1 月 PMI 点评：PMI 环比连续两个月回落，生产强于需求导致企业大幅累库

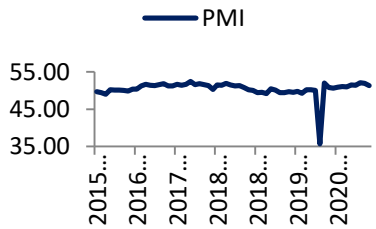
分析师：曹自力（F3068919）
投资咨询证号
研究所
金融期货（期权）研究室
TEL： 010-82296225
Email： caozili@swhysc.com

报告摘要：

- **2020 年 1 月 31 日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了最新的中国采购经理指数数据。1 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，连续 7 个月位于 51.0%及以上区间。**
- **1 月 PMI 继续回落。**11 月中国官方制造业 PMI 为 51.3%，前值 51.9%，环比回落 0.7 个百分点，已经连续两个月环比回落。我们认为 1 月份 PMI 环比回落主要有三个方面的因素：第一，季节性因素，1 月份 PMI 大部分年份都会回落，过去 5 年均值 1 月份比 12 月份环比回落 0.4 个百分单左右；第二，国内疫情反弹导致需求和供给均受到压缩；第三，海外圣诞节提前备货导致 1 月份出口订单有所回落。总体来看，PMI 连续 7 个月处于 51%以上，显示经济仍在强劲复苏过程中。从企业类型来看，大中型企业的 PMI 回落，但小型企业的 PMI 逆势反弹。这反应了中下游的需求和生产状况比较良好，而中上游行业在连续扩张后开始回落，制造业行业仍在向好的方向发展。
- **需求端回落，但仍在扩张阶段。**1 月份新订单指数为 52.3%，比上一个月回 1.3 个百分点，已经连续 2 个月回落，且回落的速度在加快。我们认为，国内疫情局部反弹导致局部地区实施较为严厉的封锁政策，运输不畅打压了需求。从外需来看， 1 月份新出口订单指数为 50.2%，比上一个月回落 1.1 个百分点，主要受西方国家圣诞节提前备货的因素影响，我们预计在海外疫情趋严影响下后期新出口订单指数仍有上行空间。
- **生产端依然处于强势。**1 月份生产指数为 53.5%，比上一个月回落 0.7 个百分点。生产指数仍是 PMI 各指标总最高的，显示生产仍保持较强的态势。本次阶段性疫情对生产没有造成较大影响，我们预计 1 月份工业增加值可能继续回升至 7.6%附近。。
- **企业库存快速回升。**企业主动增库，且由于生产要明显强于需求，导致企业产成品库存快速回升。1 月原材料库存指数上升 0.4 个百分点至 49%，产成品库存指数大幅上升 2.8 个百分点至 49%，库存指数加速回升，且达到近 6 年内较高水平。

整体看，1 月份供需均出现回落，且需求回落的速度要快于生产端，进而带动企业快速补库阶段。值得注意的是目前产成品库存已经会升值几年来的较高水平，未来需要关注需求的改善情况（包括内需和外需），如果需求受到冲击可能会导致企业被动增库，进而对价格水平形成不利影响。

相关图表



相关研究

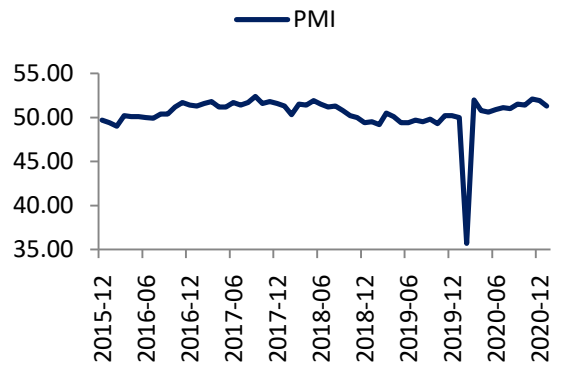
2020 年 1 月 31 日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了最新的中国采购经理指数数据。1 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，连续 7 个月位于 51.0%及以上区间。以下是我们的点评：

（一）1 月 PMI 继续回落

11 月中国官方制造业 PMI 为 51.3%，前值 51.9%，环比回落 0.7 个百分点，已经连续两个月环比回落。我们认为 1 月份 PMI 环比回落主要有三个方面的因素：第一，季节性因素，1 月份 PMI 大部分年份都会回落，过去 5 年均值 1 月份比 12 月份环比回落 0.4 个百分单左右；第二，国内疫情反弹导致需求和供给均受到压缩；第三，海外圣诞节提前备货导致 1 月份出口订单有所回落。总体来看，PMI 连续 7 个月处于 51%以上，显示经济仍在强劲复苏过程中。

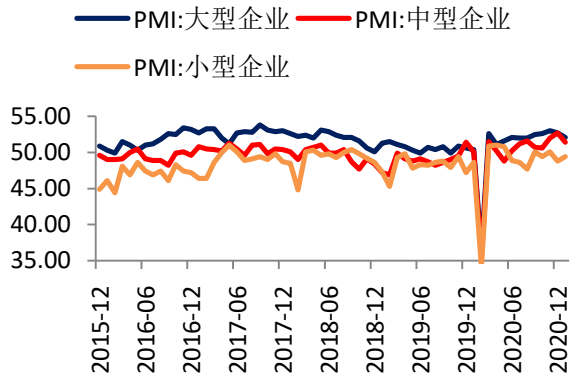
从企业类型来看，大中型企业的 PMI 回落，但小型企业的 PMI 逆势反弹。这反应了中下游的需求和生产状况比较良好，而中上游行业在连续扩张后开始回落，制造业行业仍在向好的方向发展。

图表 1：11 月份 PMI 继续回落



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图表 2：企业类型 PMI 分化，小型企业逆势反弹

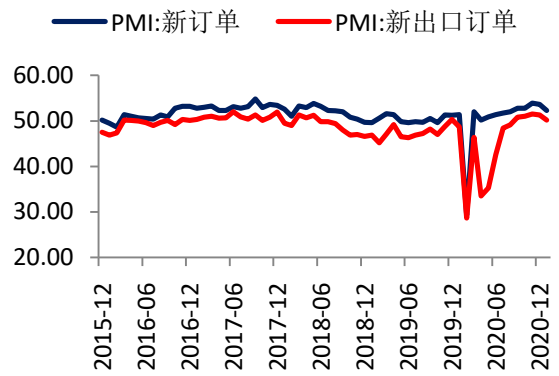


资料来源：WIND,宏源期货研究所

（二）需求端回落，但仍在扩张阶段

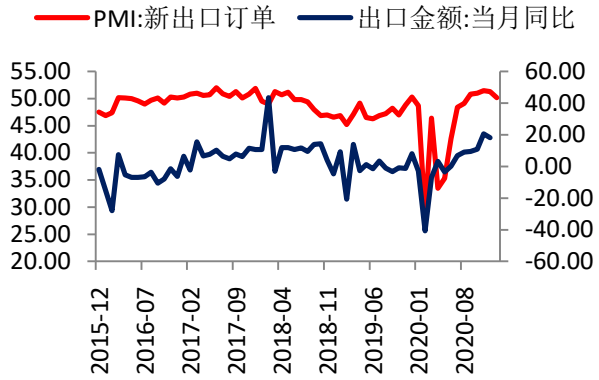
1 月份新订单指数为 52.3%，比上一个月回 1.3 个百分点，已经连续 2 个月回落，且回落的速度在加快。我们认为，国内疫情局部反弹导致局部地区实施较为严厉的封锁政策，运输不畅打压了需求。从外需来看， 1 月份新出口订单指数为 50.2%，比上一个月回落 1.1 个百分点，主要受西方国家圣诞节提前备货的因素影响，我们预计在海外疫情趋严影响下后期新出口订单指数仍有上行空间。

图表 3：需求连续 2 个月回落



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图表 4：1 月份出口回落概率较大

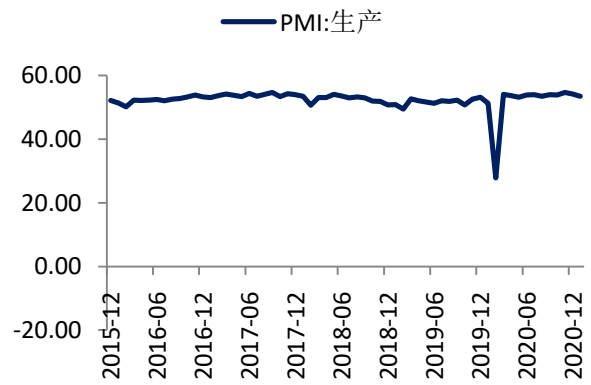


资料来源：WIND,宏源期货研究所

（三）生产端依然处于强势

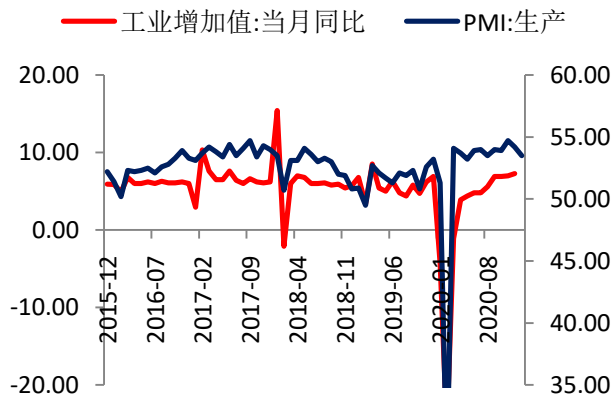
1 月份生产指数为 53.5%，比上一个月回落 0.7 个百分点。生产指数仍是 PMI 各指标总最高的，显示生产仍保持较强的态势。本次阶段性疫情对生产没有造成较大影响，我们预计 1 月份工业增加值可能继续回升至 7.6%附近。

图表 5：生产端仍在较高水平



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图表 6：工业增加值有望继续回升

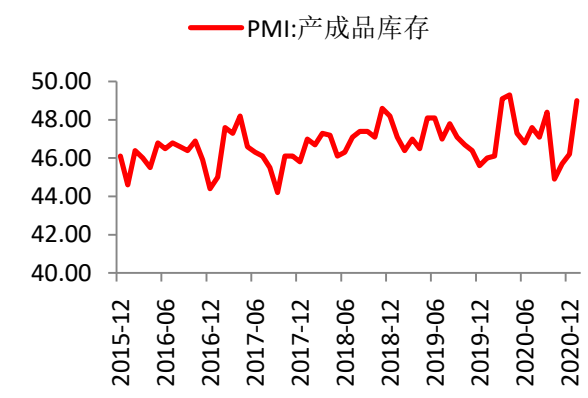


资料来源：WIND,宏源期货研究所

（四）企业库存快速回升

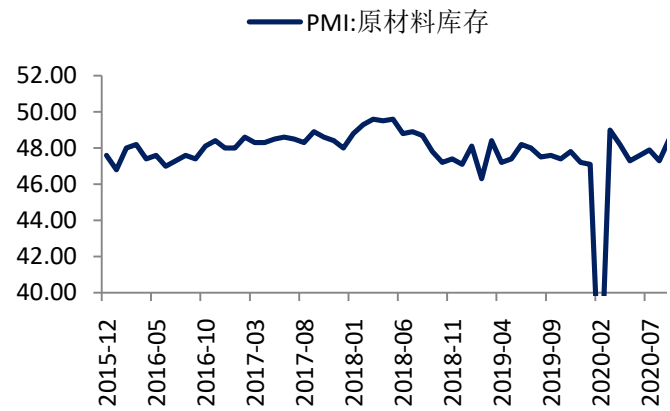
企业主动增库，且由于生产要明显强于需求，导致企业产成品库存快速回升。1 月原材料库存指数上升 0.4 个百分点至 49%，产成品库存指数大幅上升 2.8 个百分点至 49%，库存指数加速回升，且达到近 6 年内较高水平。

图表 7：企业供给增加，库存指标回升



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图表 8：原材料库存上升，显示企业主动增库



资料来源：WIND,宏源期货研究所

整体看，1月份供需均出现回落，且需求回落的速度要快于生产端，进而带动企业快速补库阶段。值得注意的是目前产成品库存已经会升值几年来的较高水平，未来需要关注需求的改善情况（包括内需和外需），如果需求受到冲击可能会导致企业被动增库，进而对价格水平形成不利影响。

分析师简介：

曹自力，中国人民大学金融学硕士，现任宏源期货研究所金融期货高级分析师。

宏源期货研究团队

金融期货（期权）研究	金属研究
曾德谦 010-82292833 zengdeqian@swhysc.com	王潋 010-82292669 wanglian@swhysc.com
曹自力 010-82292665 caozili@swhysc.com	孙佳兴 010- 82292663 sunjiaxing@swhysc.com
黄小洲 010—82292826 huangxiaozhou@swhysc.com	朱善颖 010-82295516 zhushanying@swhysc.com
能源化工研究	**农产品研究**
詹建平 010—82292685 zhanjianping@swhysc.com	肖锋波 010- 82292680 xiaofengbo@swhysc.com
朱子悦 010-82292661 zhuziyue@swhysc.com	熊梓敬 0871—68072126 xiongzijing@swhysc.com
杨首樟 010-82292599 yangshouzhang@swhysc.com	黄小洲 010—82292826 huangxiaozhou@swhysc.com
田震昊 010-82292099 tianzhenhao@swhysc.com	
策略研究	
吴守祥 010-82292860 wushouxiang@swhysc.com	

免责条款：

宏源期货具有投资咨询业务资格，本服务产品分析及建议所依据的信息均来源于公开资料及调研数据。但宏源期货对这些信息的准确性 及完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。

投资者在委托宏源期货提供期货投资咨询服务时，应当客观评估自身财务状况、交易经验，确定自身 的风险偏好、风险承受能力和服务需求，自行决定是否采纳本公司提供的咨询建议，本公司不作获利 或不受损失的保证，不以任何方式承担投资损失。 本服务产品版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。