

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

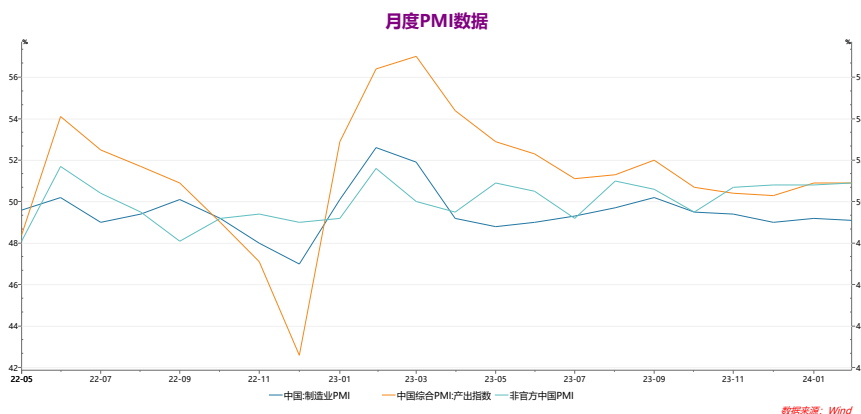
受季节性因素回落，对汇率压力不减

——从2月PMI的几个看点看汇率

正文：

今天，国家统计局公布了2月PMI数据，2月制造业PMI在收缩区回落，报49.1%，前值49.2%。非制造业PMI出现回升，报50.9%，前值报50.7%，综合产出PMI2月持平于50.9%。

图1：月度PMI数据



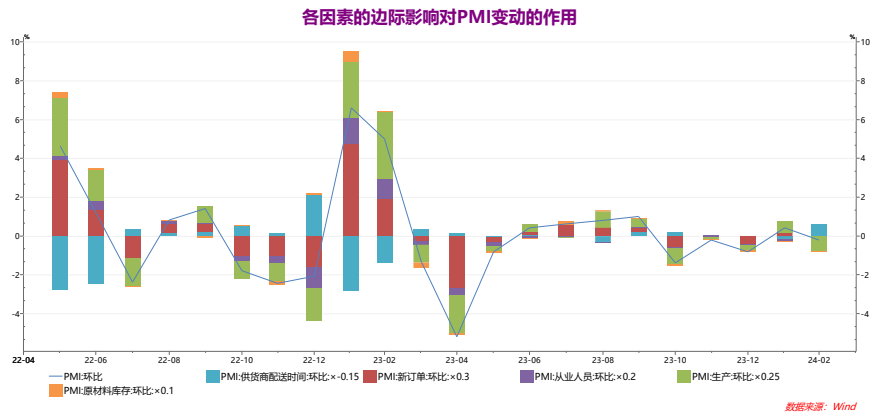
数据来源：Wind、银河期货

一. 是什么在推高 PMI?

2月PMI较12月环比回落0.2%。分析2月PMI各个分项对PMI环比回升的边际贡献，生产贡献了-0.73%，原材料库存和从业人员均分别贡献了-0.04%。配送时间贡献了+0.59%，新订单持平。生产方面，在手订单PMI在收缩区继续回

落，生产 PMI 的回升依旧艰巨。

图 2: PMI 分项对 PMI 的边际贡献

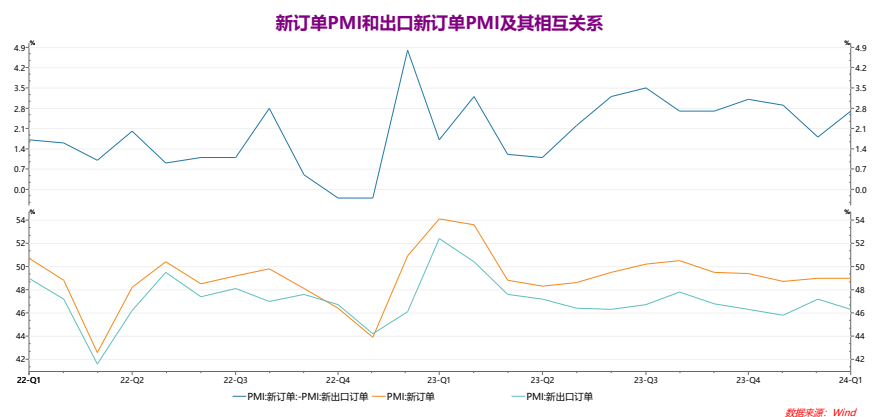


数据来源: Wind、银河期货

二. 从新订单 PMI 下降看，出口新订单 PMI 起到什么作用？

如下图所示，新订单 PMI 和出口新订单的差值从 1.8% 扩大到 2.7% 的水平，其中，在收缩区内新订单 PMI 持平，而出口新订单 PMI 回落，显示出口压力增大。

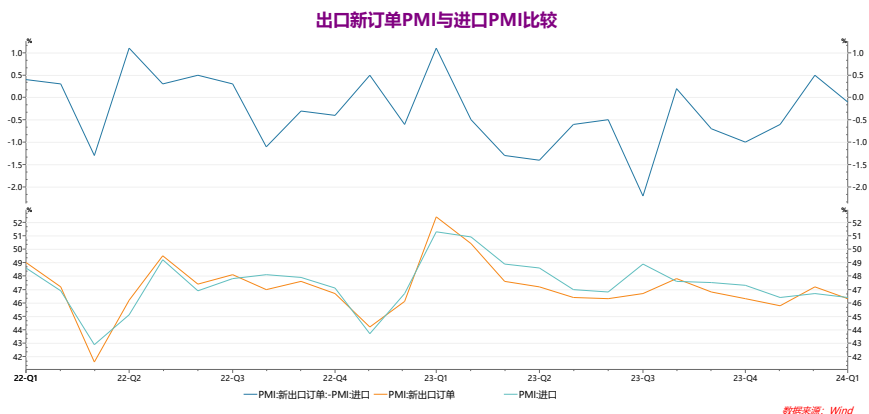
图 3: 新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



数据来源: Wind、银河期货

从出口新订单 PMI 和进口 PMI 的关系看，差值从 +0.5% 转为 -0.1，相对于进口 PMI，出口新订单 PMI 回落更加明显，显示货物贸易顺差可能继续萎缩。

图 4: 出口新订单 PMI 与进口 PMI 比较

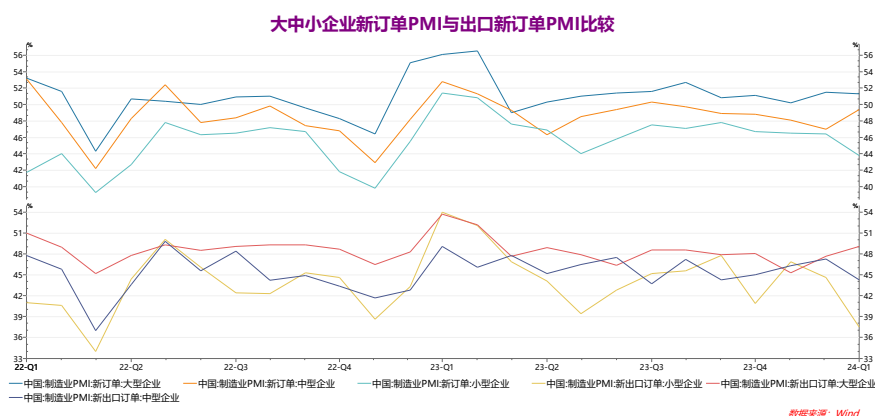


数据来源: Wind、银河期货

三. 结构性问题缓解了吗?

无论从新订单 PMI 还是从出口新订单 PMI, 或者从生产 PMI 等数据看, 结构性问题依旧突出, 仅仅大型企业出口新订单 PMI 在收缩区回升, 中小企业全部指标却在收缩区回落, 特别是小型企业的出口新订单 PMI 和新订单 PMI 均出现跳水。值得高度关注。

图 5: 大中小企业新订单 PMI 与出口新订单 PMI 比较



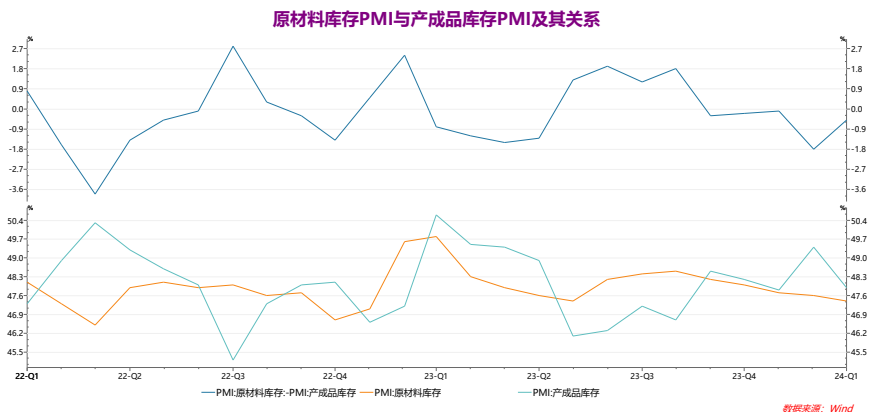
数据来源: Wind、银河期货

四. 从库存关系看, 上下游关系如何?

原材料库存 PMI 回升, 而产成品库存 PMI 回落, 差值从-1.8%缩小到-0.5%,

出厂价格有所回升，原材料价格回落，采购量稍有所回落，上游投资意愿疲软。

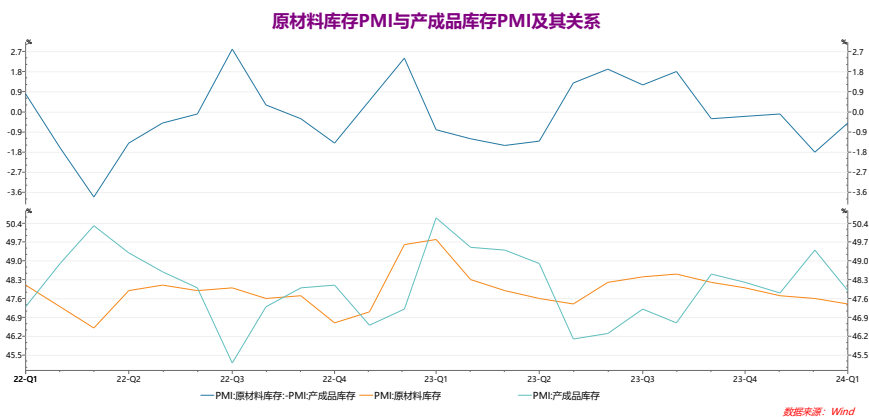
图 6：原材料库存 PMI 与产成品库存 PMI 及其关系



数据来源：Wind、银河期货

而从新订单 PMI 和产成品 PMI 库存的关系看，产品库存 PMI 回落，新订单和产成品库存 PMI 的差值从-0.41%回升到 1.1。显示在新订单 PMI 持平的情况下，企业库存回落。

图 7：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



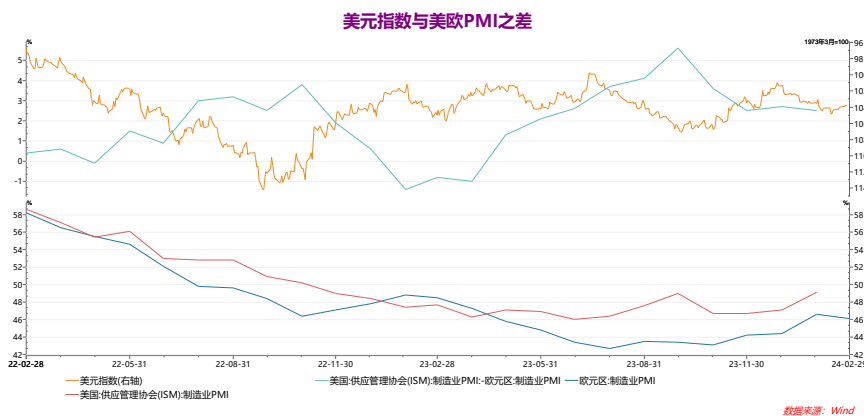
数据来源：Wind、银河期货

五. 汇率影响如何?

从美国和欧盟的 PMI 数据看，美欧 PMI 差值依旧正向，尽管出现萎缩。从 12 月的 2.7%回落到 1 月的 2.5%。但 2 月欧洲 PMI 从 46.6%回落 46.1%，而美国

的 Markit PMI 从 50.6 回升到 51.7%，在这个意义上，近期美元指数表现强势也在情理之中。

图 8：美元指数与美欧 PMI 之差



数据来源：Wind、银河期货

近期汇率明显偏弱。展望汇率，笔者依旧坚持汇率年度分析报告——《加深对中国式有管理浮动汇率体系中“管理”二字理解意义重大》一文中的观点，即汇率受制于近阶段宏观因素影响，汇率缺乏持续上升的基础，尽管受到事件性因素影响，有脉冲式上冲的可能。

将要召开的“两会”估计大概率将对宏观经济加大逆周期调节力度，在内部均衡和外部均衡出现冲突的情况下，以内部均衡为主是常规操作。笔者注意到 5 年 LPR 下降后，有多家银行下调了存款利率，而下调银行存款利率是去年 5 月汇率跌破 7 元的导火线，而银行下降存款利率的背景是 LPR 的下调有可能导致已经到历史低位的银行净息差进一步回落。

在内外均衡出现冲突的背景下，以内部均衡为主的另一个佐证是央行的外汇占款出现了持续增加，这也将对境内已经偏紧的外汇供求关系继续加大压力。

但在底线思维下，在加强汇率管理的背景下，7.3 元左右是个政策底部。从

央行近期通过逆周期因子将中间价固化在 7.10 元一线，极限最低交易价 7.24 元左右是底线思维下的第一道防线。

对要达到汇率风险中性的外汇需求企业来讲，汇率的反弹是次购汇和锁汇的机会，对结汇企业讲，如汇率接近 7.3 元，结汇的收益会增加，但 7.3 元以下的结汇机会估计不大会存在。当然，从长期看，中国经济向好趋势不变，汇率将因此而回升。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河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发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河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。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河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，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799