

2020年03月01日

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-60338120樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 制造业 PMI 综合指数可能低估经济受到的冲击

## ——2月 PMI 数据点评

## 相关报告

《并购重组配套融资细则点评：配套融资衔接再融资新规，助力企业并购重组》——2020-02-29

《2月21日政治局会议点评：逆周期政策有加力迹象》——2020-02-23

《〈货币政策执行报告〉和 LPR 报价下调点评：货币政策兼顾逆周期调节和房住不炒》——2020-02-21

《再融资新政正式落地点评：大幅放宽融资约束，定增市场有望反弹》——2020-02-16

《地方债务限额提前下达及政治局常委会点评：财政政策短期或无大幅调整空间》——2020-02-13

## 事件：

2月29日，国家统计局公布1月制造业 PMI 综合指数为 35.7（前值 50.0）。疫情的冲击以及为应对疫情采取的断然措施导致经济活动大幅放缓应该是指数下滑的主要解释——而且由于一些技术方面的因素，这个指标可能低估了经济活动下滑的程度。当然，伴随着复工活动的展开，PMI 指数未来大概率会出现反弹——反弹程度肯定还需要观察国内外疫情发展的情况而定。从产成品存货以及原材料购进价格指数来观察，在2月份制造业需求大幅收缩的同时，供给收缩的力度也非常显著。

## 投资要点：

■ **制造业 PMI 综合指数可能低估了经济活动的放缓。**从新订单、生产、出口订单、进口、就业等反映制造业供需的相关指标来看，都出现了史无前例的大幅放缓，疫情的冲击当然是最直观的解释。

但是历史新低的 PMI 综合指数仍然有可能高估了经济活动的真实水平。 $PMI = \text{新订单} \times 30\% + \text{生产} \times 25\% + \text{从业人员} \times 20\% + (\text{100} - \text{供应商配送}) \times 15\% + \text{主要原材料库存} \times 10\%$ 。其中供应商配送——其越高表示供应交货时间越短——是个逆指标。这是因为在一般情况下，供应能力有限，如果供应不及时反而是经济繁荣的表现。然而，当前疫情冲击物流导致了供应时间的大幅抬升和该分项指标的大幅下降并推升了 PMI 指数，这与经济繁荣毫无关系。从其它4项指数来看，制造业 PMI 综合指数在30左右可能更加合理。

■ **需求收缩的同时，供给收缩也非常显著。**从子指数上看，虽然需求大幅回落，但是产成品存货上升的程度比较温和，此外购进价格指数在原油大幅下滑的情况下仅仅温和回落；这表明供应方面的收缩也是非常显著的。

■ **复工复产可能推动经济活动从底部回升。**伴随着国内疫情受到控制，复工复产活动的大概率会使得 PMI 从底部开始回升。但是回升的程度还是会受到国内外疫情发展趋势的影响——特别是海外疫情近期持续超出预期，对中国外需和供应链的冲击值得关注。

**风险提示：**经济低于预期，政策力度不及预期，疫情持续恶化

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，10年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006年获得北京大学学士学位，2008年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司

员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

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\\_6944](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6944)

