

宏观点评

PMI 连续 3 个月回落，仅仅是季节性因素吗？

事件：2月制造业 PMI 50.6%（前值 51.3%）；非制造业 PMI 51.4%（前值 52.4%）。

核心观点：关注“出口-生产”VS“服务业-内需”之间可能的景气度切换。

1、2月制造业、非制造业 PMI 均季节性回落，就地过年的影响趋于中性。2月制造业、非制造业 PMI 分别为 50.6%、51.4%，分别环比回落 0.7、1.0 个百分点，主因春节假期的季节性影响。今年春节假期落在 2月中旬，假期因素对企业生产经营影响较大，考虑到今年与 2018、2016、2013 年这三年的春节时间较为接近，而这三年 2月制造业、非制造业 PMI 分别平均环比下跌 0.6、1.1 个百分点，均与今年 2月 PMI 降幅基本持平，反映 2月 PMI 下跌季节性是主因，“就地过年”的总体影响不大，与我们此前判断一致（具体请参考《“就地过年”对经济的实际影响如何？》）。

2、分项看，提示重点关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端的 5 大信号：

1) 产需扩张均放缓，生产端弱于预期。2月 PMI 生产指数、新订单指数分别回落 1.6、0.8 个百分点，均是连续第 3 个月回落，反映生产扩张和下游需求修复速度均继续放缓，其中：生产端回落较大，跌幅大于季节性，预示“就地过年”对生产的带动效应需进一步观察；需求端环比回落较小，可能与 1 月新订单指数跌幅较大、基数较低有关。分行业看，医药、通用设备、电气机械等行业景气较高。

2) 出口订单跌至收缩区间，进口订单跌幅较小。2月新出口订单回落 1.4 个点至 48.8%，连续第 3 个月回落，是 2020 年 9 月以来首次跌至线下且跌幅大于季节性，1-2 月合并看也降至 49.5%，预示出口景气度有所回落。2月进口订单小落 0.2 个点至 49.6%，连续第 2 个月处于线下，但跌幅小于季节性，反映内需延续修复。

3) 价格维持高位，2月 PPI 同比可能大幅升至 1% 以上，库存小幅回落，但不改补库趋势。价格方面，受全球疫情回落、经济复苏与通胀预期上升影响，原油、有色、化工等大宗价格多明显上涨，2月原材料价格指数、出厂价格指数分别为 66.7%、58.5%，均维持近年来高位，环比分别变动 -0.4、1.3 个百分点；预计 2月 PPI 同比大幅升至 1% 以上，年内 PPI 大概率超预期上行，高点有望超 5%，全年同比在 4% 左右。库存方面，2月 PMI 原材料、产成品库存指数分别回落 1.3、1.0 个百分点至 47.7%、48.0%，连续 3 个月回升后再度回落，2月产成品库存回落可能与上月被动补库后的去库有关，原材料库存回落可能与价格高涨下企业成本压力加大有关。延续前期观点：鉴于经济复苏、需求回暖的大趋势，预计整体仍趋于补库。

4) 中小企业景气度明显回落，就业有所分化。2月大中小企业 PMI 分别变动 0.1、-1.8、-1.1 个百分点至 52.2%、49.6%、48.3%，中小企业经营景气回落明显，主要也是受到春节假期影响。就业方面，1月服务业、建筑业从业人员指数分别回升 0.5、1.4 个百分点，制造业则回落 0.3 个百分点。

5) 服务业、建筑业延续回落，但节后预期向好。2月服务业 PMI 小幅回落 0.3 个百分点至 50.8%，连续第 3 个月回落。分行业看，2月零售、餐饮、娱乐等行业景气指数均位于扩张区间且高于上月，住宿、租赁及商务服务等行业景气位于临界点以下，印证了我们前期判断：“就地过年”对近距离消费有带动，对远距离消费有拖累。2月建筑业 PMI 大幅回落 5.3 个百分点至 54.7%，反映受春节假期及天气因素等影响，建筑业施工进度有所放缓。此外，关注 2月服务业业务活动预期环比大幅提升 7.9 个百分点，大幅高于季节性，我们继续提示，鉴于疫情持续受控和疫苗进展顺利，今年服务业恢复可能超预期。

3、总体看，2月 PMI 回落应主要受季节性影响，但需密切跟踪“出口-生产”链条 VS “服务业-内需”链条之间可能的景气度切换，也就是说，需要密切跟踪“消费-服务业”的修复动能是否比已在高点的“出口-生产”会更好。延续前期观点，疫情持续受控下，叠加“就地过年”的影响趋于中性，一季度 GDP 增速大概率不会低于年底年初的市场预期（18%-20%）。此外，2月服务业修复的预期明显，反映疫情约束进一步减退，经济修复的确定性进一步增强。我们继续提示紧盯三条线索：1) PPI 和大宗价格走势；2) 海外情况（如美债收益率变动、拜登新政及对华政策调整、欧美疫苗疫情进展等）；3) 全国“两会”和“十四五”规划的具体信号。

风险提示：政策收紧超预期，疫情演化超预期，中美冲突超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

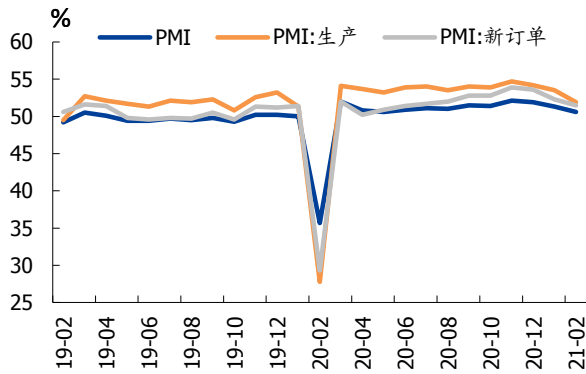
邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《美债收益率后续怎么看？对美股影响多大？》
2021-02-27
- 2、《以史为鉴，本轮 PPI 上行和大宗涨价会如何演绎？》
2021-02-26
- 3、《“就地过年”对经济的实际影响如何？》2021-02-23
- 4、《春节宏观 9 大看点——“牛”转乾坤？》2021-02-17
- 5、《1 月 PMI 降幅为近十年同期最大，有 5 个信号》
2021-01-31

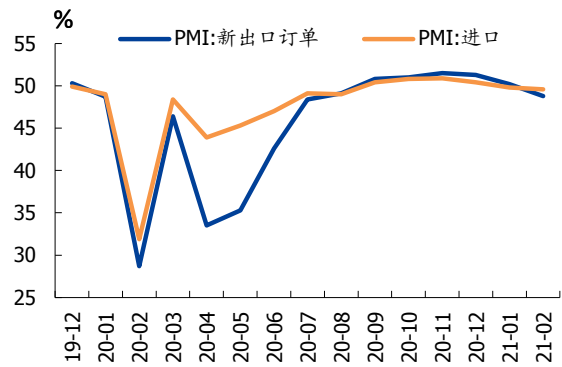


图表 1: 2月制造业、非制造业 PMI 均回落



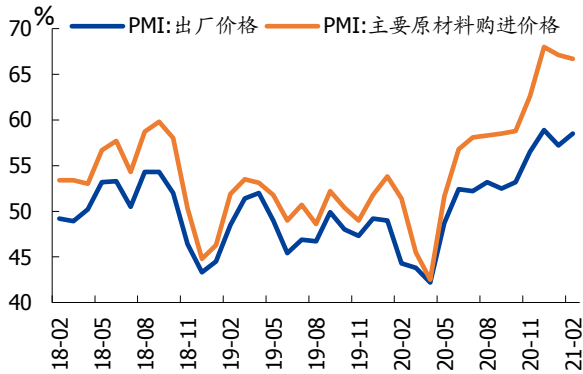
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 2月 PMI 进出口订单指数均回落



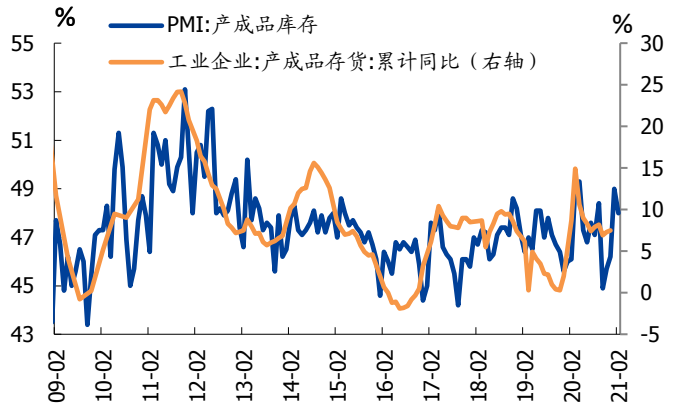
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 2月价格指标维持高位



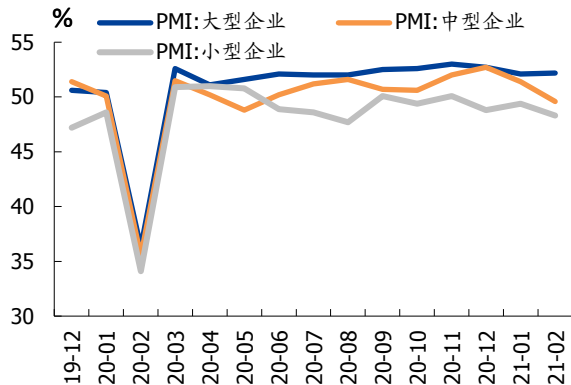
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2月产成品库存指数回落



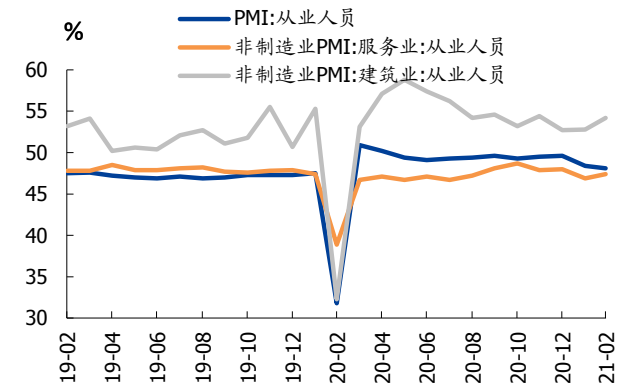
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2月中小型企业景气度明显回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2月就业涨跌互现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_17883

