

# 生产放缓明显，被动去库存已近底部

## ——对 2020 年 1 月 PMI 数据点评及债市策略

固定收益简报

### ◆ 事件

2020年1月31日，统计局公布1月PMI指数。1月份中国制造业PMI为50.0%，比上月回落0.2个百分点，刚好位于荣枯线；非制造业商务活动指数为54.1%，比上月上升0.6个百分点。

### ◆ 点评

#### 1、1月制造业PMI环比稍有回落，生产明显放缓，企业被动去库存已接近底部

1月份制造业PMI为50%，比上月回落0.2个百分点，处在50%荣枯线临界点。**生产明显放缓。**1月制造业PMI生产指数为51.3%，较上月（53.2%）下降1.9个百分点。从历年统计数据来看，1月份制造业PMI生产指数一般会比上年12月份稍低，2016-2019年四年中差值最大的为2016和2018年，当年1月PMI生产指数环比比上年12月分别下降了0.8和0.9个百分点。今年下降1.9个百分点，显示制造业生产受到明显冲击。**产成品库存指数5个月以来首次上升，制造业企业被动去库存可能已经接近底部。**产成品库存指数为46%，较上月（45.6%）上升0.4个百分点，5个月以来首次上升，显示制造业企业被动去库存可能已经接近底部。

#### 2、1月非制造业PMI有所回升，建筑业扩张明显

1月份非制造业商务活动指数为54.1%，比上月上升0.6个百分点，表明非制造业总体保持扩张。建筑业商务活动指数为59.7%，比上月上升3.0个百分点，上升明显，且保持在较高景气区间。

### ◆ 债市观点

对比2003年SARS疫情，我们认为，疫情在第一季度对2020年全年经济影响最大，二季度尤其是下半年后经济基本可恢复正常。疫情不会改变我国经济长期的发展趋势。春节前国债收益率期限利差明显抬升，但更主要表现在短端利率的快速下行。Shibor 3M和长端利率下降幅度整体不大。对于2020年债市，我们维持之前的观点，即认为10Y国债仍将在2.95%-3.35%区间震荡，估值中枢为3.15%，即难以明显下行又难以明显上行。

### ◆ 风险提示

由于此次PMI调查时点在1月20日之前，新型肺炎疫情尚未在调查中充分显现，后期需进一步观察。

### 分析师

张旭（执业证书编号：S0930516010001）  
010-58452066  
zhang\_xu@ebscn.com

### 联系人

李枢川  
010-58452065  
lishuchuan@ebscn.com

### 相关报告

基本面短期企稳确认，但存“类滞胀”隐忧——对2019年12月经济数据点评兼债市观点  
..... 2020-1-17

去库存接近底部，期限利差后续如何走？  
从基本面看利率债系列之一  
..... 2020-1-7

生产持续加快，补库存未得验证——对2019年12月PMI数据点评及债市策略  
..... 2019-12-31

财政2020年如何提质增效？——从政策看利率债系列之二  
..... 2019-12-22

提效灵活长效实施政策调控，打赢三大攻坚战——对2019年中央经济工作会议点评  
..... 2019-12-13  
积极的财政政策如何看？——从政策看利率债系列之一  
..... 2019-12-7

## 事件

2020年1月31日，统计局公布1月PMI指数。1月份中国制造业PMI为50.0%，比上月回落0.2个百分点，刚好位于荣枯线；非制造业商务活动指数为54.1%，比上月上升0.6个百分点。

## 点评

### 1、1月份制造业PMI环比稍有回落，生产明显放缓，企业被动去库存已接近底部

1月份制造业PMI为50%，比上月回落0.2个百分点，处在50%荣枯线临界点，经济扩张态势有所放缓。

**生产明显放缓。**1月制造业PMI生产指数为51.3%，较上月（53.2%）下降1.9个百分点。从历年统计数据来看，1月份制造业PMI生产指数一般会比上年12月份稍低，2016-2019年四年中差值最大的为2016和2018年，当年1月PMI生产指数环比比上年12月分别下降了0.8和0.9个百分点。今年下降1.9个百分点，显示制造业生产受到明显冲击。另外，工业生产数据方面也能得到印证。高频数据显示，截至1月23日6大发电集团1月日均耗煤量67.71万吨，而2019年12月均值则为74.24万吨，环比下降9.6%。2020年1月全国高炉开工率均值（截至1月23日）66.71%，比2019年12月（69.95%）下降近3个百分点。另外，本月综合PMI产出指数为53.0%，比上月回落0.4个百分点，也表明我国企业生产经营活动总体有所放缓。

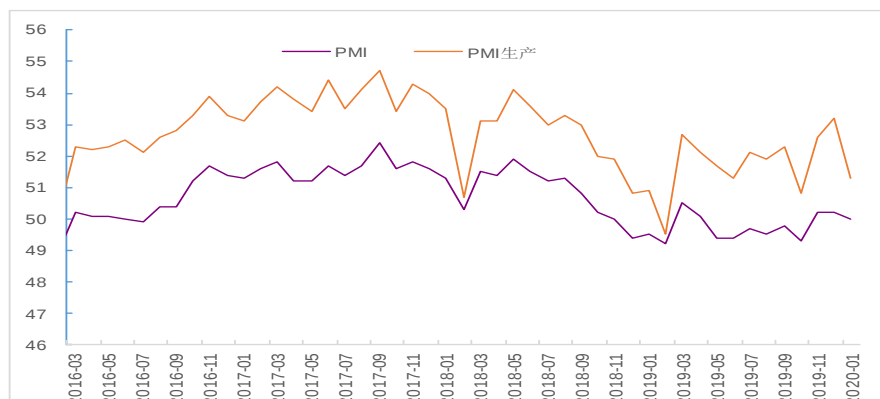
**新订单稍有提升，外需放缓明显。**1月制造业PMI新订单指数为51.4%，比上月提升0.2个百分点。新出口订单指数录得48.7%，较上月（50.3%）下降1.6个百分点，再次低于荣枯线，外需有所放缓。

**产成品库存指数5个月以来首次上升，制造业企业被动去库存可能已经接近底部。**1月原材料库存指数为47.1%，较上月（47.2%）变动不大；产成品库存指数为46%，较上月（45.6%）上升0.4个百分点，5个月以来首次上升，显示制造业企业被动去库存可能已经接近底部。

**大、中型企业PMI虽有下降但均位于荣枯线之上，小型企业PMI继续位于荣枯线之下，但有所改善。**从企业规模看，大、中型企业PMI为50.4%和50.1%，分别比上月回落0.2和1.3个百分点，但仍均位于荣枯线之上，保持扩张；小型企业PMI为48.6%，比上月上升1.4个百分点，经营活动有所改善。

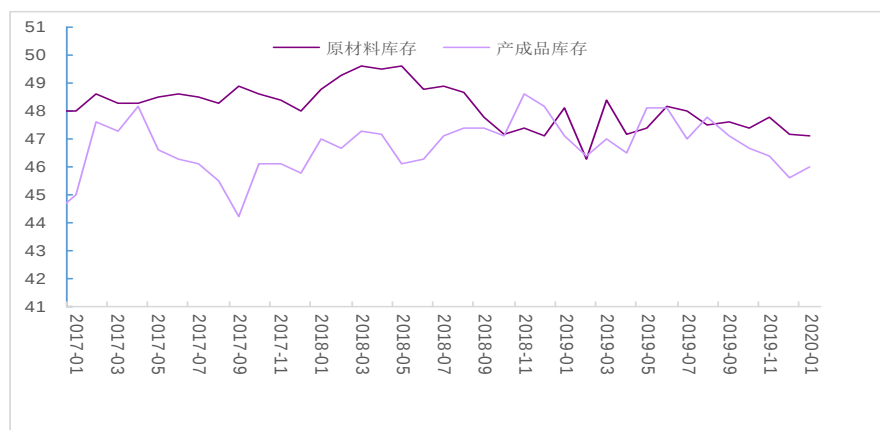
另外，本月购进价格指数为53.8%，较上月提升2个百分点；出厂价格指数为49%，较上月下降0.2个百分点。企业原材料购进价格明显上升，但是出厂价格都有所回落，不利于企业更好的实现盈利，未来还需要持续关注制造业价格变化。

图 1：1 月制造业 PMI 比上月稍有下降，生产明显放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 2：产成品库存指数 5 个月以来首次上升



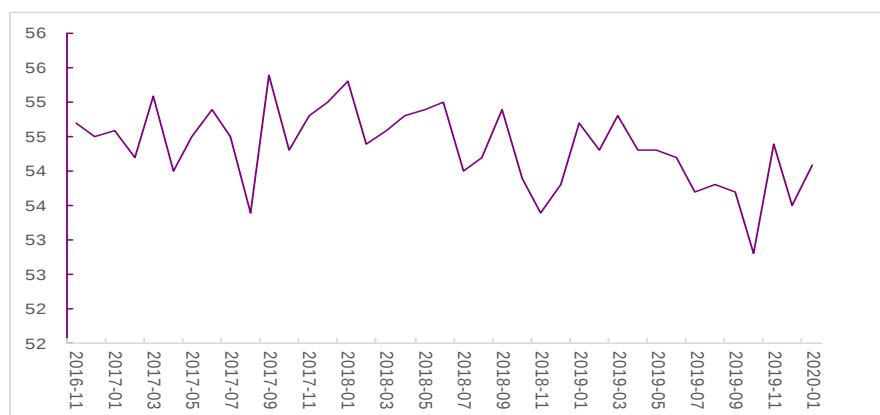
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2、非制造业 PMI 有所回升，建筑业扩张明显

1 月份非制造业商务活动指数为 54.1%，比上月上升 0.6 个百分点，表明非制造业总体保持扩张。

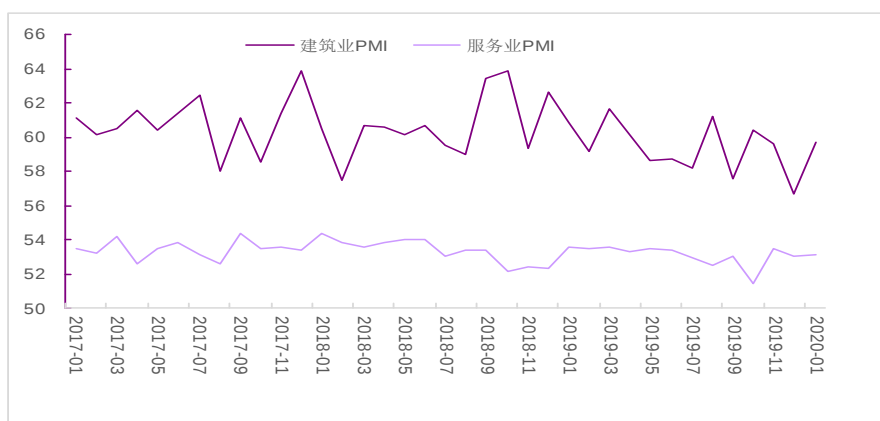
分行业看，服务业商务活动指数 53.1%，比上月上升 0.1 个百分点。建筑业商务活动指数为 59.7%，比上月上升 3.0 个百分点，上升明显，且保持在较高景气区间。

图 3：非制造业商务活动指数本月稍有回升



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 4：1 月建筑业商务活动指数上升明显



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 债市观点

目前，全国正在上下一心对抗新型肺炎疫情，大家在期待疫情出现数字拐点的同时，也在思考经济会受到何种程度的冲击。对比 2003 年 SARS 疫情（2003 年我国四个季度 GDP 增速分别为 11.1%、9.1%、10%和 10%），我们认为，疫情在第一季度对 2020 年全年经济影响最大，二季度尤其是下

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\\_7536](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7536)

