

2021年2月28日

【华西固收研究】春节停工、外需回落驱动产需放缓，不宜过高预期就地过节对经济拉动

——2月PMI数据点评 20210228

事件概述：

国家统计局发布2月PMI数据，制造业PMI数据录得50.6%，环比回落0.7pct，非制造业PMI数据录得51.4%，环比回落1.0pct，综合PMI产出指数为51.6%，环比回落1.2pct。

分析与判断：

► 制造业：

受春节停工+外需回落影响，产需两端持续放缓

本月，制造业新订单指数录得51.5%，较上月回落0.8pct，需求端连续三个月出现回落。**需求趋弱可能源自于两方面的影响：**一是春节期间企业大多停工停产，导致对制造业产品的需求有所减弱；二是海外疫苗注射持续推进，全球复工复产加速，部分海外订单存在向外转移的趋势，新出口订单2月仅录得48.8%，较上月回落1.4pct，重新进入收缩区间。生产端的回落幅度要明显大于需求端，生产指数较上月回落了1.6pct。**除了需求变化带动的生产被动走弱之外，春节放假也对生产存在季节性的冲击扰动。**从历史数据来看，2010-2019年10年间共有8次春节当月PMI较春节前月出现回落，回落幅度在0.1-3.8pct不等，均值为0.86pct。不过制造业企业库存指数开始从高位回落，原材料、产成品库存分别录得47.7%、48.0%，较上月回落1.3、1.0pct，结合采购量指数继续下降来看，企业存在主动控制库存规模的情况。

春节后预计PMI大概率将出现边际回升，但需要关注海外需求转移的情况。从2010-2019年的历史数据统计来看，PMI在春节次月均会出现回升，回升幅度在0.1-3.1pct不等，主要是春节后企业往往有赶抢工的意愿，存在季节性波动。同时，生产经营活动预期指数从57.9%提升至59.2%，也反映出企业对节后产需较为乐观。不过，随着海外疫苗接种率的持续提高，全球复工将进一步提速，或将对国内企业的海外订单产生分流的效应，从而压制整体制造业需求。

出厂价格边际提升，原材料价格维持高位

本月价格端数据的波动有所分化，上游产品的涨价速度略有放缓，主要原材料购进价格指数回落了0.4pct；而下游价格则表现为加速上涨，出厂价格指数回升1.3pct。尽管原材料购进价格出现边际回落，但读数录得66.7%，仍然在较高的区间波动。石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、电气机械器材等行业主要原材料购进价格指数均超过70.0%，与近期大宗商品价格走势基本一致。**工业品领域的通胀压力仍然需要关注。**

中、小企业景气度回落，均处于荣枯线下方

本月，大、中、小型企业PMI分别为52.2%，49.6%和48.3%，分别较上月变化+0.1、-1.8、-1.1pct，中型企业PMI回落至荣枯线下方，说明春节放假对中小企业的影​​响较大，而大型企业的抗波动能力较强。

► 非制造业：

业务活动预期显著提升，非制造业景气度有望明显提振

本月，非制造业景气度继续回落，商务活动指数录得 51.4%，较上月下降 1.0pct。需求端小幅回暖，新订单指数录得 48.9%，回升 0.2pct。与制造业较为类似，外需呈现加速回落趋势，新出口订单较上月回落 2.3pct。价格方面表现为投入端加速涨价、销售端涨价速度略有放缓，与春节前后用工紧张、劳动力成本上升有一定关系。分行业来看，建筑业春节期间施工暂停，景气度下降明显，建筑业 PMI 大幅回落 5.3pct，而服务业仅回落 0.3pct。不过，本月非制造业业务活动预期指数录得 64.0%，较前月大幅回升 8.9pct，行业景气度有望在 3 月出现较大幅度的提振。

建筑业：需求、预期双双向好

本月建筑业 PMI 录得 54.7%，较上月回落 5.3pct。本月建筑业新订单指数录得 53.4%，回升 2.2pct，春节后开工需求较大。价格方面表现较为平稳，建筑业投入品价格提升 0.2pct，销售价格指数下降 0.4pct。本月建筑业业务活动预期指数同样大幅上行，录得 68.2%，回升 14.6pct，关注固定资产投资是否存在超预期可能。

服务业：需求继续收缩，但预期向好

本月服务业 PMI 录得 50.8%，较上月回落 0.3pct，景气度小幅下滑。春节期间居民对服务业的需求仍有所下降，但幅度并不明显，服务业新订单指数回落 0.2pct，录得 48.1%，需求端继续保持收缩状态。业务活动预期指数录得 63.2%，大幅回升 7.9pct，从业人员指数也有所提升，整体来看服务业企业仍然看好春节后需求的改善。

投资建议：通胀压力仍对债市产生制约，中长端保持耐心等待建仓机会

从 PMI 数据来看，短期国内宏观经济仍有向上反弹的动能，同时大宗商品价格持续上行，全球通胀预期较高，工业品领域的通胀压力在逐步的兑现。尽管资金面对债市的扰动已经逐渐过去，但基本面成为主线逻辑后对债市并不友好，通胀压力解除或通胀预期证伪之前，债市难言趋势性机会。此外，下周将召开全国两会，政府债的发行也有望在两会后开始启动，利率债供给届时也将有所加大。

当前，我们建议关注短债的防守价值，中长端要保持谨慎和耐心，如果利率出现明显上行后可以关注建仓布局的机会，同时密切关注中美利差压缩下外资动向。

风险提示

信用环境存在反复。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2021年2月PMI数据一览

联系人: 樊信江/顾子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1: 制造业PMI回落0.7ct, 非制造业PMI回落1.0pct

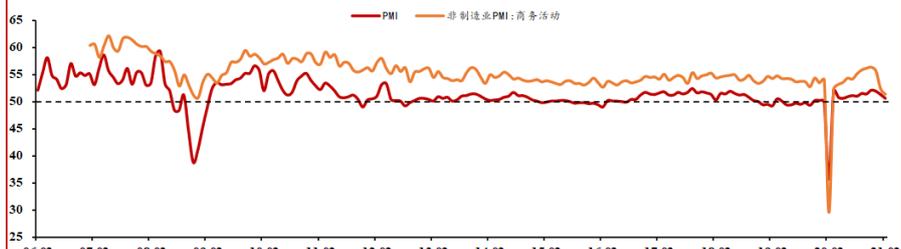


图2: 制造业PMI——较上月回落0.7pct, 录得50.6%

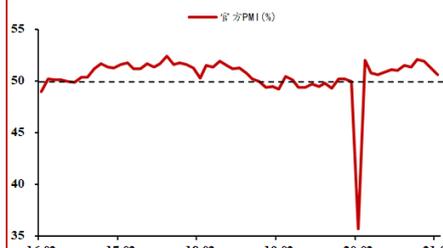


图3: 非制造业PMI——较上月回落1.0pct, 录得51.4%

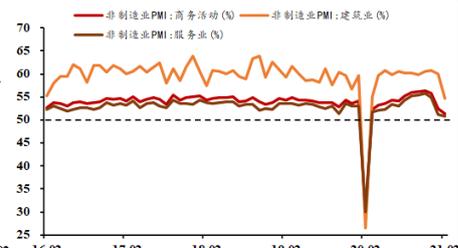


图4: 制造业PMI——生产速度放缓, 出厂价格小幅抬升

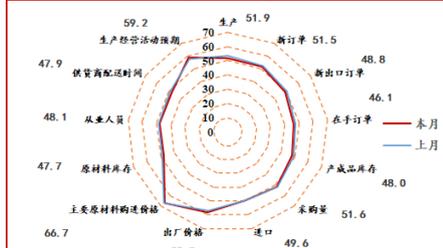


图5: 非制造业PMI——新出口订单回落, 企业预期显著提振

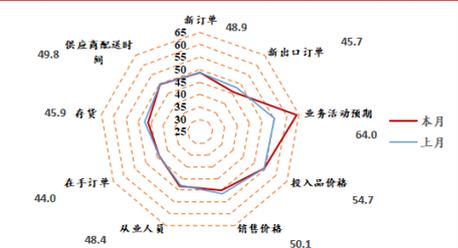


图6: 制造业PMI——产需缺口收窄, 生产动能基本持平

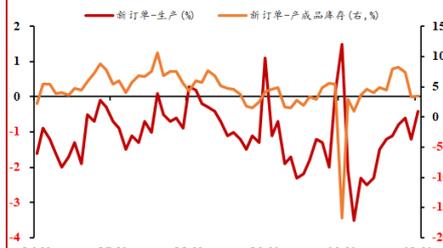


图7: 制造业PMI——企业去库速度边际提升

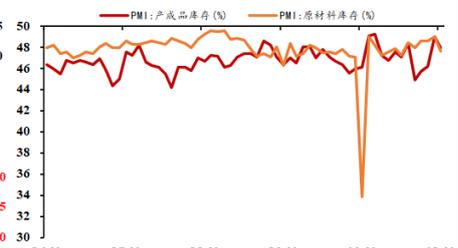


图8: 制造业PMI——中小企业景气度有所回落

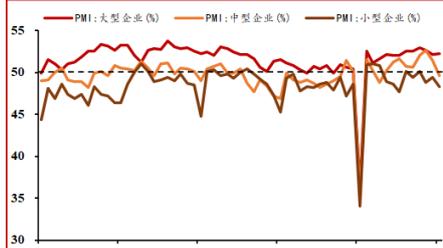


图9: 制造业PMI——生产预期指数回升1.3pct

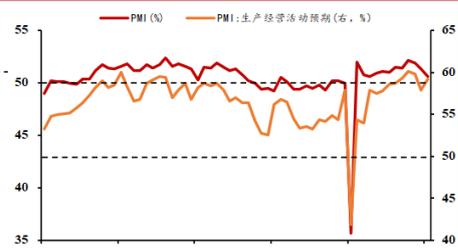


图10: 制造业PMI——从业人员指数回落0.3pct

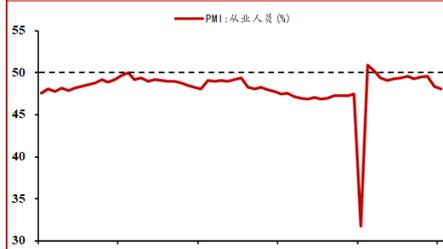
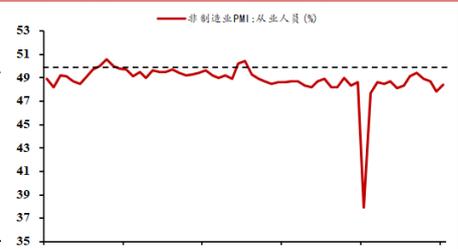


图11: 非制造业PMI——从业人员指数回落0.6pct



资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所
免责声明: 本信息为公开信息收集整理所得, 仅面向华西证券的专业投资机构客户, 仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下, 本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负责。本信息内容的版权归华西证券所有, 华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17866

