

2020年2月29日

【华西固收研究】PMI 创历史新低，政策对冲是市场走向关键

——2月 PMI 数据点评 20200229

事件概述：

国家统计局发布2月PMI数据，制造业PMI数据录得35.7%，环比回落14.3pct，低于Wind一致预期（46.0%）10.3pct；非制造业PMI数据录得29.6%，环比回落24.5pct。

分析与判断：

► 疫情冲击下PMI创历史新低，行业间呈现较大分化。

从PMI跌幅来看，本次疫情对经济的冲击大于2008年全球金融危机。受新冠疫情影响，2月多数行业处于大面积停工状态，生产、需求均受到较大冲击，制造业、非制造业PMI指数出现了大幅的下跌，均创下历史新低（制造业PMI指数、非制造业商务活动指数分别自2005年1月、2007年12月开始编制）。上一个对PMI冲击较大的事件为2008年全球金融危机，与全球金融危机期间（2008年5月-2008年11月）的PMI表现相比，本次单月下跌幅度更大，制造业、非制造业PMI指数跌幅分别为14.3、24.5pct，分别较全球金融危机期间单月最大跌幅多跌7.7、21.7pct。

疫情对所有行业均有冲击，但冲击幅度存在一定差异。首先，制造业、非制造业表现有所不同，2月份非制造业PMI低于制造业PMI 6.1pct，回落幅度大于制造业10.2pct，印证了疫情对餐饮、娱乐、旅游、住宿等第三产业需求端冲击较大的判断。其次，细分行业间有所分化。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，医药制造业PMI为39.7%，主要受益于疫情期间保民生、保医疗的刚性需求；金融业商务活动指数为50.1%，是服务业中仅有的两个仍处在扩张区间的行业之一，电信、互联网软件等回落幅度也小于服务业总体水平，主要与远程办公率较高有关。而化学纤维、通用设备、专用设备、汽车等制造行业PMI处于30.0%以下，交通、住宿餐饮、旅游、居民服务等非制造行业商务活动指数处于20.0%以下。

► 供给收缩大于需求，库存端或将持续承压。

本月，制造业生产指数、新订单指数分别录得27.8%、29.3%，较上月分别回落23.5、22.1pct，表明短期内复工延缓对供给端的冲击略大于需求端，以“新订单-生产”构造的产需缺口指数因此大幅提升1.4pct至1.5%。外需方面，出口受疫情的影响同样不容小觑。统计局表示，“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”，新出口订单指数回落20.0pct至33.9%。我们认为，考虑到尽管疫情在国内得到了较为有效的控制，但在全球范围有加速扩散的趋势，将从海外需求本身对国内出口订单产生进一步冲击，预计外需仍将承压。而受到交通运输不畅和需求偏弱的影响，制造业产成品库存指数与其他分项表现出现背离，较上月小幅回升0.1pct。以“新订单-产成品库存”构造的经济动能指标大幅回落22.2pct至-16.8%，而采购量指数亦回落22.3pct，我们认为，未来总供给恢复或将快于总需求，库存积压+需求偏弱或将限制企业潜在的生产动力，短期生产恢复进度或仍较缓慢。

► 购进、出厂价格同步回落，警惕工业领域通缩风险。

本月，制造业主要原材料购进价格、出厂价格分别回落4.7、2.4pct至44.3%、51.4%，以“出厂价格-主要原材料购进价格”构造的利润率指标较上月回落2.3pct，表明下游需求相较于原材料需求而言将出现更大幅度的放缓，制造业企业利润空间或将因此进一步被压缩。此外，随着复工复产的推进，疫情对总供给的影响有望逐渐改善，中期视角下，总需求收缩幅度或大于总供给，需警惕工业领域的通缩风险。

► 建筑业显著承压，但土木工程建筑业预期向好，关注后续基建政策。

建筑业商务活动指数录得26.6%，较上月回落33.1pct，降幅远大于非制造业整体水平，疫情对建筑业冲击显著大于其他行业。尽管建筑业业务活动预期回落22.6pct至41.8%，但土木工程建筑业业务活动预期指数为51.8%，仍处在荣枯线上方，表明相关从业人员对疫情期间稳增长需求下基建投资的预期较好，建议关注基建领域后续的政策。

策出台，国开建设基金重启以支持基建发力的可能性较大。

► 企业复工率持续回暖，但员工复工率或仍然偏弱，稳就业压力有所加大。

统计局表示，截至2月25日，全国采购经理调查企业中，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%，3月底有望分别回升至90.8%、94.7%。但我们认为，该复工率主要考察企业是否开工，结合员工返岗情况判断后，整体复工情况或仍然偏弱。一方面，制造业、非制造业从业人员指数分别为31.8%、38.9%，较上月分别回落15.7、8.5pct；另一方面，我们在全国春运数据的基础上剔除非劳动人口后，以劳动人口春运返程比例来近似地估计员工复工率水平（详细测算过程见此前报告《当前复工率大约两成，三月初或达四成——基于春运数据、抚养比的四口径测算模型》），截至2月29日，员工复工率约为28.29%-36.26%，3月12日或可达44.66%-57.24%。此外，在需求、生产双双受到冲击的影响下，就业压力或将进一步加大。

投资建议：货币政策仍有宽松空间，把握政金债投资机会

从历史经验来看，仅从PMI数据的大跌判断大类资产后续走势或有失偏颇，关键还看政策对冲效果。历史PMI单月跌幅前十的样本中，股、债价格变动方向和幅度均不尽相同。万得全A指数6次于数据公布后最新交易日发生下跌，8次在次周发生下跌，4次在次月发生下跌；10年国债收益率则分别出现7次、5次、5次上行。从最为可比的2008年来看，2008年5月、7月PMI分别环比下降5.9、3.6pct，金融危机对实体经济开始产生冲击，但政策端未开始发力，因此股、债均出现了一定程度的下跌；2008年10月、11月PMI分别环比下降6.6、5.8pct，但当时已经处于连续降准、降息周期内，且“四万亿”计划也于11月出炉，PMI大跌后一定周期内股、债均出现了较为明显的上涨。

表1：PMI录得单月跌幅历史前十后股市、债市表现

时间	制造业PMI	制造业PMI 环比变化	万得全A环比变化 (%)			10Y国债收益率环比变化 (BP)		
			最近交易日	次周	次月	最近交易日	次周	次月
2005-05	52.90	-3.80	-0.10	-2.21	0.98	3.72	-9.47	-15.67
2006-05	54.80	-3.30	-0.83	2.75	2.91	0.00	0.00	14.50
2007-05	55.70	-2.90	-1.00	-9.75	-9.50	-1.00	7.42	38.00
2007-10	53.20	-2.90	2.25	-3.59	12.61	0.97	4.08	2.46
2008-05	53.30	-5.90	0.67	-2.95	-22.11	0.37	0.28	37.22
2008-07	48.40	-3.60	-2.95	-5.75	-22.11	0.50	0.60	-29.88
2008-10	44.60	-6.60	-1.94	-2.69	13.94	0.48	-2.79	-3.97
2008-11	38.80	-5.80	2.49	10.78	1.46	4.73	-8.44	-23.84
2010-02	52.00	-3.80	1.22	-0.64	2.56	-1.40	-2.16	10.65
2012-05	50.40	-2.90	-0.26	-3.02	-4.77	-3.23	-1.66	-5.62

资料来源：Wind，华西证券研究所

从当前来看，疫情在国内已经得到了初步的控制，预计对国内经济秩序的冲击将逐步开始边际好转。但受异地返程需隔离14天等政策影响，复工率的提升可能仍然较为缓慢。此外，疫情在海外的扩散是当前的另一大风险，除了影响海外需求、全球产业链外，对全球投资者风险偏好的冲击同样值得关注（如2月28日全球大类资产的普跌）。我们认为，当前影响债市方向的关键在于政策对冲的力度和节奏。本月PMI数据为疫情爆发后的首个重要经济数据，证实了疫情对经济基本面冲击较大的判断。因此我们预计政策端处于稳增长、稳就业、稳预期角度，仍将进一步出台相关逆周期调节政策，货币政策仍有宽松的空间，预计此前央行宣称的降准有望于近期落地。

我们仍然看好一季度利率债，政金债相较于国债的利差有望进一步收窄，建议把握中长久期政金债投资机会。

风险提示

疫情发展可能超预期。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年2月PMI数据一览

联系人：樊信江/颜子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1：制造业、非制造业PMI均创历史新低

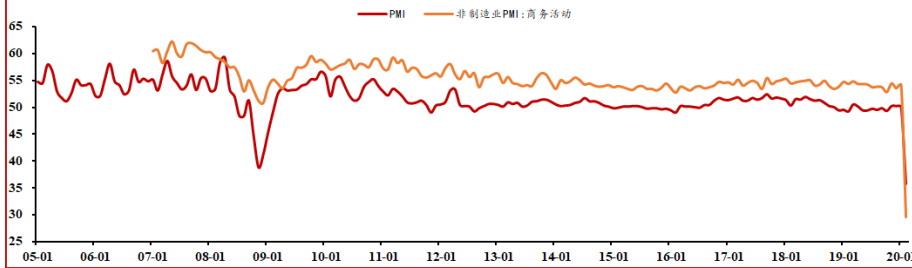


图2：制造业PMI——大幅下降14.3pct，录得35.7%

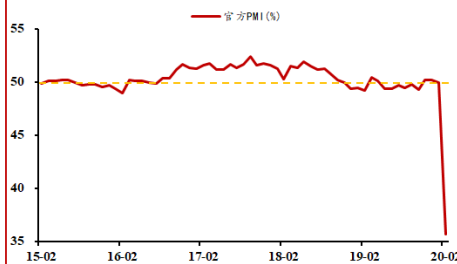


图3：非制造业PMI——大幅下降24.5pct，录得29.6%

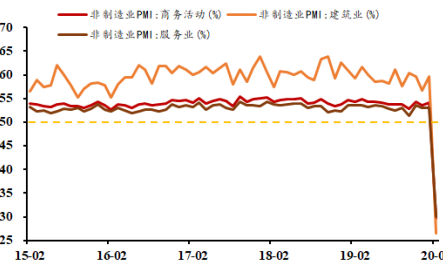


图4：制造业PMI——除价格、库存外，其他指数均大幅收缩

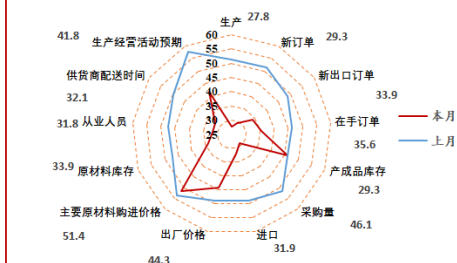


图5：非制造业PMI——除价格外，其他指数均大幅收缩

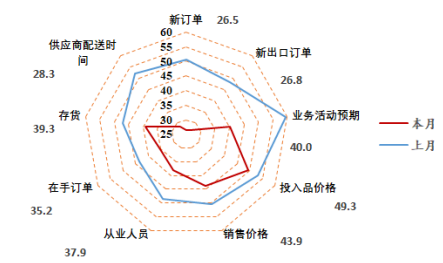


图6：制造业PMI——供给收缩大于需求，产需缺口回正

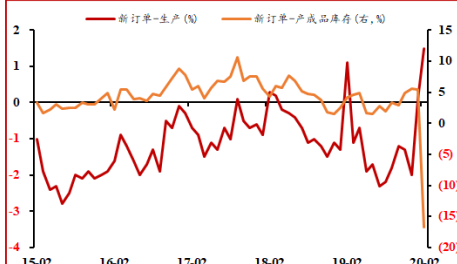


图7：制造业PMI——库存压力较大，上游价格回落明显

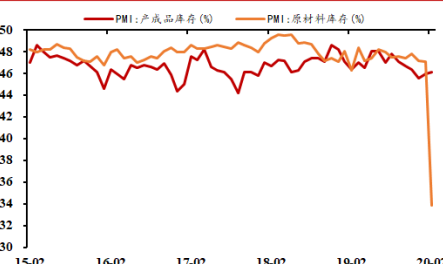


图8：制造业PMI——中小企业回落幅度略超大型企业

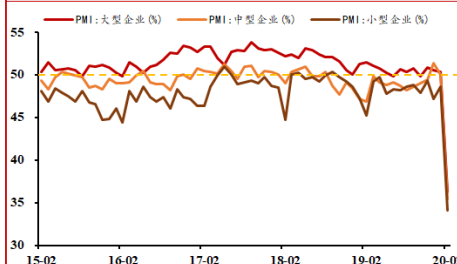


图9：制造业PMI——生产预期回落16.1pct落到荣枯线下方

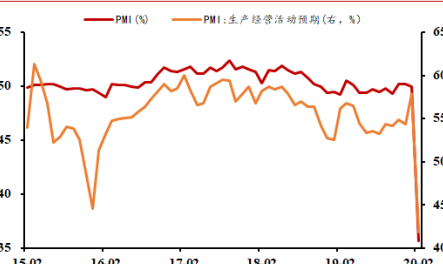


图10：制造业PMI——从业人员指数回落17.8pct

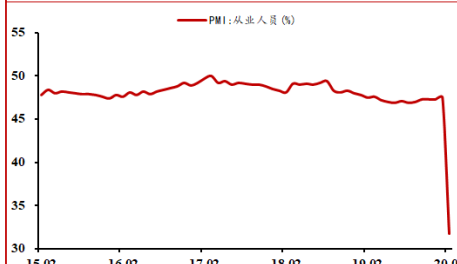
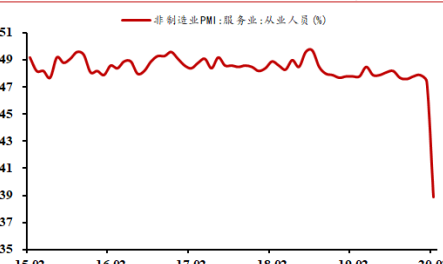


图11：非制造业PMI——从业人员指数回落10.7pct



资料来源：国家统计局，华西证券研究所
免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业机构投资者客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_6932



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>