

经济弱平稳的平衡已被打破

——点评1月PMI数据

宏观数据点评

2020年2月3日

报告摘要：

1月制造业PMI显示短期经济弱平稳，但疫情爆发打破了本来的经济节奏，短期经济压力大增。

● PMI超季节性，疫情可能全面打乱经济走势。

1月制造业PMI录得50.0%，春节季节性回落，略好于历年春节平均水平，主要受中美贸易第一阶段协议落定和逆周期政策刺激预期等影响。疫情爆发和世卫组织确认新冠肺炎为国际关注突发公共卫生事件，使得经济压力陡增。

● 生产、消费、PPI、库存等重要指标短期内均面临较大压力。

1月制造业PMI各项指标符合春节效应特征，总体上看经济处于弱平稳。但是，调查数据早于疫情爆发，已经不具备参考性。借鉴SARS期间各项经济指标发展，经济活动下滑甚至部分停转将带来较大经济损失，就业形势更为严峻。

● 疫情对第三产业影响恐将大于第二产业。

1月非制造业PMI回升，既有春节效应，又有基建补短板推动。企业开工延迟已成定局，建筑业和商业活动下降恐难以避免。全球经济下行压力、经济结构变化和第三产业恢复时间晚于第二产业，表明疫情对经济的影响恐将大于SARS。

● 逆周期调节加码势在必行。

如果财政赤字不突破3%，此消彼长情况下，疫情防控的财政支出将抑制其余财政支出，财政政策托底经济的力度将会下降。特殊时期实施特殊手段，财政赤字率有必要打破3%，加大财政托底力度。货币政策的降息和降准应该提前，减轻和减缓企业偿债负担，给予实体经济更多支持。疫情的不确定性需要我们做最坏的准备和做最好的展望，疫情过后，中国经济转型升级步伐有望进一步加快。

● 风险提示：全球经济前景进一步恶化，疫情发展不确定性。

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

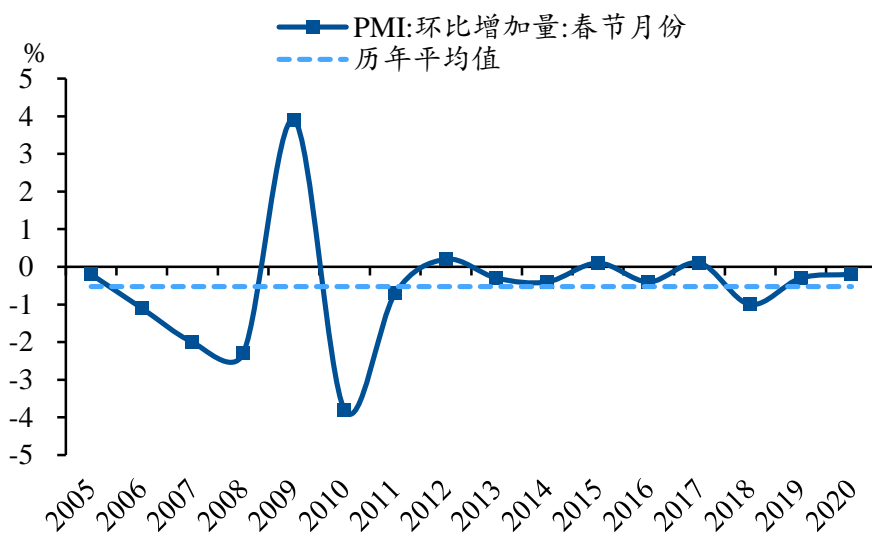
中国 1 月官方制造业 PMI 50.0%，前值 50.2%。

中国 1 月官方非制造业 PMI 54.1%，前值 53.5%。

一、经济弱平稳的平衡已被疫情打破

PMI 降幅低于春节效应，尚未体现疫情影响。 根据统计局介绍，调查时点在 1 月 20 日之前，调查期间新型冠状病毒感染的肺炎疫情尚未在调查中充分显现。因而，我们需结合历年春节效应和 2003 年 SARS 效应来分析 1 月 PMI 指数。1 月制造业 PMI 指数录得 50%，仍处于景气区间，较上月小幅回落 0.2 个百分点，降幅低于历年春节月份平均值（图 1）。1 月以来，中美第一阶段贸易协议最终签订、国内政策反复强调要降低中小企业融资成本以及一月初降准等因素均对经济前景改善有较大帮助。小型企业 PMI 较上月大幅回升 1.4 个百分点至 48.6%。但是，疫情爆发和不确定性将显著影响制造业企业的经济活动，形式包括生产推迟、工作日减少、零售消费下降以及预期转差等。当前，世卫组织发布新冠病毒肺炎为国际关注的突发公共卫生事件。尽管世卫组织不建议实施旅行和贸易限制，多家国际航空公司已取消或减少往返中国航班，后续发展仍需观察。如果疫情发展较为乐观，疫情警报解除后的经济活动将会出现大幅跳升，对全年经济的负面影响也会较小。

图 1：1 月 PMI 环比变化好于历年春节平均水平

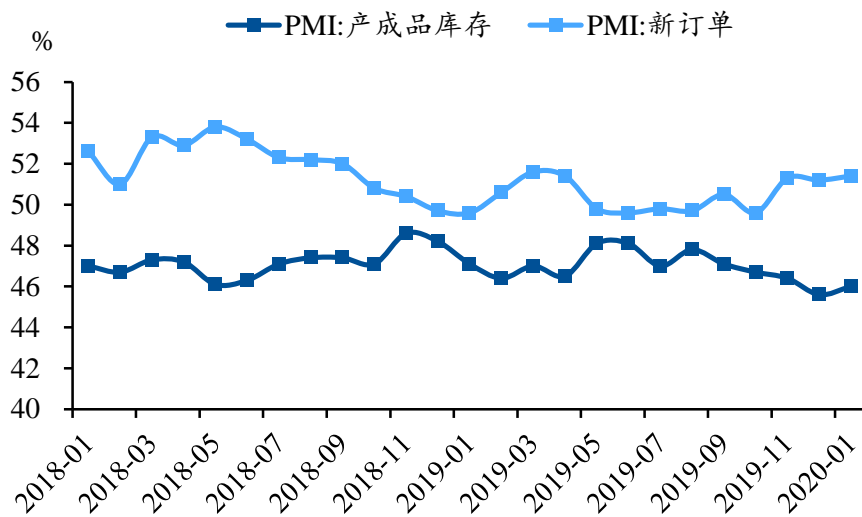


资料来源：Wind，民生证券研究院

生产下降，需求回升，内生动能改善，弱平衡难持续。 1 月 PMI 生产指数录得 51.3%，较上月下降 1.9 个百分点；PMI 新订单指数录得 51.4%，较上月回升 0.2 个百分点；两者形成春节“合理性”背离。1 月产成品指数较上月回升 0.4 个百分点至 46%，结束了连续四个月下滑趋势。以“新订单-产成品库存”的内生动能来看，虽然两者之间差值仍处于高位，但是产成品库存和新订单自 2019 年 3 月以来首次同时回升，说明内生动能已有改善迹象（图 2）。另外，采购量延续回升趋势，进一步说明企业生产预期较好。参考 SARS 期间生产活动，2002 年工业增加值同比增速处于上升趋势，2003 年二季度工业增加值同比平均增速较一季度下降约 2 个百分点。目前，我国工业生产只能算是下滑趋势中的短期企稳，疫情大概率导致 2 月生产出现“异常低值”。近期，国际油价和

铜价大幅下降，说明生产预期难言乐观。2003 年库存处于主动补库存阶段，二季度库存回升趋势明显放缓。同理，因为生产存在严重不足的可能，疫情可能加速产成品库存消耗，导致短期出现被动库存下降。

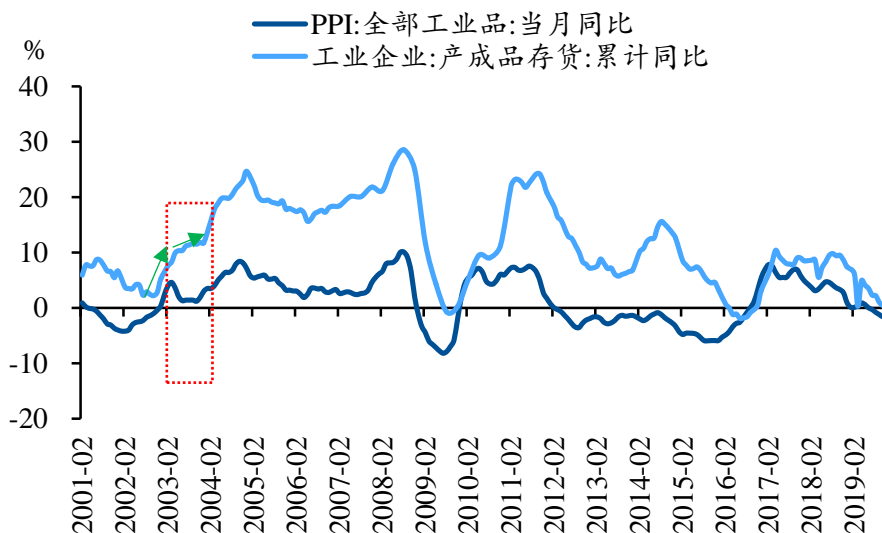
图 2：新订单与产成品库存双双回升，内生动能小幅改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

出厂价格回落，购进价格上升，企业盈利承压。1 月 PMI 出厂价格指数较上月小幅回落 0.2 个百分点至 49%，符合我们一直认为的经济弱复苏判断。1 月主要原材料购进价格大幅回升 2 个百分点至 53.8%，可能受本月初美伊冲突引发的油价大涨影响。两大价格之间的差值上升至 -4.8，绝对值创下 2018 年 10 月以来最高值，表明企业盈利改善有限。2003 年期间，PPI 同比从 3 月 4.6% 的高点大幅下滑至 6 月的 2%，低位运行至 10 月份疫情解除后才重回上升通道（图 3）。虽然 PPI 是全球变量，我国经济对全球的影响较 2003 年明显上升，国际油价大幅下降说明 PPI 再次回落应是大概率事件。虽然医药、医疗设备制造业等企业的盈利可能大幅上升，消费活动下降将对整体企业盈利产生显著负面影响。疫情重压下，企业经营活动下降迫使就业形势变得更为严峻。

图 3：生产和需求均下降，PPI 大概率仍将承压，库存“消耗式”下滑

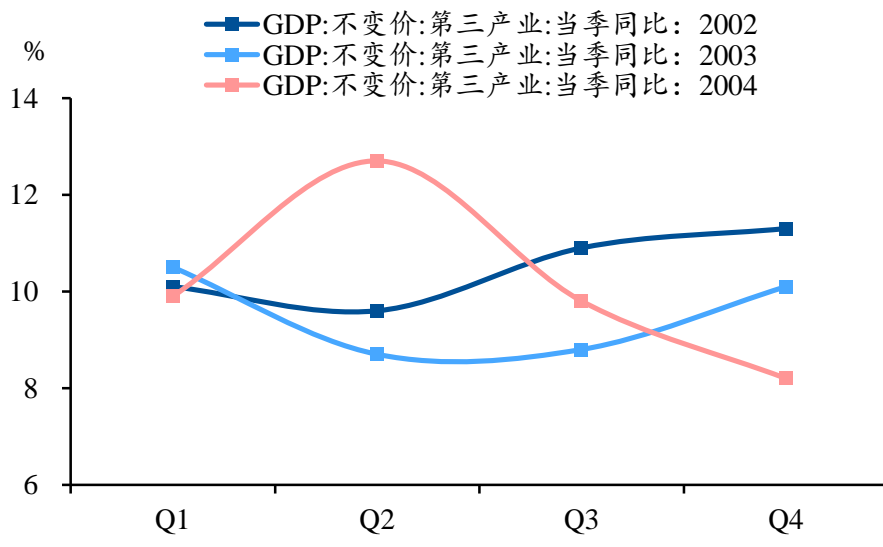


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、非制造业压力更大，逆周期调节加码势在必行

非制造业商务活动受疫情影响更大。1月服务业 PMI 和建筑业 PMI 较上月分别回升 0.1 和 3 个百分点，非制造业 PMI 录得 54.1%，表明非制造业总体保持扩张。其中，建筑业回升明显，主要是受基础设施建设补短板强弱项和 1 月专项债巨量发行等影响。目前，多省市已经确定延迟开工，建筑业下滑可能难以避免，基建投资和房地产投资也将受到影响。参考 2003 年服务业增速变化，疫情对餐饮、旅游、电影和交通服务等服务业影响更大，疫情防控集中的二、三季度服务业同比增速均显著低于 2004 年和 2005 年同期水平（图 4）。值得注意的是，第二产业增速在 2003 年三季度就出现反弹，第三产业增速则在四季度反弹，表明服务业经济活动恢复时间较晚。因为我国经济结构中第三产业占比已经超越第二产业，服务业承压对全年 GDP 影响更为突出。

图 4：服务业下滑更为显著，恢复时间较第二产业更慢



资料来源：Wind，民生证券研究院

逆周期调节加码势在必行。1月 PMI 企稳已不具备参考意义，乐观情况下经济活动可能会在二季度反弹。疫情会加重企业短期偿债压力，尤其是个别行业的营收将显著下滑。如果财政赤字不突破 3%，此消彼长情况下，疫情防控的财政支出将抑制其余财政支出，财政政策托底经济的力度将会下降。我们呼吁，特殊时期实施特殊手段，放松赤字的严苛要求，加强财政逆周期力度。物资紧缺可能导致 CPI 上行压力加剧，但是 PPI 下行使得企业经营环境变得更加恶劣。中央对物资调度安排应会减轻物资紧缺的局面，企业层面更值得关注。货币政策的降息和降准应该提前，减轻和减缓企业偿债负担，鼓励企业少裁员。疫情的不确定性需要我们做最坏的准备和做最好的展望，中国经济不会受疫情影响改变长期向好的趋势。

风险提示

全球经济前景进一步恶化，疫情发展不确定性。

插图目录

图 1: 1 月 PMI 环比变化好于历年春节平均水平.....	2
图 2: 新订单与产成品库存双双回升, 内生动能小幅改善.....	3
图 3: 生产和需求均下降, PPI 大概率仍将承压, 库存“消耗式”下滑.....	3
图 4: 服务业下滑更为显著, 恢复时间较第二产业更慢.....	4

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_7479

