

固收 1 月 PMI 数据点评：新冠将成短期主要影响因子

报告摘要：

事件：2020 年 1 月 31 日，统计局公布中国 2020 年 1 月份官方制造业 PMI 相关数据：中国制造业采购经理指数（PMI）为 50%，较上月小幅回落 0.2 个百分点，位于临界点，经济运行整体稳定。

总结及分析：

2020 年首月 PMI 收于 50%，较 2019 年末回落 0.2 个百分点，位于枯荣线内，基本符合市场预期，显示经济运行平稳。此次 PMI 较上月回落我们认为主要受生产指数下行影响，具体来说，受春节假期到来生产放缓、上月的高基数影响。1 月 PMI 数据由于统计时间靠前，并未体现疫情影响，后期疫情的发展进程将会极大影响 PMI 的走向。

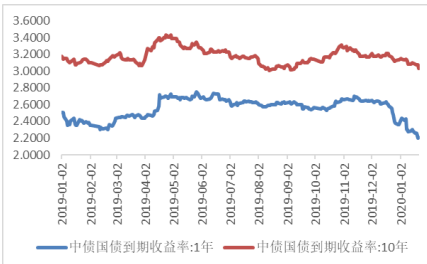
疫情对 PMI 数值的影响分析：

- 1) **生产端承压，或终止回暖。**新冠病毒的扩散势必导致大量企业的复工时间延后，直接影响到生产端的恢复，或将终止制造业生产目前的稳步扩张回升的态势，后续需关注疫情进展以及生产端的高频数据。
- 2) **需求端内外交困。**随着中国爆发的新冠病毒被定性为 PHEIC，后续的外需势必受到压制，而防疫的需求将会导致国内经济生活放缓，内需受到压制，所以需求端的前景不佳。
- 3) **库存端补库或将延后。**1 月的 PMI 数据显示工业企业仍然处于去库存阶段，之前根据我们的历史回顾年初将进入补库存阶段，但是在疫病的影响下，补库存进程或将延后。
- 4) **价格端 PPI 难以持续回升。**1 月 PPI 如期回升，但是在疫病的影响下，生产活动受到延迟压制等因素或将导致 PPI 回升态势中断。
- 5) **就业端前景严峻。**1 月就业指数的短暂上行并未影响该指数仍在枯荣线下的态势，后期疫情的扩散或将波及绝大部分的企业进而延展至就业端，就业端前景严峻。

从对债市影响看，从对债市影响看，我们认为此次 PMI 落在枯荣线上，显示了经济的企稳，但是并未体现本轮疫病的影响。在后续疫病的影响下，生产生活受到压制，内外需疲软成为必然，供需双端的承压将会打乱经济企稳回升的进程。如此经济前景下，政策端的宽松值得期待，在疫情冲击下，结合国内所处经济状况和降成本的要求，2 月内或有降息操作（降 MLF-LPR 利率），财政政策操作刺激消费和投资的动作可能不要过于期待，毕竟目前国内的杠杆和负债与 2003 年已经不可比，且 2003 也仅仅对受冲击较大的行业（旅游、交通和餐饮）给予了财政支持。根据历史经验，在疫病大规模爆发的情况下，避险资产将受到青睐，年初的利率债行情值得期待，预计有 10-20bp 的下行，这点我们在节前也提示了疫情进展对风险资产的冲击和给利率债的机会。

风险提示：疫情进展超预期，政府的隔离措施持续时间增加

历史收益率曲线



涨跌幅 (bp)	1M	12M
1Y 国债	-32	-23
10Y 国债	-16	-13

相关报告

《12 月 PMI 数据点评：生产扩张外需强力支撑，经济企稳进一步确认，债市整体偏空》

2020-1-2

《11 月 PMI 数据点评：PMI 重回扩张区间，季节性调整后，经济底部短期显现》

2019-12-1

《10 月 PMI 数据点评：PMI 回落是经济季节性调整的反应，短期债市调整步伐暂缓》

2019-11-1

《9 月 PMI 数据点评：超季节性回升，债市短期多看少动》

2019-10-1

《8 月 PMI 数据点评：PMI 如期回落，抢出口不改内外需趋弱形势》

2019-9-1

证券分析师：刘辰涵

执业证书编号：S0550517100001

010-58034582 liuchenhan@nesc.cn

事件:

2020年1月31日,统计局公布中国2020年1月份官方制造业PMI相关数据:中国制造业采购经理指数(PMI)为50%,较上月小幅回落0.2个百分点,位于临界点,显示经济运行整体稳定。

点评:

2020年1月制造业PMI收于50%,与上月相比回落0.2个百分点,位于临界点,基本符合市场预期。此次PMI较上月回落我们认为主要受生产指数下行影响,具体来说,受春节假期到来生产放缓的影响。具体分析为:

第一,从主要因素看,是生产端扩张步伐的放缓造就了PMI的小幅回落。受春节假期的影响,生产扩张步伐减缓,但是维持生产指数维持枯荣线上,需求端小幅增强。本月五大核心项涨跌互现,其中生产指标的超季节性下行是促使PMI下行的主要原因。五大指标中,生产较上月下行1.9个百分点,将PMI指数下拉0.475个百分点,新订单指数较上月上行0.2个百分点,拉动PMI指数0.06个百分点。从业人员分项上行至47.5%,拉动PMI 0.04个百分点,逆指标供货商配送时间下行1.2个百分点,拉动PMI 0.18个百分点,五个核心因素共同作用,使得PMI录得50%,较上月回落0.2个百分点。

第二,从分项来看,进出口双向回落,或受12月圣诞节及购物季导致的高基数影响。本月新出口订单下行1.6个百分点录得48.7%,较历史均值(48.61%)高0.09个百分点,超季节性变动为-0.89个百分点。进口指数下行0.9个百分点录得49%,较历史均值(48.72%)高0.28个百分点,符合季节性变动。新出口订单的下行,主要是因为12月受圣诞节的影响外需增幅较大造就了高基数,导致1月新出口订单下行,符合预期。**展望后期,一方面受疫情影响,新冠病毒在中国的爆发被世界卫生组织定性为PHEIC(国际关注的突发公共卫生事件),虽然此定性并不等同于将中国列为“疫区国”,但是势必对出口贸易有一定影响,加之疫情导致的开工延迟影响生产供应端,预计2月出口将有所回落。另一方面,新冠病毒的蔓延势必抑制内需,降低经济活性,进而影响进口;**

第三,供应商配送时间指数下行,较历年均值高0.03个百分点,说明供应商对配送订单响应及配送效率下降,可能是因为新订单增加配送需求有所提升。

第四,生产指数下行1.9个百分点,录得51.3%,低于历史均值(52.51%)1.21个百分点,超季节性变动为-1.63个百分点,主要原因是临近春节,受假期影响生产放缓,从而生产指数下行。

第五,库存指标显示原材料库存下落产成品库存回升,显示工业企业仍处于去库存阶段。本月产成品库存上行0.4个百分点,录得46%,较均值(46.75%)低0.75个百分点,本月原材料库存下行0.1个百分点,录得47.1%,较均值(48.57%)低1.47个百分点。

从具体的分项看,13个分项中7个分项较上月上行,生产指标下行但是维持枯荣线内,需求端稳步增长,价格指标涨跌互现,主要原材料购进价格上涨2个百分点,出厂价格下跌0.2个百分点;库存方面去库存进程持续,产成品库存上涨0.4个百分点、原材料库存下跌0.1个百分点。

生产端指数下行1.9个百分点,录得51.3%,下行幅度超季节性变动1.63个百分点,较历年均值(52.51%)低1.21个百分点。(主要是春节在1月)生产端虽然下行但是维持在枯荣线上,显示扩张步伐放缓但是稳步增长,超季节性下行主要是

由于今年春节较早，受假期因素影响，生产有所放缓。

需求指数端，总体呈现稳步扩张趋势，但是外需下行明显。1月PMI新订单指数小幅上行0.2个百分点，收于51.4%，持续处于荣枯线上端。该数据较历史均值（51.39%）高0.01个百分点，超季节性变动上行0.04个百分点。新出口订单指数下行1.6个百分点，收于48.7%。在手订单较12月上行1.3个百分点，收于46.3%，持续位于荣枯线下端。由于12月受圣诞节等因素导致高基数的影响，加之春节因素延缓生产以及出口，共同导致出口订单的下跌。内需方面的微幅上行主要是受春节购物因素的影响，整体态势为稳定弱恢复状态。**受疫情影响，预计2月内外需两端均将有所下行。**

库存指数端，产成品库存上行，原材料库存继续下行，依然处于去库存阶段。1月PMI库存端指标较12月涨跌互现，产成品库存较上月上行0.4个百分点，为5个月以来首次上升；原材料库存较12月下行0.1个百分点，相比均值变动为-1.47个百分点，表明工业企业目前还处于去库存阶段，预期受疫情影响，补库存阶段的到来将会延迟。

价格指数端，两大指标涨跌互现。1月主要原材料购进价格延续上行趋势，较12月上行2个百分点，收于53.8%，持续位于枯荣线以上，高于历史均值（53.7%）0.1个百分点。出厂价格下行0.2个百分点，收于49%，高于历史均值（48.8%）0.2个百分点。预期1月PPI将如期回升，但是后续PPI或将受疫情拖累，难现清晰的回升态势。

就业指数上行。1月PMI从业人员指标收于47.5%，一改持续三个月的47.3%，上行0.2个百分点，较历史均值低0.56个百分点，仍处于收缩区间，就业指数低位仍然意味着就业形势的严峻。展望后期，疫情的扩散或将波及绝大部分的企业进而延展至就业端，宏观政策层面的稳就业应当发力。

总结及分析：

2020年首月PMI收于50%，较2019年末回落0.2个百分点，位于枯荣线内，基本符合市场预期，显示经济运行平稳。此次PMI较上月回落我们认为主要受生产指数下行影响，具体来说，受春节假期到来生产放缓、上月的高基数影响。需求端呈现稳步增长态势，但是外需回落明显，内需指数上行主要是受益于春节假期。价格端涨跌互现，预期1月PPI将会如期回升。库存端显示去库存进程持续，就业端数据回升但是维持枯荣线下，就业前景依然严峻。1月PMI数据由于统计时间靠前，并未体现疫情影响，后期疫情的发展进程将会极大影响PMI的走向。

疫情对PMI数值的影响分析：1) 生产端承压，或终止回暖。新冠病毒的扩散势必导致大量企业的复工时间延后，直接影响到生产端的恢复，或将终止制造业生产目前的稳步扩张回升的态势，后续需关注疫情进展以及生产端的高频数据。2) 需求端短期内外交困。随着中国爆发的新冠病毒被定性为PHEIC，后续的外需势必受到压制，而防疫的需求将会导致国内经济生活放缓，内需受到压制，所以需求端的前景不佳。3) 库存端补库或将延后。1月的PMI数据显示工业企业仍然处于去库存阶段，之前根据我们的历史回顾年初将进入补库存阶段，但是在疫病的影响下，补库存进程或将延后。4) 价格端PPI难以持续回升。1月PPI如期回升，但是在疫病的影响下，生产活动受到延迟压制等因素或将导致PPI回升态势中断。5) 就业端前景严峻。1月就业指数的短暂上行并未影响该指数仍在枯荣线下的态势，后期疫情的扩散或将波及绝大部分的企业进而延展至就业端，就业端前景严峻。

从对债市影响看，我们认为此次PMI落在枯荣线上，显示了经济的企稳，但是并未体现本轮疫病的影响。在后续疫病的影响下，生产生活受到压制，内外需疲软

成为必然，供需双端的承压将会打乱经济企稳回升的进程。如此经济前景下，政策端的宽松值得期待，在疫情冲击下，结合国内所处经济状况和降成本的要求，2月内或有降息操作（降MLF-LPR利率），财政政策操作刺激消费和投资的动作可能不要过于期待，毕竟目前国内的杠杆和负债与2003年已经不可比，且2003也仅仅对受冲击较大的行业（旅游、交通和餐饮）给予了财政支持。根据历史经验，在疫病大规模爆发的情况下，避险资产将受到青睐，年初的利率债行情值得期待，预计有10-20bp的下行，这点我们在节前也提示了疫情进展对风险资产的冲击和给利率债的机会。

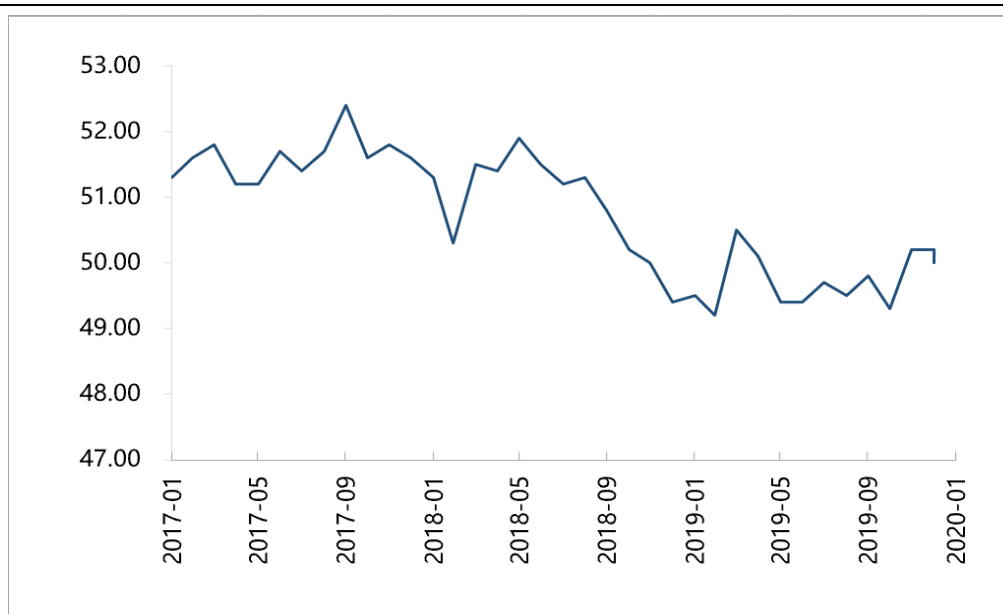
风险提示：疫情进展超预期，政府的隔离措施持续时间增加

表 1：PMI 分项和历史均值比较

指标名称	1月环比变动	2011-19 年均值1 月环比	历年1 月均 值	历年 12月 均值	历年 11月 均值	2020- 01	2019- 12	2019- 11	2019- 10	2019- 09	2019-0 8
PMI	-0.20	0.08	50.56	50.48	50.51	50.00	50.20	50.20	49.30	49.80	49.50
PMI: 生产	-1.90	-0.27	52.51	52.78	52.78	51.30	53.20	52.60	50.80	52.30	51.90
PMI: 新订单	0.20	0.16	51.39	51.23	51.17	51.40	51.20	51.30	49.60	50.50	49.70
PMI: 新出口订单	-1.60	-0.71	48.61	49.32	48.68	48.70	50.30	48.80	47.00	48.20	47.20
PMI: 在手订单	1.30	-0.30	44.88	45.18	45.02	46.30	45.00	44.90	44.90	44.70	44.80
PMI: 产成品库存	0.40	-0.37	46.75	47.12	47.86	46.00	45.60	46.40	46.70	47.10	47.80
PMI: 采购量	0.30	0.26	51.69	51.43	51.31	51.60	51.30	51.00	49.80	50.40	49.30
PMI: 进口	-0.90	-0.15	48.72	48.87	48.76	49.00	49.90	49.80	46.90	47.10	46.70
PMI: 出厂价格	-0.20	-2.63	48.80	51.43	51.45	49.00	49.20	47.30	48.00	49.90	46.70
PMI: 主要原材料购进价格	2.00	1.81	53.70	51.89	51.13	53.80	51.80	49.00	50.40	52.20	48.60
PMI: 原材料库存	-0.10	0.95	48.57	47.62	47.69	47.10	47.20	47.80	47.40	47.60	47.50
PMI: 从业人员	0.20	-0.23	48.06	48.29	48.52	47.50	47.30	47.3	47.30	47.00	46.90
PMI: 供货商配送时间	-1.20	-0.22	49.87	50.09	50.20	49.90	51.10	50.5	50.10	50.50	50.30
PMI: 生产经营活动预期	3.50	1.56	53.95	52.39	54.49	57.90	54.40	54.9	54.20	54.40	53.30

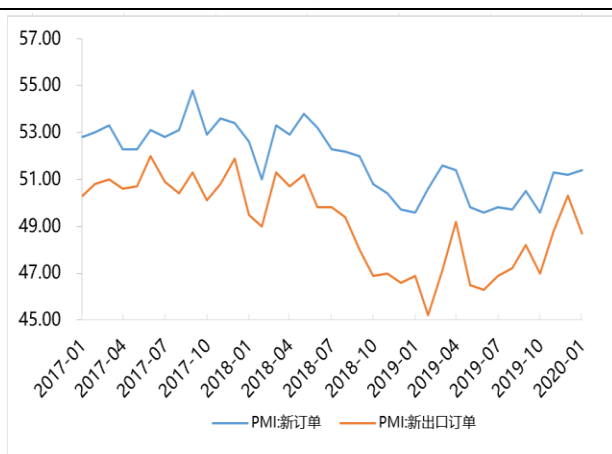
数据来源：东北证券，Wind

图 2: PMI (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: PMI 需求类指数 (单位: %)



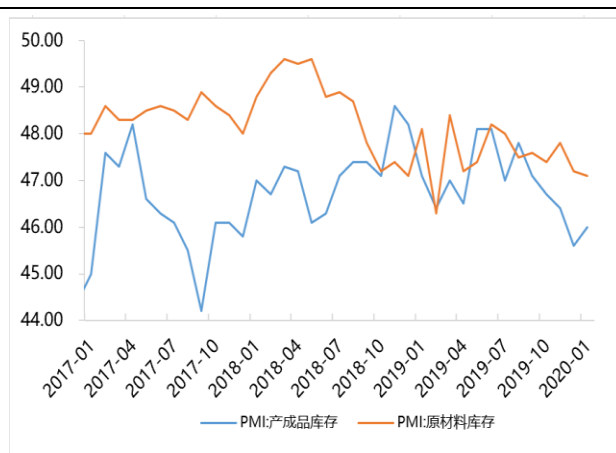
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: PMI 采购类指数 (单位: %)



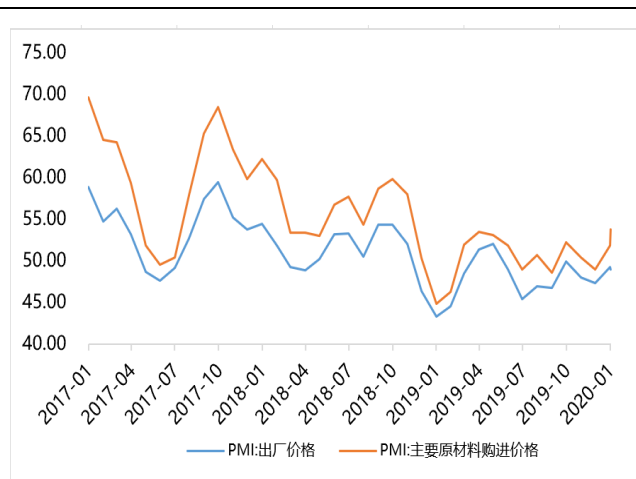
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: PMI 库存类指数 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

图 5: PMI 价格类指数 (单位: %)



数据来源: 东北证券, Wind

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_7492

