

PMI 回落而订单改善 关注经济企稳拐点

核心观点及内容摘要

肖利娜

宏观经济分析师

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

宏观战略研究中心

一德期货研究院

邮箱：xiaolina132@163.com

电话：（022）59182509

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

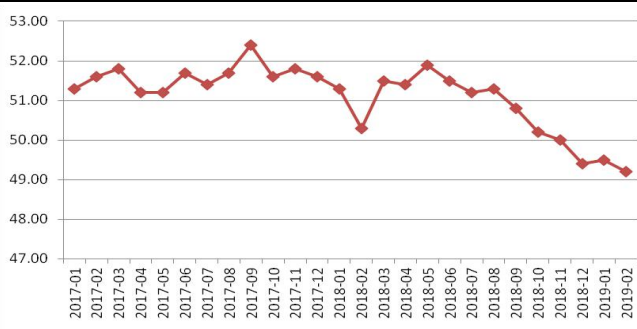
邮编：300042

- 2 月，中国官方制造业 PMI 环比下滑 0.3%至 49.2%，不及预期，连续三个月处于荣枯线之下。PMI 供求指标 2 月出现分化，新订单指数重回扩张区间，显示制造业需求有所恢复，市场预期有企稳迹象。
- 受春节假期影响，2 月部分企业面临停工放假，拖累制造业 PMI 生产指数明显收缩。2 月制造业需求的企稳主要是积极政策效果显现下的国内订单拉动，在全球经济增长势头减弱下外需依然疲弱；进口指数 2 月持续下滑，与新订单指数背离。综合来看，2 月的进出口增速依然承压，但随着中美贸易谈判的向好，后期贸易压力将会有所减弱，而国内外主要经济体的经济增长情况才是影响贸易能否回暖的关键。
- 2 月，不同规模企业中，大、中、小型企业制造业景气持续分化，大型制造业企业扩张加速，而中小制造业持续收缩，受融资约束的经营困难仍未解决。中小制造业企业发展压力施压经济增长难言改善，在宏观政策积极逆周期调控下，未来财政和货币政策对中小企业定向扶持仍有进一步加大空间。
- 此外，制造业 PMI 价格指数 2 月延续回升且幅度加大，其中，石油加工、化学原料和制品、黑色冶炼等行业的价格指数环比上升幅度较大，受欧佩克减产协议及煤矿矿难影响，整体生产扩张受限、预期企稳而价格上涨，预示 2 月国内 PPI 环比跌幅将再度收窄。随着国内信贷结构改善，基建及实体投融资需求有所回暖，近期供需两端对价格还存在支撑。
- 库存方面，2 月制造业原材料库存和产成品库存环比均下降至 2018 年以来的低位，显示目前企业仍处于主动去库存阶段。由于 2 月在新订单指数大幅回升前提下，制造业供需缺口超预期收窄，加上逆周期调节积极政策提振生产经营活动预期回升，制造业主动去库存或将在二季度结束，届时经济企稳改善预期也会随之增强。
- 2 月制造业 PMI 小幅回落不及预期，供需指标分化，春节因素影响生产收缩拖累制造业 PMI 下滑，而受稳增长政策效果显现拉动新订单指数重回扩张区间，市场预期有企稳迹象。同时，制造业产业结构优化，高技术制造业增速较快，对经济企稳预期也构成拉动因素。但仍需关注的是，虽然中美贸易磋商有好转但进出口指数仍处低位、国内中小型企业受融资约束的经营困难仍未解决、国内外主要经济体增长均有自身压力而放缓，综合而言，2 月新订单的回升难以推断国内需求总体回暖，经济企稳也仍需后续验证，但大概率国内经济将在今年触底，持续关注经济企稳拐点的出现。在市场需求预期有所恢复的前提下，加上国内信贷结构改善对投资的支撑作用，近期工业品价格还存在支撑，但上涨动力已在 2 月近乎消化，后续空间不大。

1. 春节影响生产下降 订单回升预期企稳

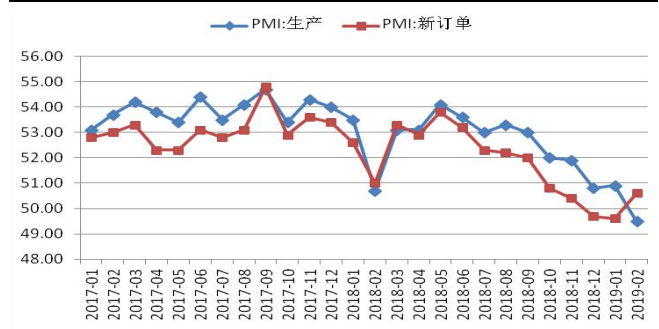
2月，中国官方制造业 PMI（中采制造业 PMI）环比下滑 0.3%至 49.2%，不及 49.4%的市场预期（见图 1），连续三个月处于荣枯线之下。PMI 供求指标 2 月出现分化，其中，受春节假期影响，企业停工拖累生产指数环比大幅下降 1.4%至 49.5%，是制造业 PMI 超预期下滑的主因；而受稳增长政策效果显现拉动新订单指数上升 1.0%至 50.6%，结束自 2018 年 5 月以来的持续下降，重回扩张区间（见图 2），显示制造业需求有所恢复，市场预期有企稳迹象。

图 1：中采制造业 PMI



资料来源：wind

图 2：中采制造业 PMI 生产及新订单指数



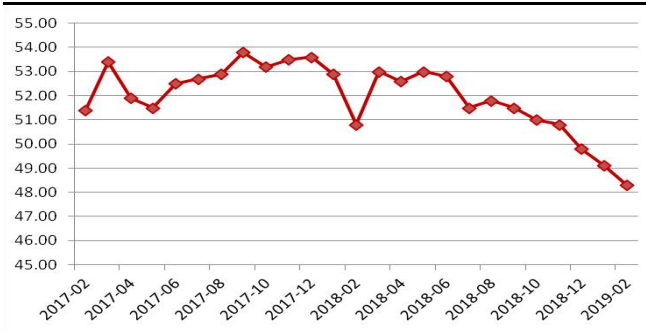
资料来源：wind

2. 价格回升仍有支撑 去库存或将结束

自 2018 年下半年以来，我国经济面临的压力相对于生产扩张放缓影响，制造业需求的收缩影响更大。受春节假期影响，2 月部分企业面临停工放假，拖累制造业 PMI 生产指数明显收缩，下滑至荣枯分界线之下为 49.5%，是 2009 年以来的次低点，最低点为 2009 年 1 月的 45.5%。同时，2 月制造业 PMI 采购量指数由 1 月的 49.1%跌至 48.3%，连续三个月低于荣枯分界线（见图 3），是历年同期的相对低点。在制造业企业生产收缩的同时，企业采购量持续下降，在考虑春节因素影响之外，工业企业利润收缩也是造成企业生产、采购活动呈现明显放缓的因素。

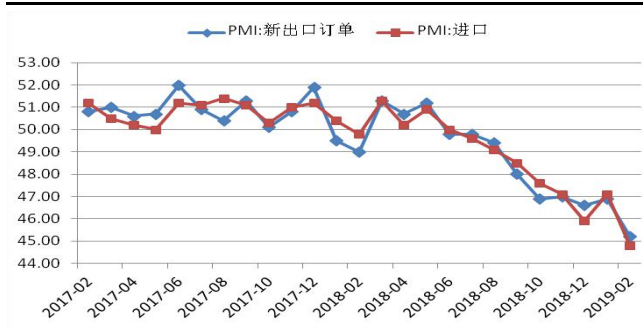
在 2 月制造业 PMI 新订单指数回升至 50.6%需求恢复的同时，制造业新出口订单由 1 月的 46.9%回落至 45.2%，表明 2 月制造业需求的企稳主要是积极政策效果显现下的国内订单拉动，在全球经济增长势头减弱下外需依然疲弱；进口指数 2 月持续下滑至 44.8%，较上月大幅下降 2.3 个百分点（见图 4），与新订单指数背离，显示积极政策拉动下国内订单回升，后续需求或有改善，但 2 月的原材料进口需求依然低迷。综合来看，2 月的进出口增速依然承压，但随着中美贸易谈判的向好，后期贸易压力将会有所减弱，而国内外主要经济体的经济增长情况才是影响贸易能否回暖的关键。

图 3：中采制造业 PMI 采购量指数



资料来源：wind

图 4：中采制造业 PMI 进口及新出口订单指数

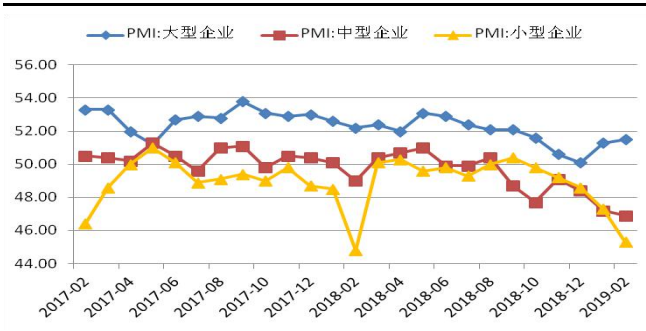


资料来源：wind

2 月，不同规模企业中，大、中、小型企业制造业景气持续分化，其中大企业 PMI 小幅回升 0.2% 至 51.5%，；而中、小企业分别下降 0.3、2.0 个百分点至 46.9% 和 45.3%（见图 5），显示大型制造业企业扩张加速，而中小制造业持续收缩，尤其小型企业萎缩程度加剧。大型企业的景气改善受产业集中化的影响，而中小型企业受融资约束的经营困难仍未解决。在央行持续加大对民营小微企业融资支持的背景下，推动落实效果仍需追踪关注。中小制造业企业发展压力施压经济增长难言改善，在宏观政策积极逆周期调控下，未来财政和货币政策对中小企业定向扶持仍有进一步加大空间。

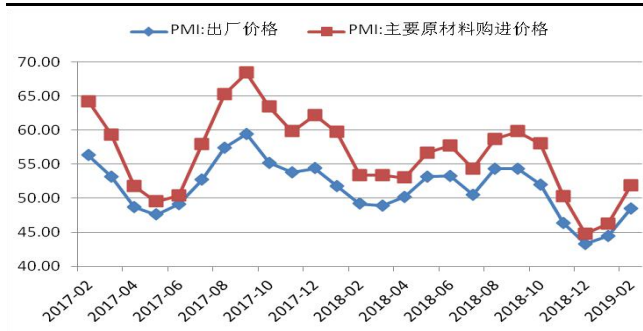
此外，制造业 PMI 价格指数 2 月延续回升且幅度加大，制造业 PMI 主要原材料购进价格指数及出厂价格指数环比分别回升 5.6、4.0 个百分点至 51.9%、48.5%（见图 6），其中，石油加工、化学原料和制品、黑色冶炼等行业的价格指数环比上升幅度较大，受欧佩克减产协议及煤矿矿难影响，整体生产扩张受限、预期企稳而价格上涨，预示 2 月国内 PPI 环比跌幅将再度收窄。随着国内信贷结构改善，基建及实体投融资需求有所回暖，近期供需两端对价格还存在支撑。但值得关注的是，2 月主要原材料购进价格指数及出厂价格指数差值扩大，会加大企业成本压力，压缩生产利润。

图 5：不同型企业制造业 PMI



资料来源：wind

图 6：中采制造业 PMI 价格指数

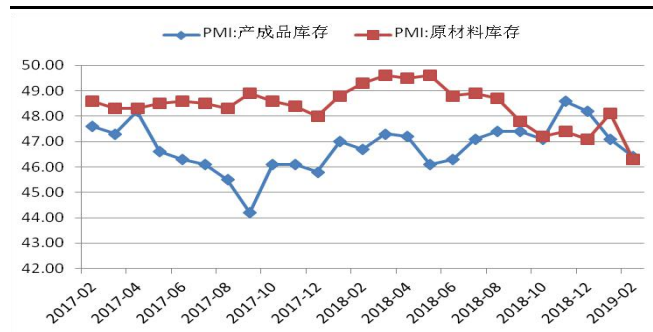


资料来源：wind

库存方面，2 月制造业原材料库存环比下降 1.8% 至 46.3%，产成品库存环比下降 0.7% 至 46.4%（见图 7），均处于 2018 年以来的低位。2018 年二季度以来，工业企业在营收增长延续下滑的同时，企业库销比边际增长放缓，工业行业总体进入去库存周期，2 月库存数据显示，目前企业仍处于主动去库存阶段。2 月受春节影响生产收缩而新订单出现大幅回升，是造成库存数据下降的主因。由于 2 月在新订单指数大幅回升前提

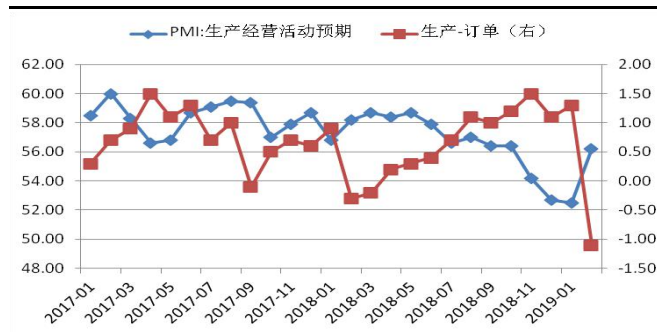
下，制造业供需缺口超预期收窄，生产指数低于新订单指数 1.1 个百分点，加上逆周期调节积极政策提振生产经营活动预期回升了 3.7% 至 56.2%（见图 8），制造业主动去库存或将在二季度结束，届时经济企稳改善预期也会随之增强。

图 7：中采制造业 PMI 库存指数



资料来源：wind

图 8：中采制造业 PMI 生产-订单指数



资料来源：wind

3. PMI 回落而订单改善 关注经济企稳拐点

2 月制造业 PMI 小幅回落不及预期，供需指标分化，春节因素影响生产收缩拖累制造业 PMI 下滑，而受稳增长政策效果显现拉动新订单指数重回扩张区间，市场预期有企稳迹象。同时，制造业产业结构优化，高技术制造业增速较快，对经济企稳预期也构成拉动因素。但仍需关注的是，虽然中美贸易磋商有好转但进出口指数仍处低位、国内中小型企业受融资约束的经营困难仍未解决、国内外主要经济体增长均有自身压力而放缓，综合而言，2 月新订单的回升难以推断国内需求总体回暖，经济企稳也仍需后续验证，但大概率国内经济将在今年触底，持续关注经济企稳拐点的出现。在市场需求预期有所恢复的前提下，加上国内信贷结构改善对投资的支撑作用，近期工业品价格还存在支撑，但上涨动力已在 2 月近乎消化，后续空间不大。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室
Tel：021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、
807房间
Tel：0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-5785 511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel：0535-2163353/2169678