



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

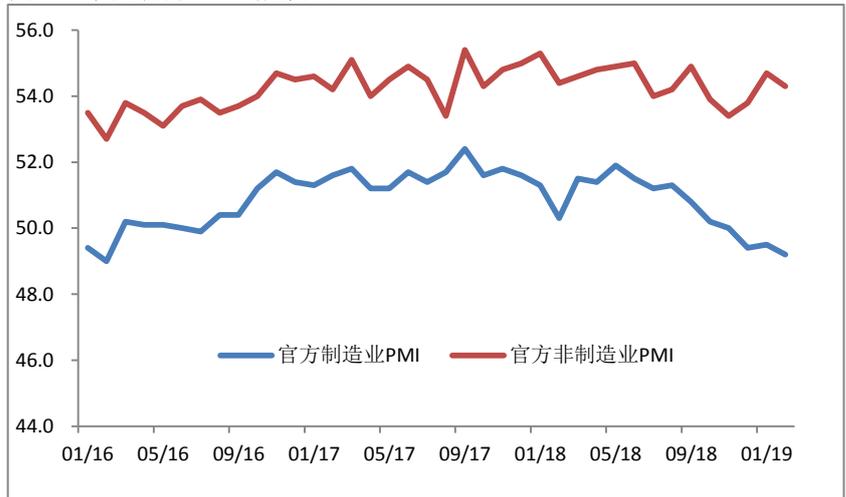
电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

中国 2 月官方 PMI 指数小幅回落

- 2 月份中国官方制造业 PMI 小幅回落, 由 1 月份的 49.5 放缓至 49.2, 连续第三个月位于枯荣线下方。2 月份制造业 PMI 小幅回落主要归因于春节的假日效应, 春节假期令 2019 年 2 月比 1 月少 5 个工作日
- 同样受春节假日效应影响, 2 月份非制造业商务活动指数由 1 月份的 54.7 小幅下跌至 54.3
- 整体来说, 2 月份的官方制造业及非制造业 PMI 数据显示中国经济增长仍保持平稳态势, 尤其国内需求出现好转, 企业信心有所增强
- 展望未来, 经济前景仍有不小的挑战。制造业新出口订单指数已连续 9 个月低于 50 的临界点, 加上中美贸易摩擦持续或增加未来数月出口增长的不确定性。整体固定资产投资料小幅放缓, 主要因为中央政府将严格执行房地产调控措施或拖累房地产投资增速。由于居民可支配收入增长放缓, 社会消费品零售销售的增长料维持疲弱态势。然而, 我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑

2 月份中国官方制造业 PMI 小幅回落, 由 1 月份的 49.5 放缓至 49.2, 连续第三个月位于枯荣线下方(图 1)。2 月份制造业 PMI 小幅回落主要归因于春节的假日效应。PMI 反映的是相关经济指标相比于上个月是扩张还是收缩, 它属于环比意义的指标, 这和宏观经济分析时常用同比数据有所不同。从历史数据看, 春节所在月份的 PMI 大多会出现回落, 季节调整难以完全消除季节性因素的影响。春节假期令 2019 年 2 月比 1 月少 5 个工作日, 这是 2 月制造业 PMI 小幅回落的主因。此外, 中美贸易摩擦的不确定性以及全球经济放缓亦拖累了 2 月份制造业 PMI。

图 1: 中国官方 PMI 指数 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

从分类指数看, 在构成 2 月份制造业 PMI 的 5 个分类指数中, 除新订单指数比上月回升 1.0 个百分点并高于临界点外, 生产指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均较上月出现回落并低于临界点。由于春节假日部分企业停工, 2 月份生产指数由 1 月份的 50.9 大幅回落至 49.5。受国内宏观政策支持, 国内需求出现好转, 2 月份新订单指数由 1 月份的 49.6 回升至 50.6。但受全球经济放缓及中

农银国际研究部

2019 年 2 月 28 日



美贸易摩擦持续影响，外需仍呈回落态势，2月份新出口订单指数由1月份46.9下跌至45.2。值得指出的是，受国际大宗商品特别是石油价格回升影响，2月份主要原材料购进价格指数及出厂价格指数分别由1月份的46.3及44.5大幅反弹至51.9及48.5，显示2月份的PPI通胀或环比回升，料将支持上游行业的工业企业利润环比回升。此外，受宏观政策利好及中美贸易谈判正面消息影响，2月份生产经营活动预期指数由1月份的52.5大幅回升至56.2。

分企业规模看，2月份大型企业制造业PMI为51.5，比上月上升0.2个百分点，继续高于临界点；中、小型企业制造业PMI为46.9和45.3，分别比上月下降0.3和2.0个百分点，均位于临界点以下。中、小型企业制造业PMI下跌反映金融服务小微企业及民营企业的支持力度仍需进一步增强。

同样受春节假日效应影响，2月份非制造业商务活动指数由1月份的54.7小幅下跌至54.3。分行业看，服务业商务活动指数为53.5，比上月微跌0.1个百分点。从行业大类看，铁路运输业、航空运输业、电信广播电视和卫星传输服务、货币金融服务和租赁及商务服务业等行业商务活动指数位于55.0以上的较高景气区间。房地产业、居民服务及修理业等行业的商务活动指数低于临界点，业务总量有所回落。建筑业商务活动指数为59.2，比上月回落1.7个百分点，但仍保持高位景气区间。从市场预期看，业务活动预期指数为61.5，比上月上升1.9个百分点并继续位于高位景气区间，企业对未来市场信心依然较强。

整体来说，2月份的官方制造业及非制造业PMI数据显示中国经济增长仍保持平稳态势，尤其国内需求出现好转，企业信心有所增强。展望未来，经济前景仍有不小的挑战。制造业新出口订单指数已连续9个月低于50的临界点，加上中美贸易摩擦持续或增加未来数月出口增长的不确定性。整体固定资产投资料小幅放缓，主要因为中央政府将严格执行房地产调控措施或拖累房地产投资增速。由于居民可支配收入增长放缓，社会消费品零售销售的增长料维持疲弱态势。然而，我们认为中央政府推行的宽松财政政策及中性偏松的货币政策将防止经济大幅下滑。



	2018												2019	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.5	---	---	6.4	---	---
以美元计出口增长 (同比%)	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.3	12.2	9.8	14.5	15.6	5.4	-4.4	9.1	---
以美元计进口增长 (同比%)	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	27.0	14.3	21.4	3.0	-7.6	-1.5	---
贸易余额 (美元/十亿)	20.3	33.7	-5.0	28.8	24.9	41.6	28.1	27.9	31.7	34.0	44.8	57.1	39.2	---
零售额 (同比%)	9.7	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6	8.1	8.2	---	---
工业增加值 (同比%)	7.2	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4	5.7	---	---
制造业 PMI (%)	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2
非制造业 PMI (%)	55.3	54.4	54.6	54.8	54.9	55.0	54.0	54.2	54.9	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3
固定资产投资 (累计同比%)	7.9	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7	5.9	5.9	---	---
消费物价指数 (同比%)	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7	---
生产者物价指数 (同比%)	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3	2.7	0.9	0.1	---
广义货币供应量 (同比%)	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0	8.0	8.1	8.4	---
新增贷款 (人民币/十亿)	2900	839	1120	1180	1150	1840	1450	1280	1380	697	1250	1080	3230	---
总社会融资 (人民币/十亿)	3079	1189	1586	1776	953	1488	1224	1941	2170	743	1519	1590	4640	---

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率			
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)			
美国			能源					美国联邦基金目标利率			
道琼斯工业平均指数	25,985.16	(0.18)	16.55	纽约商品交易所轻质低硫原油期货合约	美元/桶	56.80	(0.80)	576,770	2.50	0.00	
标准普尔 500 指数	2,792.38	(0.01)	18.40	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	66.03	(1.62)	174,831	美国基准借贷利率	5.50	0.00
纳斯达克综合指数	7,554.51	0.36	34.19	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.80	3.05	63,345	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	3.00	0.00
MSCI 美国指数	2,663.96	0.06	18.75	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	2.4094	0.70
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债			
富时 100 指数	7,107.20	(0.99)	15.48	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,896.50	0.34	20,007	2.4602	(1.08)	
德国 DAX30 指数	11,487.33	0.26	14.34	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,922.00	0.47	37,290	美国 10 年期国债	2.6608	0.90
法国 CAC 40 指数	5,225.35	0.18	17.57	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,531.00	0.42	16,543	日本 10 年期国债	(0.024)	1.30
西班牙 IBEX 35 指数	9,211.70	0.08	12.98	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,506.50	0.44	50,064	中国 10 年期国债	3.1780	3.30
意大利 FTSE MIB 指数	20,498.79	1.17	11.89	贵金属					欧洲央行基准利率 (再融资利率)		
Stoxx 600 指数	372.58	0.36	16.96	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,320.60	(0.92)	217,153	0.00	0.00	
MSCI 英国指数	2,054.46	(1.02)	15.47	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	15.78	(1.45)	42,658	美国 1 年期银行同业拆借固定利率	2.4930	0.86
MSCI 法国指数	150.8	0.17	17.78	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	867.50	2.55	24,808	美国 3 年期银行同业拆借固定利率	2.6289	(1.74)
MSCI 德国指数	138.45	0.24	14.51	农产品					隔夜上海同业拆借利率		
MSCI 意大利指数	56.35	1.00	12.09	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	373.75	(2.80)	313,018	2.5840	15.30	
亚洲								1 月期上海同业拆借利率			
日经 225 指数	21,385.16	(0.19)	15.78	小麦期货合约	美元/蒲式耳	468.50	(4.73)	85,485	2.6940	3.80	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	6,168.99	0.03	16.52	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	12.97	(2.48)	68,099	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	1.5673	(0.34)
恒生指数	28,629.82	(0.65)	10.88	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	917.50	(0.68)	123,322	公司债券 (穆迪)		
恒生中国企业指数	11,368.90	(0.51)	8.85						Aaa 3.78 (3.00)		
沪深 300 指数	3,664.42	4.10	13.89						Baa 4.88 (2.00)		
上证综合指数	2,935.43	4.68	13.86								
深证综合指数	1,542.23	4.40	25.57								
MSCI 中国指数	82.61	0.45	13.07								
MSCI 香港指数	16,372.52	(0.06)	12.26								
MSCI 日本指数	970.96	0.63	13.64								

附注:

1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)
2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12 个月无本金交割远期
汇率	1.1371	1.3301	0.7134	110.75	0.9983	6.6832	7.8497	6.7098
周变化 (%)	0.32	1.90	0.07	(0.05)	0.21	0.46	(0.02)	0.44



权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数於 2005-17 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2019 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司
电话: (852) 2868 2183