

金融市场部

胡云瀚

0571-85171780

[huyunhan@hzbank.com.cn](mailto:huyunhan@hzbank.com.cn)

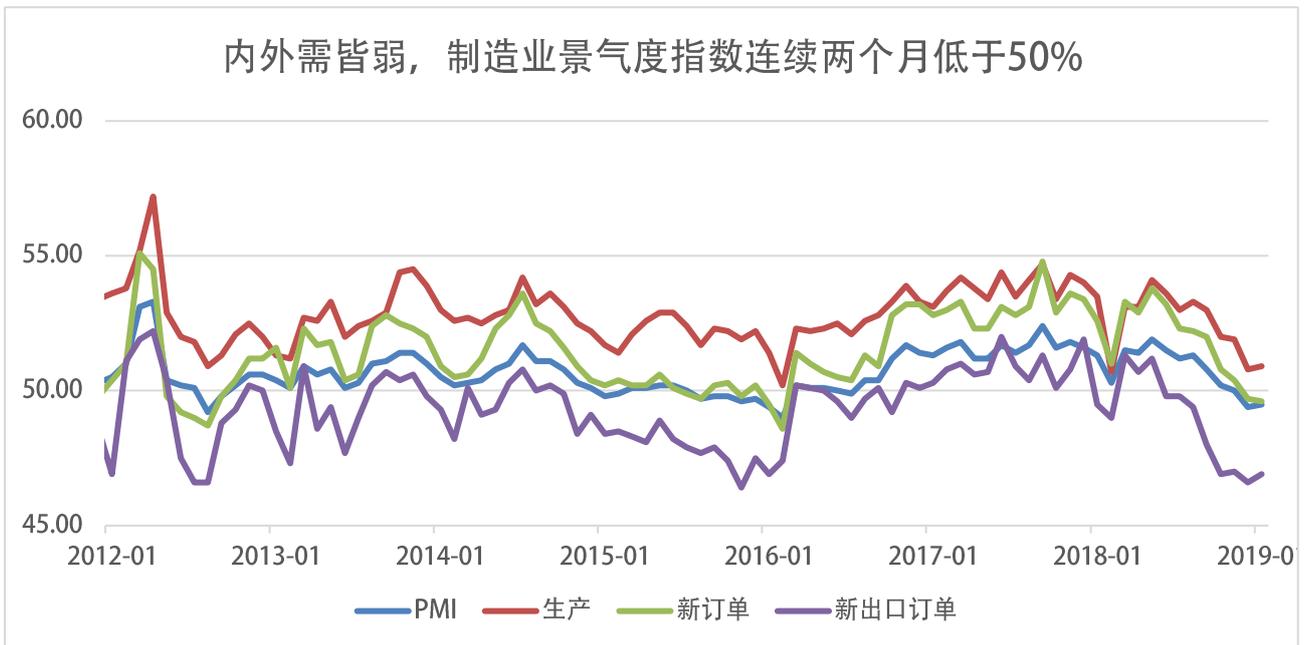
陆桔利

0571-85157120

[lujuli@hzbank.com.cn](mailto:lujuli@hzbank.com.cn)

## 经济下行持续，外部压力有所缓解 ——1月中采PMI指数点评

### 摘要



数据来源：WIND，杭银研究

统计局1月31日发布19年1月景气指数，其中中采制造业PMI为49.5%，连续第二个月低于荣枯线，预期为49.3%，前值49.4%。1月中采非制造业PMI为54.7%，高于预期与前值。

请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

1

制造业景气指数是 19 年发布的第一项经济数据，也预示着 19 年开年的经济走势，总体来看虽然 PMI 指数连续两个月低于荣枯线，但下行幅度有所缩窄。分项来看，生产指数较上月小幅增长，但新订单和新出口订单指数皆位于荣枯线以下。在供稍强于需的情况下，PMI 价格指数持续位于下行区间。但受到原油价格也由于 OPEC 减产计划而触底反弹、基建需求回升的影响下，原油、钢价、水泥等工业品价格小幅回升。由于原材料购进价格指数与 PPI 环比走势较为一致，因此可以推断出 1 月 PPI 环比跌幅可能收窄。分企业规模来看，大企业（18 年盈利较好的上游企业）景气指数要明显好于中小企业（中下游企业）。而这样的分化状况也表现在近期的股市走势上，随着大小企业业绩预报的出炉以及陆股通资金的流入，1 月以来上证 50 和沪深 300 股走势明显好于中证 500 和中小创指。不过，随着经济下行趋势持续，我们认为企业经营分化加剧的压力也会逐步向中上游传导。

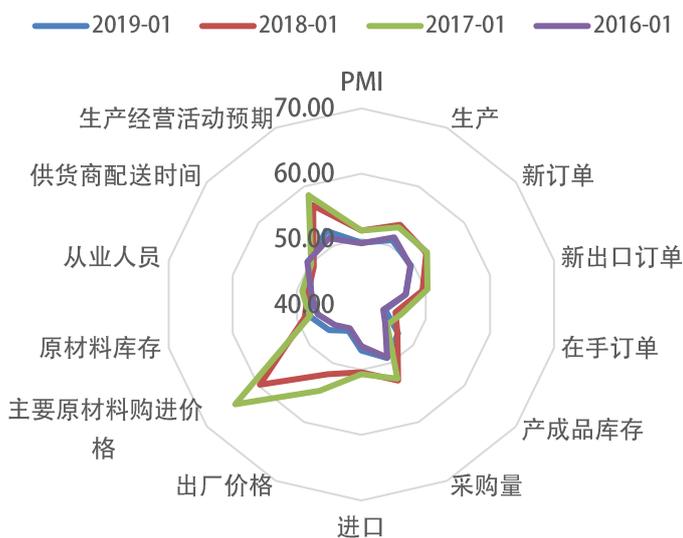
从外部来看，近期市场两大关注焦点正逐步走向明朗。一是新一轮中美经贸高级别磋商于 1 月 30 号开启，磋商结果将决定未来一段时间内国际贸易与资本市场的走势。二是美联储美东时间 1 月 30 日公布 1 月议息会议，美联储宣布维持利率不变（不加息），对政策和经济判断的相关措辞也明显转鸽，如“经济活动稳步上升（表现强劲）”、“基于市场的通胀指标开始弱化”、“将来准备使用整套的货币政策工具，包括调整资产负债表（的缩表进程）”等等。在美联储决议“鸽声”的影响下，美元指数逼近 95，美元兑人民币汇率也逐步升破 6.7，人民币汇率压力较 18 年四季度末大大减缓。

对债市的影响上，一方面是近期公布的经济数据接连弱化、经济权益市场接连暴雷、以及政策调整地方债发行利差、汇率压力减小等因素皆利多利率债。但财政支出和基建的提前发力以及接下来的中美贸易磋商结果、两会的召开等等都将形成多重因素影响债市。在这样的背景下，预计债市在短期将延续波动行情。

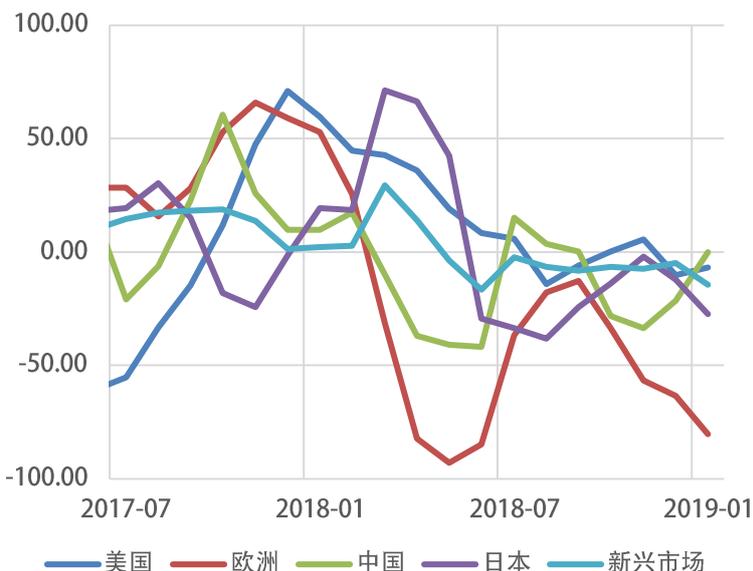
以下是具体分析:

### ➤ PMI 指数：生产回升，内外需持续回落

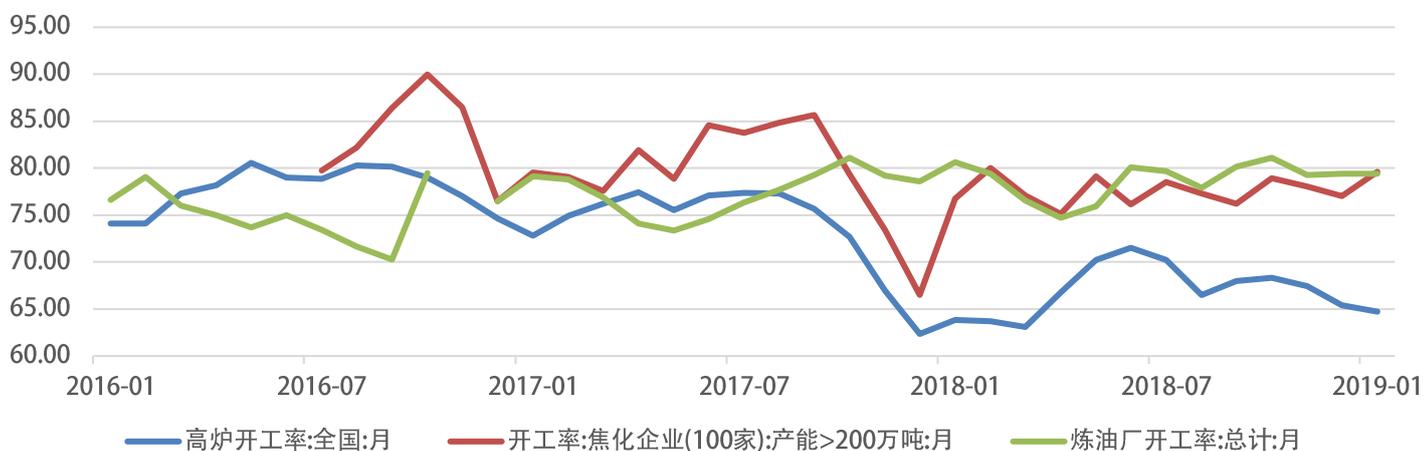
19年1月PMI指数与16年1月较为相似



花旗经济意外指数显示外需仍未恢复



### 部分产业开工率：高于去年同期



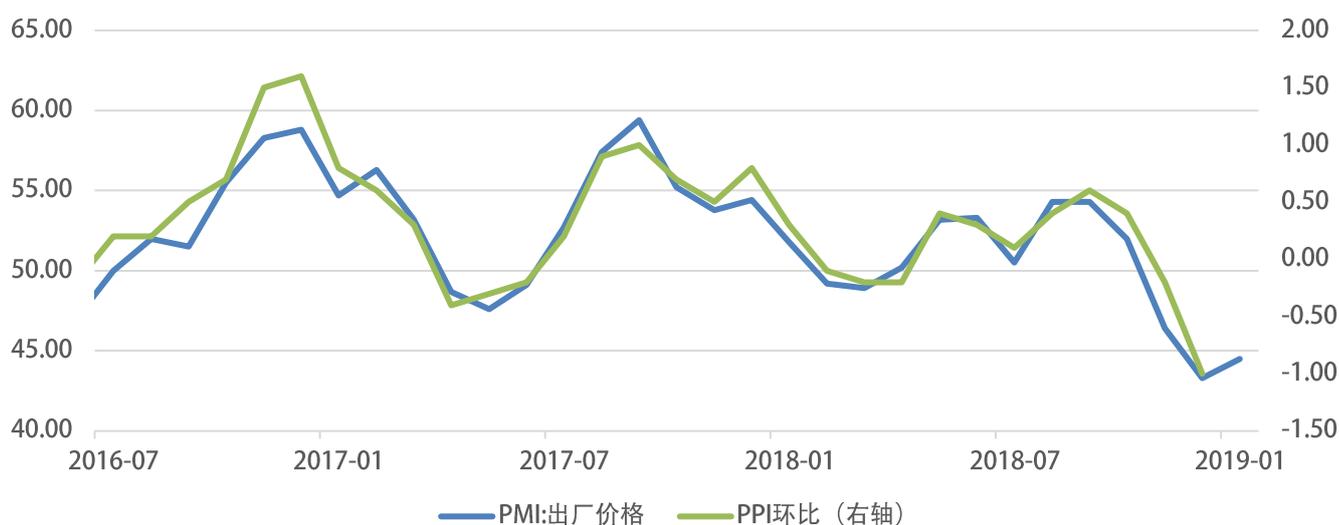
数据来源：WIND，杭银研究

19年1月PMI指数为49.5%，为16年年初以来首次连续两个月低于荣枯线，各分项指标走势显示供给稍强于需求。具体来看，生产指数为50.9%，较上月回升0.1个百分点，虽然小幅回升，但生产指数为08年以来首次连续两个月低于51%。此外，近期开工数据充分显示了中央经济工作会议上弱化环保限产力度的意图，1月全国高炉、焦

化企业、液化天然气等行业的平均开工率要明显高于去年同期。需求上来看，新订单指数为 49.6%，较上月继续下行 0.1 个百分点，生产指数跌幅收窄但仍连续 9 个月下滑；新出口订单指数为 46.9%，较上月小幅回升 0.3%，也已连续 8 个月低于 50%。从近期国际经济数据来看，除了美国表现平稳、国内有所“企稳”，欧元区、日本和新兴市场国家经济数据都表现不佳，显示外需仍恢复。

### ➤ 价格指数跌幅收窄，1 月 PPI 同比预计转负

PMI出厂价格回升预示PPI环比跌幅将有所缩窄

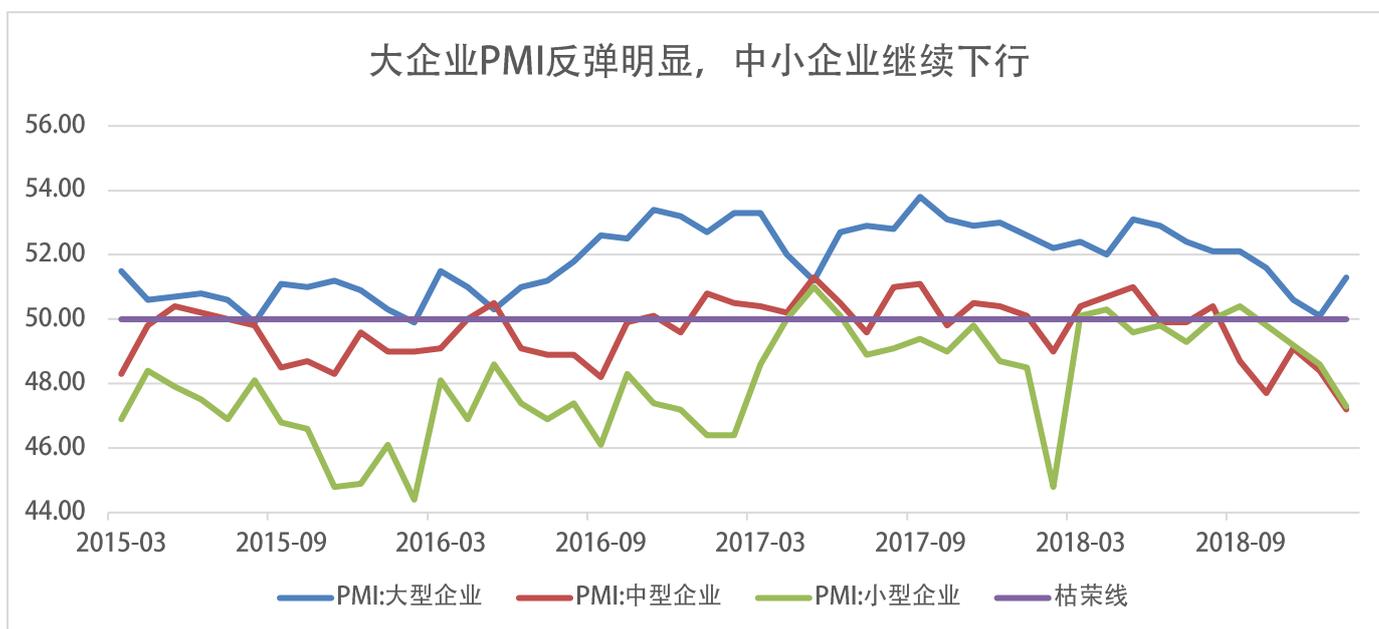


数据来源：WIND，杭银研究

从价格上来看，虽然短期内油价得到有力支撑、以及大基建需求回升，使得原油、钢铁、水泥等工业品价格较 12 月底小幅回升，但仍大幅低于去年同期相比。以 PMI 出厂价格与 PPI 环比数据的同向性来判断，预计 1 月 PPI 环比跌幅将缩窄，而同比数据或将明显转负。

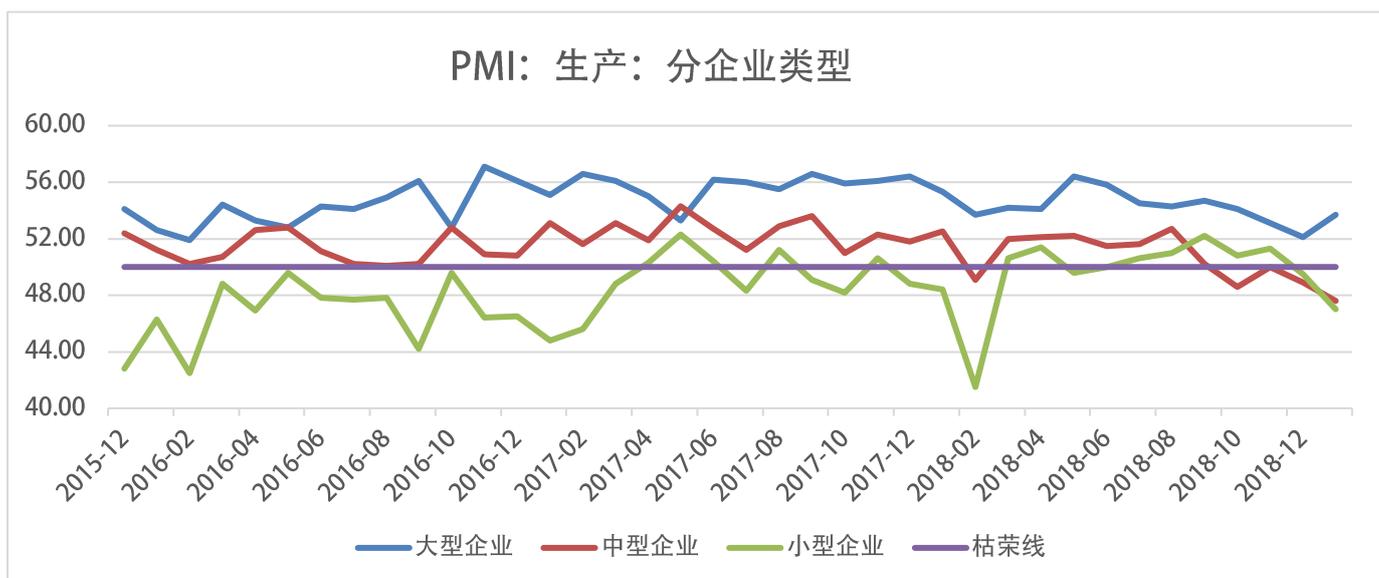
数据来源：WIND，杭银研究

## ➤ 大型企业 with 中小型企业景气度继续分化

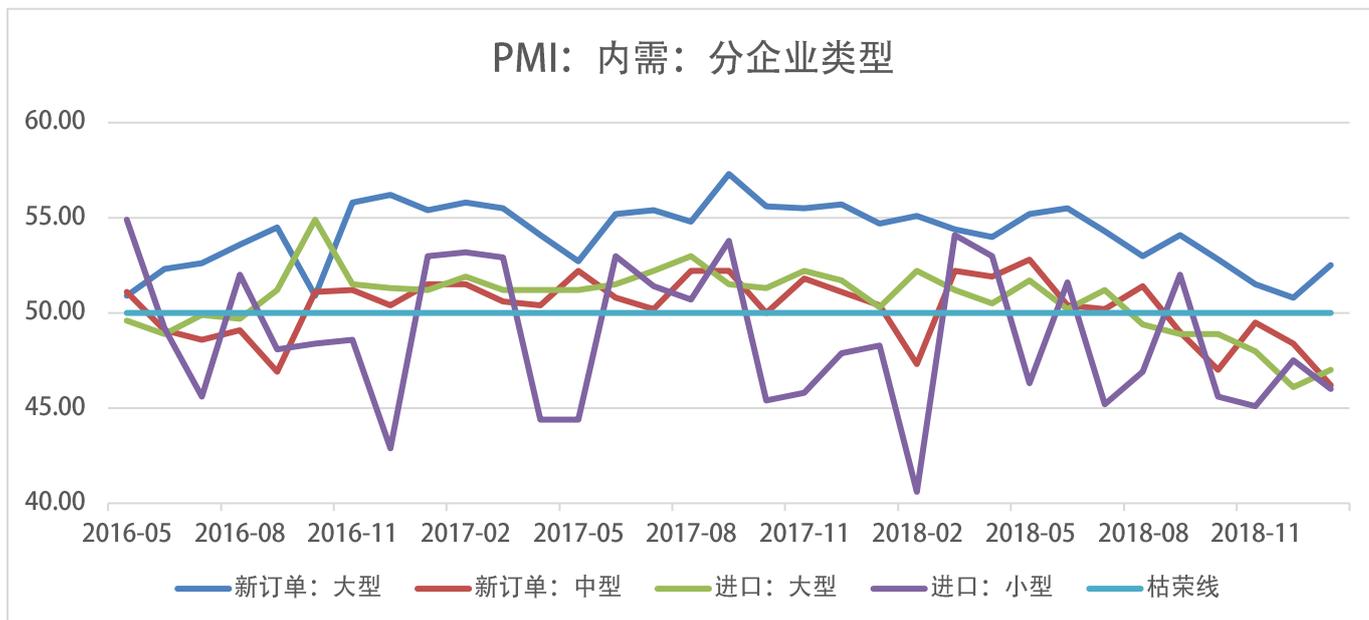


数据来源：WIND，杭银研究

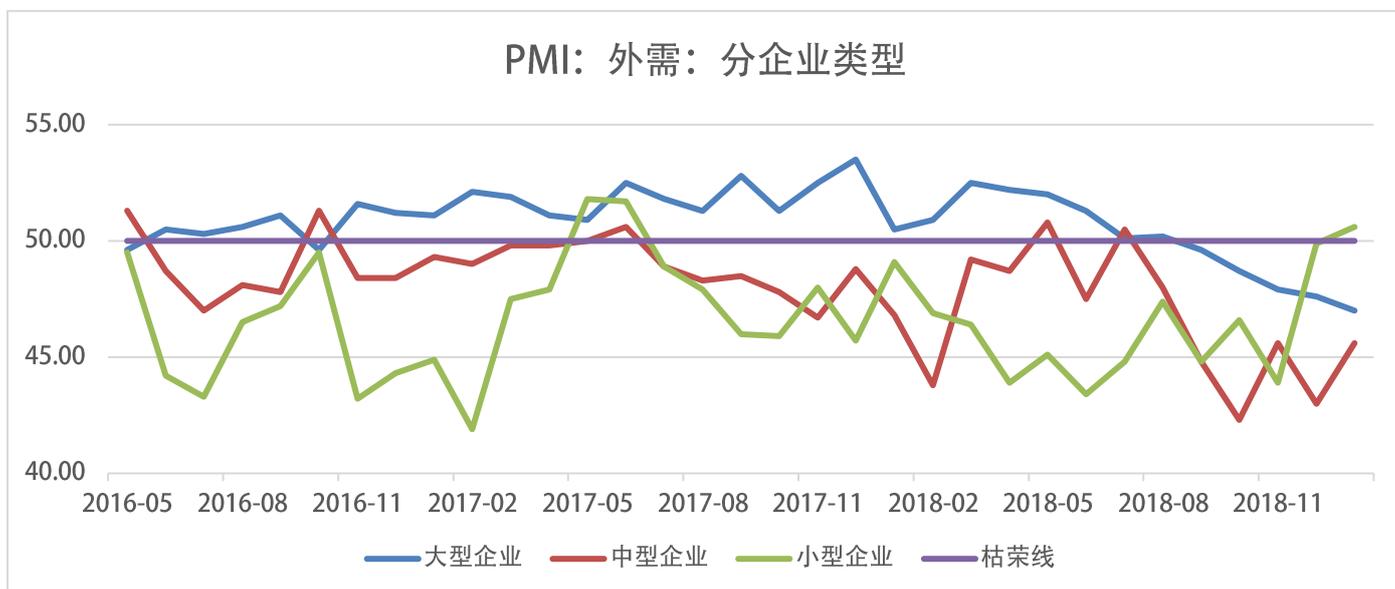
分企业规模来看，1月大型企业 PMI 反弹 1.3%个百分点至 51.3%，中小型企业景气指数跌至 47.3%。分生产、内外需来看，大型企业生产和内需指数要显著高于中小型企业，而在外需指数上小型企业景气度或由于四季度人民币贬值而有所回升。



数据来源：WIND，杭银研究



数据来源: WIND, 杭银研究



数据来源: WIND, 杭银研究

免责声明:

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息的准确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。