

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50586798

研究支持: 白江涛

baijt@ccnew.com 021-50586982

PMI 降至荣枯线, 疫情影响初现

——宏观点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年01月31日

相关研究

- 1 《宏观报告: 中美第一阶段协议达成, 外贸表现超预期-宏观解读》 2020-01-17
- 2 《宏观报告: CPI 暂停继续冲高, 货币空间打开-宏观点评》 2020-01-14
- 3 《宏观报告: 央行降准旨在支持实体经济-央行降准点评》 2020-01-01
- 4 《宏观报告: 今年成果“来之不易”, 明年“决胜”充满信心-中央经济工作会议解读》 2019-12-13
- 5 《宏观报告: 12月政治局会议提前部署明年经济任务-宏观专题》 2019-12-07

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

数据:

根据国家统计局1月31日发布的景气度指标, 1月中采制造业 PMI 报 50%, 前值 50.2%; 非制造业 PMI 报 54.1%, 前值 53.5%; 综合 PMI 产出指数报 53%, 前值 53.4%。

事件:

疫情蔓延, 新增确诊病例加快, 截止1月30日24时, 累计报告确诊病例 9692 例, 当日新增确诊病例 1982 例, 新增重症病例 157 例, 新增死亡病例 43 例, 均比前日增量放大, 世界卫生组织 (WHO) 宣布新型冠状病毒疫情为“国际突发卫生事件”。

观点:

- 基本面: 1月景气度数据整体趋势转弱, 12月社消同比增速 8%, 为 2019 年下半年高位, 12月金融数据超预期, 但步入1月, 生产进入开工淡季, 原本春节需求的动能却受到新型冠状病毒的抑制, 对供需两端产生不利影响, 1月31日发布的中采景气度指标回落 0.2 个百分点, 站在荣枯分界线上。
- 世界卫生组织 (WHO) 在讨论一周后最终决定宣布起源于武汉的新型冠状病毒疫情为“国际突发卫生事件”, 短期对外贸产生影响有限, 但未来对出口的影响尚需观察。
- 库存与价格: 价格佐证需求变化, 库存反映生产意愿。需求弱对价格没有持续支撑, 1月受节日影响 CPI 或至年内峰值而后转下概率增大, PPI 转正已在预期, 但疫情影响, 复产延迟, PPI 修复或不及预期
- 政策面: 两条主线为稳民生和稳疫情。货币政策或侧重信用传导渠道, 短期降息必要性不强, 财政发力向公共医疗卫生倾斜, 基建发挥对冲恰逢其时。
- 整体来看, 疫情爆发、蔓延、控制、反复、再控制, 尚需要时间。一季度宏观经济下滑风险较大, 人民币汇率震荡下行, 未来或多次破 7, 也需警惕外资的流动, 工业企业利润修复或放缓, 短期避险情绪上升, 中长期看好 A 股市场, 此次回调或恰是逐步布局的时机, 短期关注公共医疗基建、抗病毒药物研发领域的投资机会, 继续看好特斯拉概念、5G 应用产业链; 中期建议关注科技龙头和金融龙头; 长期建议关注消费蓝筹和区域经济建设。

风险提示: 经济增速下行过快; 监管趋严超预期; 中美关系多变

内容目录

1. 中采 PMI 回落，料将再度陷入收缩域	3
2. 需求不支撑价格，主动去库延续	4
3. 总结与建议	5

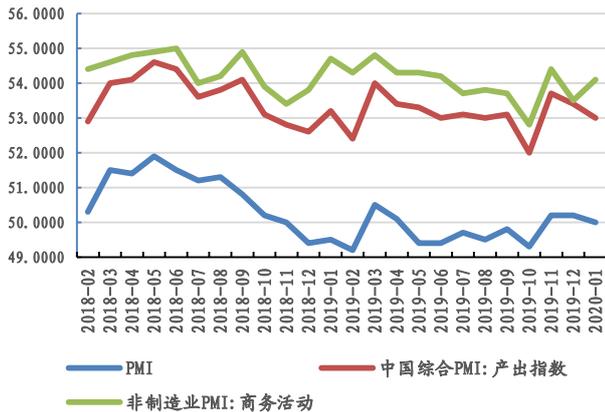
图表目录

图 1: 制造业 PMI 下探至分界线，非制造业暂时修复	3
图 2: 1 月生产明显回落，春节需求支撑	3
图 3: 1 月外贸指数回落	3
图 4: 1 月国际主要国家 PMI 弱势企稳	3
图 5: 1 月原材料价格指数上涨，下游价格指数回落	4
图 6: 1 月下游产成品库存滞销，倒逼上游库存去库	4
图 7: 核心 CPI 下行趋势明显，PPI 修复但放缓	5
图 8: 从业人员指数年后修复但受疫情影响推迟	5

1. 中采 PMI 回落，料将再度陷入收缩域

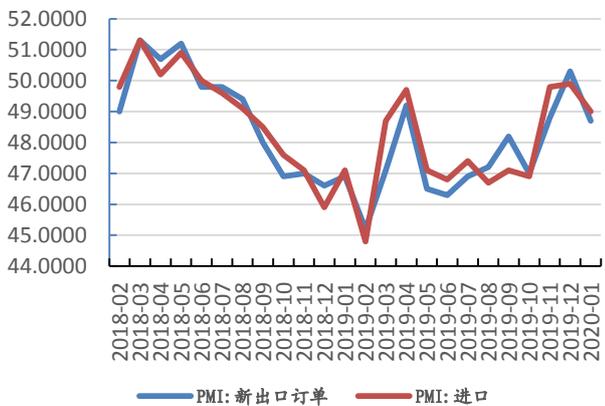
内需方面：1 月中采制造业 PMI 回调，主因在生产放缓，春节来临劳动力市场步入淡季，叠加冬季取暖，北方环保压力增大，生产限产，生产季节性走弱，另一方面，假日经济遭遇疫情，需求扩张不及预期，居民自我隔离防堵病毒，致使聚众消费受到打压，直接冲击餐饮、白酒、影视、旅游等诸多行业，1 月 PMI 落 0.2 个百分点，从结构上看：供给回落已在预料之中，生产指数 51.3%（前值 53.2%）；节前需求反映新订单指数的弱支撑为 51.4%（前值 51.2%）。供需暂时维持在荣枯线上，但疫情对经济的影响才初步显现，需求走弱的趋势或延续至二季度，延长春节假期只为隔离，并不能对需求起较强的带动作用，但生活必需品、食品类和药品口罩等医疗材料为代表的居家储备型消费或将提升。综合 PMI 也将持续走弱步入收缩域概率增大，1-2 月产成品库存将分化，需求不旺难以激发供给，复产延期也不具备传统一季度扩产的季节性提振，上半年经济受损基本已成定局，一季度维持 6% 的 GDP 增速已是不易，压抑的需求在二季度是否蓄势改善出现拐点，还需看疫情控制情况，值此国难，料上半年企业主动去库意愿依然较强。

图 1：制造业 PMI 下探至分界线，非制造业暂时修复



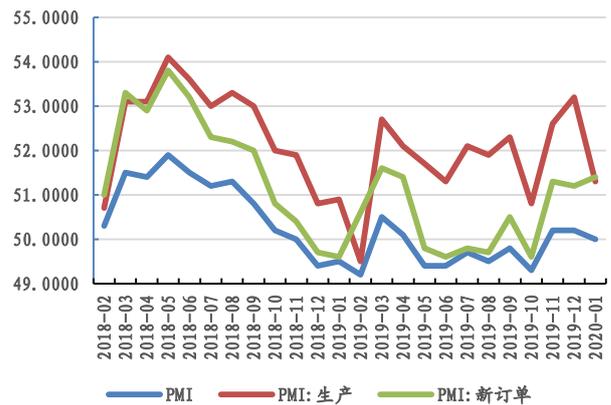
资料来源：中原证券，wind

图 3：1 月外贸指数回落



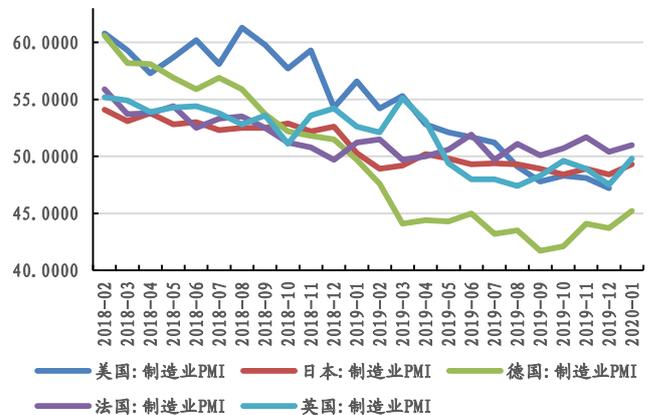
资料来源：中原证券，wind

图 2：1 月生产明显回落，春节需求支撑



资料来源：中原证券，wind

图 4：1 月国际主要国家 PMI 弱势企稳



资料来源：中原证券，wind

外需方面：中美贸易关系缓和，外需回落具有一定季节性因素，圣诞节在 12 月增加了海外订单对 1 月具有替代作用，此外，从 FDI 方面看，春节期间本就是开工淡季，出口加工业的订单也自然减少，从投机套利方面看，疫情对人民币汇率产生阶段性冲击，人民币汇率近日再度破 7，外资流入套汇的意愿减弱。

此外，昨日世界卫生组织（WHO）在讨论一周后最终决定宣布起源于武汉的新型冠状病毒疫情为“国际突发卫生事件”，即使世卫组织极力维护称“这一宣布不代表 WHO 对中国抗击疫情没有信心。相反，世卫组织对中国的努力非常有信心！”但毫无疑问，疫情对中国出口的负面影响或多或少都开始初步显现，世界各国转机接回本国公民也已经反映了对疫情的担心。

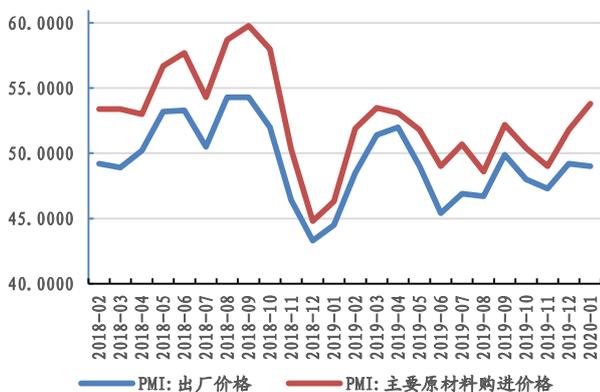
这或许能够解释在 12 月外贸数据超预期的情况下，1 月外贸景气度明显回落的原因，并没有因为主要工业国 PMI 开始修复转扩张而明显提振中国外贸预期，边际改善的外需，在形成有效需求时并未完全转化，美联储对于降息操作也充分考虑其必要性，按兵不动也释放趋势降息目前尚不具备开启的条件的信号，主要经济体在经济平稳修复的过程中审慎使用货币刺激，也降低了市场对于降息力度的预期。

进口方面，除了特需的物资，内需不强难有外溢效应；出口方面，生产延期，疫情对中国外贸的影响或正逐步显现。

2. 需求不支撑价格，主动去库延续

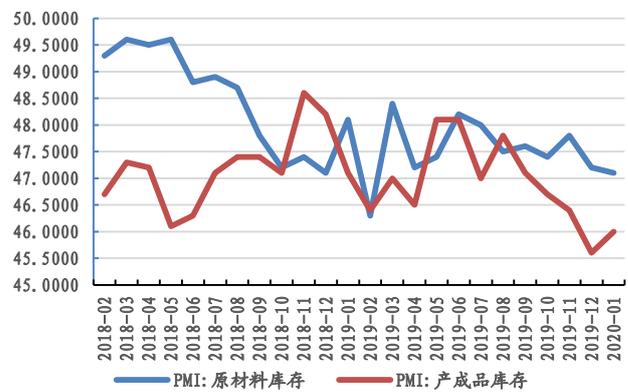
价格佐证需求变化，库存反映生产意愿。1 月 PMI 原材料库存指数加快回落至 47.1%（前值 47.2%），上游库存收缩的同时原材料价格指数却进一步上升，量价分化的原因有三：一是，价格因素使然。海外大宗商品价格 1 月整体坚挺，但并不是国内需求扩张导致，表现为价涨量缩；二是 11-12 月的补库结束，原材料库存在得不到节后复产信号前，厂商没有补库意愿，一季度上游原料库存下行料将延续；三是上游采购短期受价格影响，价涨则有提前补库平摊成本需要，但持续不久，中长期最终要看下游产成品库存能否顺利消化，而终端消费不旺，导致产成品滞销，下游库存上升，不仅对产成品价格没有支撑，也不会对上游需求产生促进作用。

图 5：1 月原材料价格指数上涨，下游价格指数回落



资料来源：中原证券，wind

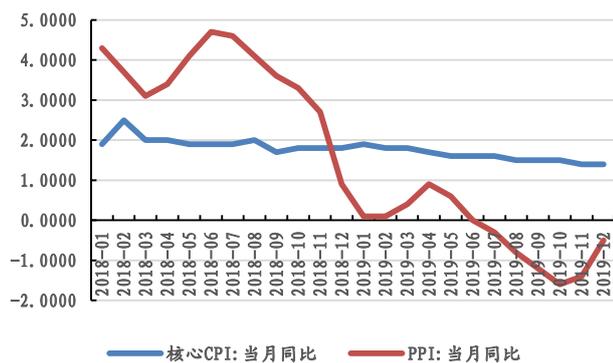
图 6：1 月下游产成品库存滞销，倒逼上游库存去库



资料来源：中原证券，wind

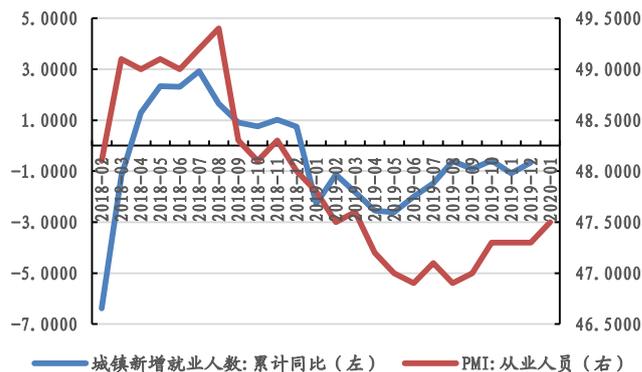
工业企业利润受 PPI 的抑制，累计增速转正遇阻叠加下游需求不振和生产放缓降低库存消化能力，工业品价格短期仍存压力，工业生产端对用工需求没有如预期那样节后修复，反而因疫情蔓延进一步制约从业指数，这一恶性循环，高层面临短期复产“保经济”和进一步延迟开工“稳疫情”的两难抉择，12 月金融数据以超预期，货币流动性整体较为合理充裕，货币政策为避免空转或愈发谨慎，而此时应对灾情更是需要财政定向发力，集结社会资源扩建医院，采购医疗设备，全力投入研发资金在分离菌株基础上，完成细菌抗体测试，早日生产出疫苗和特效药物，财政政策或是目前最有效的手段之一，医疗卫生基建得到政策倾斜。

图 7: 核心 CPI 下行趋势明显, PPI 修复但放缓



资料来源: 中原证券, wind

图 8: 从业人员指数年后修复但受疫情影响推迟



资料来源: 中原证券, wind

3. 总结与建议

当前宏观政策环境较为宽松。短期货币发力或在信用环境，不在降准、降息方面。货币政策关注民生和物价，1 月 CPI 在食品项下仍有支撑，全面隔离期间对生活必须物资需求有提振作用，CPI 挑战 5.0% 的可能性存在，核心 CPI 或维持 1.5% 附近，因此整体通胀可控。PPI 受翘尾因素贡献，又通过 PMI 中的原材料价格和产成品价格分项来判断，从 12 月的 -0.5% 转正概率较大，但或不及市场预期，预计在 0.1% 水平。

一季度的政策重点在稳民生和稳疫情两个方面，经济数据短期下滑必须容忍，经济的持续

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_7532

