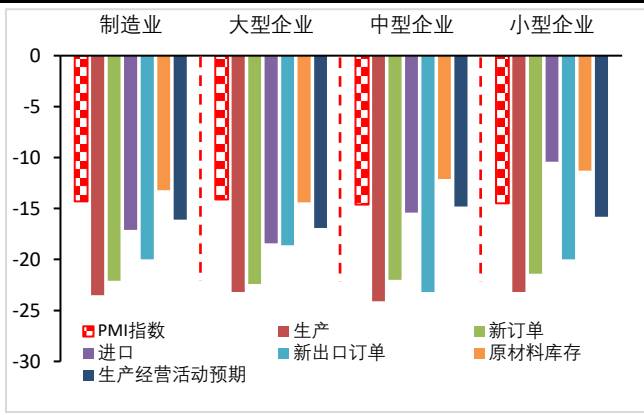
2月份大型、中型、小型企业PMI分别录得36.3%、35.5%、34.1%，分别较上月下降14.1、14.6、14.5个百分点，大、中、小型企业均出现大幅下降，但中小企业降幅更大（见图8）。从分项指标看，中小企业出口订单回落幅度大于大型企业，说明出口下滑对中小企业的冲击更大；大型企业生产经营活动预期指数为44.3%，高于中型和小型企业的40.0%和37.4%，表明大型企业复工复产情况好于中小型企业；但中小企业的进口订单降幅低于大型企业，且指数也高于后者，如2月小型企业进口指数为37.3%，高于大型企业的31.6%（见图9），表明中小型企业的需求依然存在，后期复工复产后对需求的拉动依然可期。

图 8：大中小型企业 PMI 均出现大幅下滑



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 9：大中小型企业 PMI 分项指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

四、服务业和建筑业景气度均回落，服务业受疫情冲击更为严重

2月非制造业商务活动指数为29.6%，较上月和去年同期分别下降24.5和24.7个百分点（见图10）。整体看，服务业受疫情冲击较为严重。分行业看：

图 10：非制造业商务活动指数

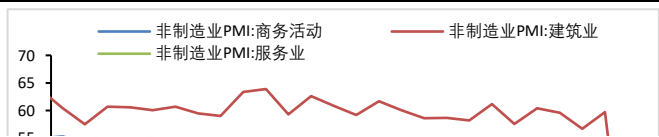
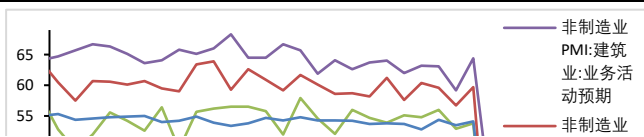


图 11：建筑业商务活动指数



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\\_6913](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6913)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn