

经济底

——点评2月PMI数据

宏观数据点评

2020年3月2日

报告摘要:

2月PMI创历史新低,确认了短期经济底部的位置。中国经济将从低点逐渐修复,而海外经济的麻烦可能刚刚开始。

● 2月PMI创历史新低,确认了短期经济底部的位置。

2月制造业PMI和非制造业PMI均创历史新低。复工进度对经济增长至关重要,我们测算显示,2月24日当周实现全面复工,一季度经济才能正增长;达不到全面复工,就是负增长。官方调查显示,目前尚未达到全面复工,截至2月25日,大中型企业复工率为78.9%,3月底将升至90.8%。

● 中国和海外疫情传播错位,外需修复可能慢于内需。

2月制造业PMI生产指数环比下降23.5个百分点,与大面积停工相符,降幅大幅高于新订单指数,表明当前生产受限的问题更为明显。2月PMI新出口订单表现优于新订单,主要原因可能是全球蔓延趋势集中爆发在2月最后一周。后续海外疫情可能进一步发酵,外需修复可能需要更长时间。

● 国际原油价格大跌,可能加剧工业品通缩压力。

制造业出厂价格指数和购进价格指数双双下降,近日国际原油价格大跌,进一步加剧工业品通缩压力,如我们年度展望所预测,PPI将再次落入负区间。服务业销售价格指数也出现下降,我们重申,除交通管制期间部分食品价格结构性上涨外,疫情对通胀更大的影响是物价下行压力,不会推高全年通胀水位。

● 小型企业需要更多呵护,稳就业也是促消费。

2月从业人员指数大幅下降,与生产不足一致。环比下降幅度与企业规模成负相关,小型企业不容忽视。从目前复工率来看,小型企业也显著低于大型企业。劳动力市场对消费的影响最为直接,需要关注低收入者流动限制问题。

● 中国经济过了最麻烦的时候,全球经济的麻烦才刚刚开始。

与其他国家对比,不管从疫情防控还是从稳经济来看,我国政府反应效率最为突出。我们多次指出,美国经济隐忧重重,根本没那么好,这次美股暴跌,叠加美国疫情可能持续发酵,进一步推高了美国经济衰退的风险。未来一个阶段,中国经济的相对优势凸显,中国股市必将苦尽甘来。

● 风险提示:全球疫情传播进一步恶化,中国逆周期调节不及预期。

民生证券研究院

分析师:解运亮

执业证号: S0100519040001

电话: 010-85127665

邮箱: xieyunliang@mszq.com

研究助理:毛健

执业证号: S0100119010023

电话: 021-60876720

邮箱: maojian@mszq.com

研究助理:付万丛

执业证号: S0100119080008

电话: 010-85127730

邮箱: fuwancong@mszq.com

相关研究

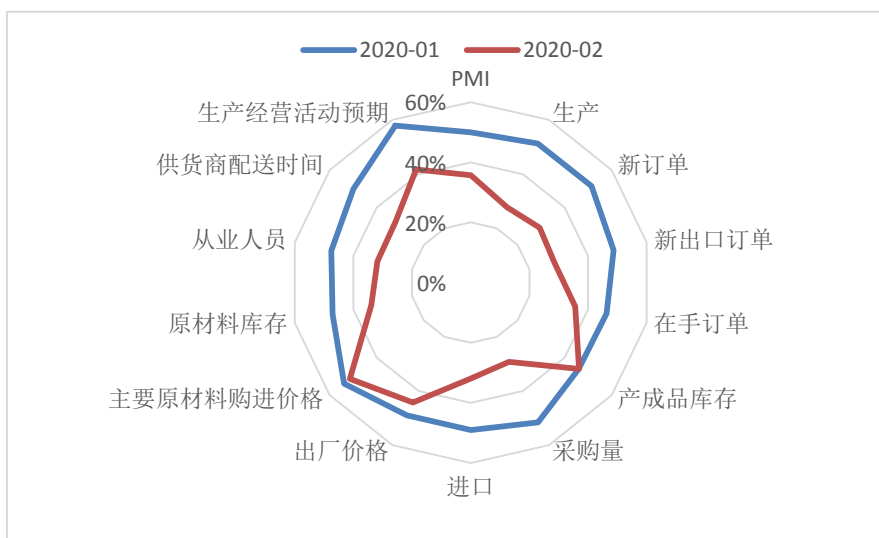
中国 2 月官方制造业 PMI 35.7%，前值 50.0%。

中国 2 月官方非制造业 PMI 29.6%，前值 54.1%。

一、2 月 PMI 创历史新低，确认了短期经济底部的位置

2 月 PMI 创历史新低，确认了短期经济底部的位置。2 月制造业 PMI 为 35.7%，环比大幅下降 14.3 个百分点，创历史新低（图 1）；非制造业 PMI 为 29.6%，环比大幅下降 24.5 个百分点，同样创历史新低。复工进度对经济增长至关重要，我们测算显示，2 月 24 日当周实现全面复工，一季度经济才能正增长；达不到全面复工，就是负增长。官方调查显示，目前还没达到全面复工，截至 2 月 25 日，大中型企业复工率为 78.9%，3 月底将升至 90.8%。

图 1：2 月制造业 PMI 全面收缩，创历史新低



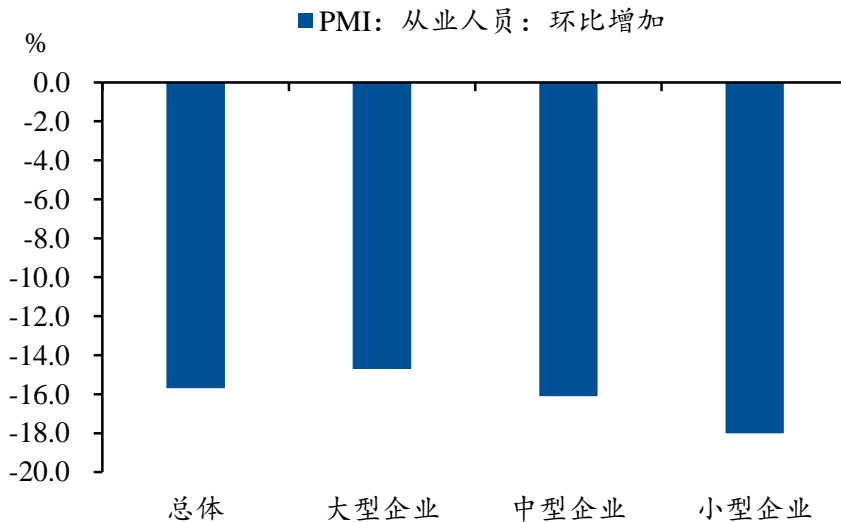
资料来源：Wind，民生证券研究院

疫情同时冲击经济总需求和总供给。制造业 PMI 生产指数为 27.8%，环比下降 23.5 个百分点；新订单指数和新出口订单指数分别为 29.3% 和 28.7%，环比分别下降 22.1 个、20 个百分点。值得注意的是，需求指数略高于生产，降幅也小于生产，供需缺口（“新订单-生产”）被动上升（图 2）。这里的原因其实是我们之前讲过的，对于湖北以外地区，封闭和管制对生产的损伤比疫情本身还要大，这可能是我们为了战胜疫情不得不付出的代价。

中国和海外疫情传播错位，外需修复可能慢于内需。2 月出口订单指数较上月下降 20 个百分点，较新订单指数下降幅度低了 2.1 个百分点，显示内需下降更大，与疫情首先在中国爆发一致。展望未来，中外疫情错位导致外需存在进一步恶化的可能性，修复难度也将高于内需修复，需要全球合作。另一方面，中国是最快出台各项政策稳内需的国家，包括但不仅限于基建加速落地，各地延长汽车补贴期限等等。海外主要经济体对疫情反应效率较为缓慢，而且财政预算存在内部分歧，例如欧盟南北国家之间的矛盾和美国两党的对峙。

型企业复工率明显较低。一般情况下，规模越大抗风险能力越强。即便在银行系统提供充足流动性下，小型企业营收不足仍可能会引发裁员。劳动力市场对消费的影响最为直接。目前来看，地方政府积极出台政策帮扶中小型企业，希望将失业风险降到最低。

图 4：小型企业从业人员指数下降最多，恢复可能最慢

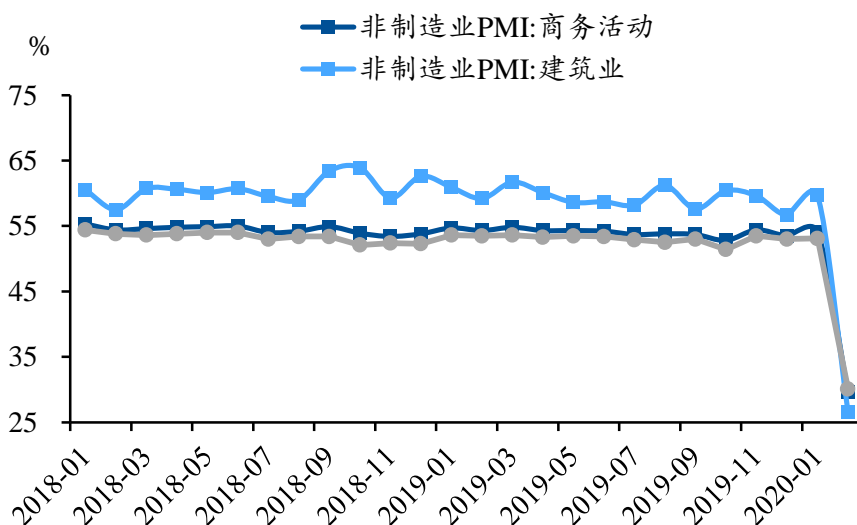


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、非制造业 PMI 回落更多，基建预期进入上行通道

服务业受疫情影响较为严重，基建预期进入上行通道。2月非制造业商务活动指数录得 29.6%，较上月下降 24.5 个百分点（图 5）。其中，21 个行业中仅货币金融服务和资本市场商务活动指数保持在扩张区间，与金融行业开工早和金融稳定政策力度强息息相关。值得注意的是，虽然建筑业生产活动显著放缓，但是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，说明大量基建项目获批通过已经产生效用。参考 SARS 经验，服务业恢复速度慢于制造业，尤其是人员聚集性较强的消费行业，短期内仍将承压。

图 5：服务业 PMI 受疫情影响突出



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：中国经济过了最麻烦的时候，全球经济的麻烦才刚刚开始

中国政策暖风不断。2.21 政治局会议提出积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。我们预计今年财政赤字率可能达到 3.5%，新增赤字通过特别国债来筹措的可能性非常高。未来，政策性金融的作用是一大看点。2019Q4 货币政策执行报告的表述是“稳健的货币政策要灵活适度”，中央增加了“更加”两个字。结合这次没有提“保持宏观杠杆率基本稳定”，毫无疑问，货币政策边际宽松的力度要继续加大。

中国经济过了最麻烦的时候，全球经济的麻烦才刚刚开始。疫情对中国一季度经济冲击非常大，这一点得到确认，对投资影响已经不大。过去一周，疫情在全球快速传播，全球主要股指出现大幅回调。我们多次指出，美国经济隐忧重重，根本没那么好，这次美股暴跌，叠加美国疫情可能持续发酵，进一步推高了美国经济衰退的风险。未来一个阶段，中国经济的相对优势凸显，中国股市必将苦尽甘来。

风险提示

全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。

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_6918

