

2021年2月PMI数据点评

相比于需求，原材料涨价的风险更值得关注

■ 核心摘要

春节因素对2月制造业PMI有较大影响。由于“就地过年”的工人，劳动参与率低于正常时期，因此“就地过年”倡议对生产的推动，要比市场预期的弱。而制造业和非制造业的内需指标，虽然都有所放缓，但整体情况好于生产的下降幅度。2月外需指标下滑明显，不过制造业出口企业对外贸形势仍保持乐观。由于终端需求不弱，企业的预期继续改善，我们认为后续生产指标大概率将回暖。相比于终端需求，当前原材料价格上涨过快，进而恶化中下游企业生产经营的风险，更值得关注。

第一，制造业PMI生产指数，环比降幅超过季节性，和“就地过年”对生产会有正向推动的直观理解不一致。2月制造业PMI生产指数，从53.5下滑到51.9。而2011年到2019年这9年，春节所在月份的制造业PMI生产指数，和前值相比平均下降0.86，今年的降幅更大。“就地过年”倡议对生产推动不及预期的原因，一是原材料涨价对企业生产的意愿会有一定压制，尤其是对中下游的企业。2月大型企业PMI环比上升0.1，而中、小型企业PMI环比分别下滑了1.8和1.1。这种分化也和周期品涨价有关，因为周期商品的生产企业多为大型企业，涨价对它们是有利的，而以周期品为原料的广大中小企业利润会被侵蚀。原因二是即使工人选择就地过年，他们在春节期间的劳动参与率可能也不高。2月反映劳动力成本高和劳动力供应不足的企业比重分别为36.2%和18.3%，都是近期的高点。

第二，今年2月制造业PMI新订单指数环比下降0.8，也超过了季节性的0.5，但相比于生产指数而言，情况要好得多。非制造业PMI的新订单指数，还从48.7回升到48.9，主要由建筑业贡献。

第三，外需指标有所放缓，但企业对未来的预期较为乐观。2月制造业PMI新出口订单指数从50.2下降到48.8，非制造业PMI新出口订单指数从48.0下降到45.7。尽管如此，制造业企业的预期仍然比较积极，根据国家统计局领导的解读，2月制造业出口企业的生产活动预期指数为60.8%，处于高景气的区间，表明多数制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观。

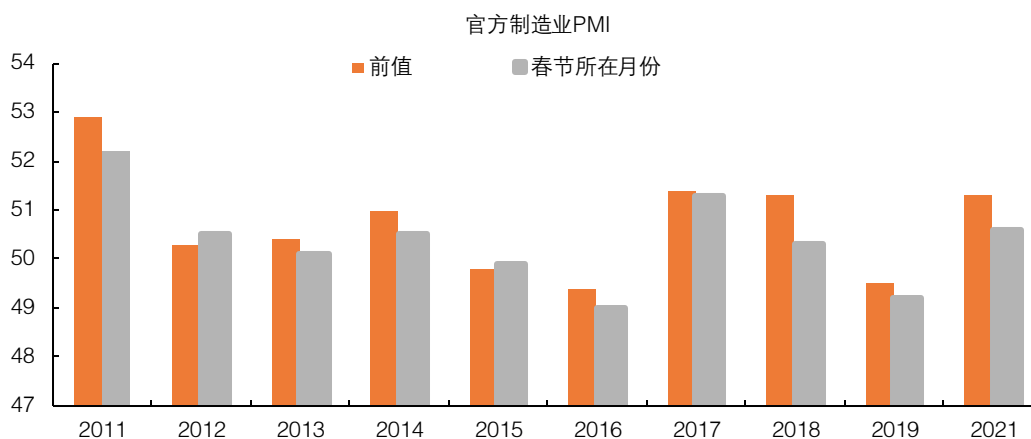
第四，由于需求并不弱，制造业企业和非制造业企业的预期都继续改善。尽管短期生产受到春节等因素的影响，但只要需求不弱，企业的预期就不会差，生产也会有支撑，因为生产情况如何最终是由需求来决定的。2月制造业PMI生产经营活动预期指数从57.9提高到59.2，非制造业PMI业务活动预期指数从55.1大幅回升到64.0。因此，我们预计企业的采购、生产、原材料库存等指标，后续大概率会回升。

第五，原材料价格上涨较快，是目前需要关注的经济风险点。周期商品价格大涨，也在PMI的价格指标中得到体现。2月制造业PMI主要原材料购进价格指数66.7，连续第4个月在60之上。PMI出厂价格指数从57.2提高到58.5，根据它和PPI环比的关系，我们预计2月PPI环比为1.1%、同比为1.9%。非制造业PMI方面，投入品价格指数从54.5提高到54.7，连续第5个月上升；销售价格指数从51.4降到50.1，连续2个月下降。制造业和非制造业都面临原材料快速涨价，但由于终端需求不强，中下游企业成本上涨向终端消费转移能力有限的问题。利润向上游企业集中，而处于中下游的中小企业生产经营变得困难，需要关注这种分化所带来的风险。

2月官方制造业 PMI 50.6，非制造业 PMI 商务活动指数 51.4，综合 PMI 产出指数 51.6，分别较前值下降 0.7、1.0 和 1.2。综合 PMI 产出指数环比降幅能够超过另外两个，原因是它是用制造业 PMI 的生产指数，而不是用制造业 PMI，来和非制造业 PMI 商务活动指数加权平均得到的。制造业 PMI 生产指数从 53.5 下滑到 51.9，环比下降了 1.6。

制造业 PMI 环比下降的幅度，超过了季节性降幅。官方 PMI 数据受季节性因素影响较大，国家统计局季调后对外发布，但季调难以完全消除季节性因素的影响。国家统计局领导在解读 2018 年 2 月制造业 PMI 数据时，就称“从历史数据看，春节所在月份的 PMI 大多会出现一些调整”。2011 年到 2019 年这 9 年，有 7 年春节所在月份的制造业 PMI，和前值相比是下滑的，平均下降 0.33；另外两年（2012 和 2015 年）由于春节在月度下旬，春节因素的影响可能大部分延后到下一月。因此，今年 2 月制造业 PMI 的降幅，超过了季节性因素可以解释的范围。

图表1 春节所在月份的制造业 PMI，多数较前值下滑



资料来源:wind,平安证券研究所

从官方 PMI 的分项指数看，有以下几个值得关注的点：

第一，制造业 PMI 生产指数，环比降幅超过季节性，和“就地过年”对生产会有正向推动的直观理解不一致。2011 年到 2019 年这 9 年，有 8 年春节所在月份的制造业 PMI 生产指数，和前值相比是下降的，平均下降了 0.86。而今年 2 月的制造业 PMI 生产指数，环比下降 1.6，明显超过了上述均值。按生产指数在制造业 PMI 中的权重 25% 计算，生产指数拖累制造业 PMI 下降 0.4，是 2 月制造业 PMI 环比下滑的最主要影响分项。

数据公布前，市场普遍预期由于“就地过年”倡议，今年 2 月工业生产将比以往年份的春节所在月更强。但实际情况却是，生产比季节性更弱。我们认为造成这种分化的原因：

一方面，原材料涨价对企业生产的意愿会有一定压制，尤其是对中下游的企业。2 月大型企业 PMI 环比上升 0.1，而中、小型企业 PMI 环比分别下滑 1.8 和 1.1，这种分化也和周期品涨价有关。因为周期商品的生产企业多为大型企业，涨价对它们是有利的，而以周期品为原料的广大中小企业利润会被侵蚀；

另一方面，即使工人选择就地过年，他们在春节期间的劳动参与率可能也不高，因此对生产的推动要比预期弱。国家统计局有关领导提到，2 月反映劳动力成本高和劳动力供应不足的企业比重分别为 36.2% 和 18.3%，都是近期的高点。这说明选择就地过年的工人，劳动参与率是要低于正常时期的，导致企业面临的用工压力，甚至比平时更大。制造业 PMI 从业人员指数从 48.4 降到 48.1，是 2020 年 3 月以来的最低水平。

第二，制造业和非制造业的内需指标，都好于生产。制造业 PMI 新订单指数从 52.3 下滑到 51.5，2011 年到 2019 年这 9 年，春节所在月份的制造业 PMI 新订单指数和前值相比平均下降 0.47。因此，今年 2 月制造业 PMI 新订单指数降幅也超过了季节性，但相比于生产指数而言，情况要好得多。非制造业 PMI 的新订单指数，还从 48.7 回升到 48.9，主要由建筑业贡献。

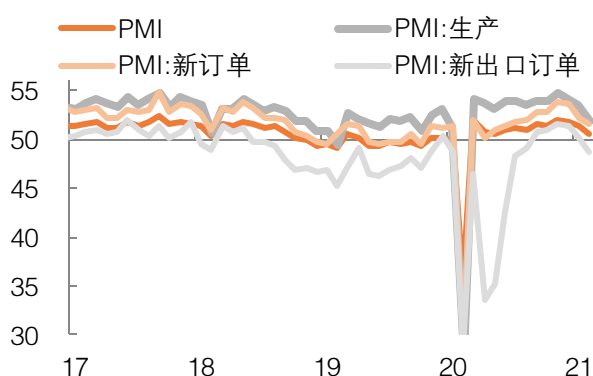
第三，外需指标有所放缓，但企业对未来的预期较为乐观。由于春节月份企业的销售活动减少，PMI外需指标也会季节性回落。制造业 PMI 的新出口订单指数从 50.2 下降到 48.8，回到荣枯线之下。非制造业 PMI 的新出口订单指数从 48.0 下降到 45.7，回到去年三季度的水平。但制造业企业的预期仍然比较积极，根据国家统计局领导的解读，2 月制造业出口企业的生产活动预期指数为 60.8%，处于高景气的区间，表明多数制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观。我们也认为，美国疫苗较快接种、1.9 万亿美元的刺激方案出台，这些都会支撑中国短期的出口。

第四，由于需求并不弱，制造业企业和非制造业企业的预期都继续改善。尽管短期生产受到春节等因素的影响，但只要需求不弱，企业的预期就不会差，生产也会有支撑，因为生产情况如何最终是由需求来决定的。2 月制造业 PMI 生产经营活动预期指数从 57.9 提高到 59.2。制造业 PMI 进口指数可以视为企业的预期指标，因为制造业企业实际的进口是滞后于进口订单签订的，企业对未来的预期如何，会体现在它当期签订的进口订单上。2 月制造业 PMI 进口订单从 49.8 小幅下滑到 49.6，降幅远小于新出口订单下滑的 1.4，也能说明制造业企业的预期不弱。2 月非制造业 PMI 业务活动预期指数从 55.1 大幅回升到 64.0，其中，建筑业业务活动预期指数为 68.2%，比上月上升 14.6 个百分点；服务业业务活动预期指数为 63.2%，比上月上升 7.9 个百分点。因此，我们认为企业的采购、生产、原材料库存等指标，后续大概率会回升。

第五，原材料价格上涨较快，是目前需要关注的经济风险点。周期商品价格大涨，也在 PMI 的价格指标中得到体现。2 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数 66.7，连续第 4 个月在 60 之上。PMI 出厂价格指数从 57.2 提高到 58.5，根据它和 PPI 环比的关系，我们预计 2 月 PPI 环比为 1.1%、同比为 1.9%。非制造业 PMI 方面，投入品价格指数从 54.5 提高到 54.7，连续第 5 个月上升；销售价格指数从 51.4 降到 50.1，连续 2 个月下降。制造业和非制造业都面临原材料快速涨价，但由于终端需求不强，中下游企业成本上涨向终端消费转移能力有限的问题。利润向上游企业集中，而处于中下游的中小企业生产经营变得困难，需要关注这种分化所带来的风险。

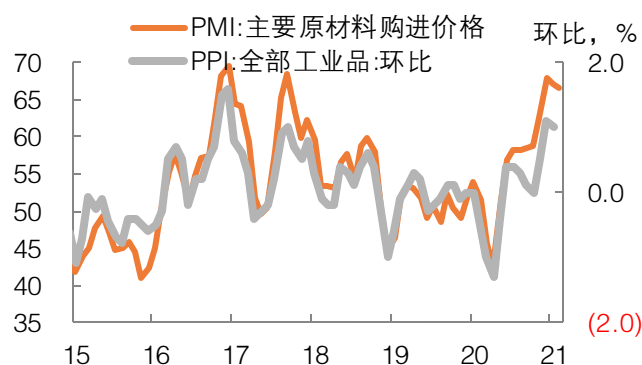
总的来说，春节因素对 2 月制造业 PMI 有较大影响。由于“就地过年”的工人，劳动参与率低于正常时期，因此“就地过年”倡议对生产的推动，要比市场预期的弱。而制造业和非制造业的内需指标，虽然都有所放缓，但整体情况好于生产的下降幅度。2 月外需指标下滑明显，不过制造业出口企业对外贸形势仍保持乐观。由于终端需求不弱，企业的预期继续改善，我们认为后续生产指标大概率将回暖。相比于终端需求，当前原材料价格上涨过快，进而恶化中下游企业生产经营的风险，更值得关注。

图表2 2月制造业 PMI 生产和出口订单降幅较大



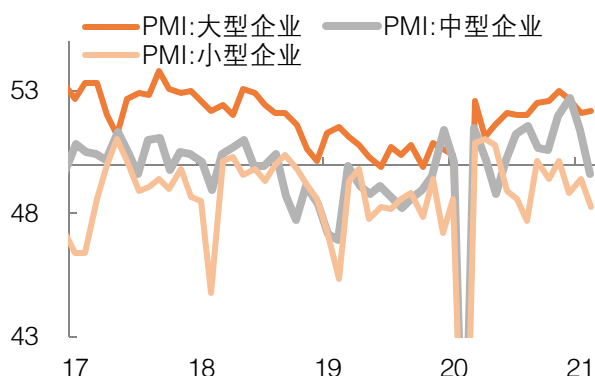
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 2月 PPI 环比预计仍处高位



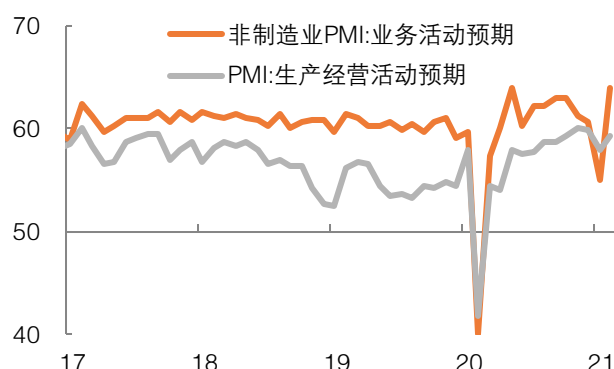
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 2月 中小型企业 PMI 大幅下滑，大型企业稳定



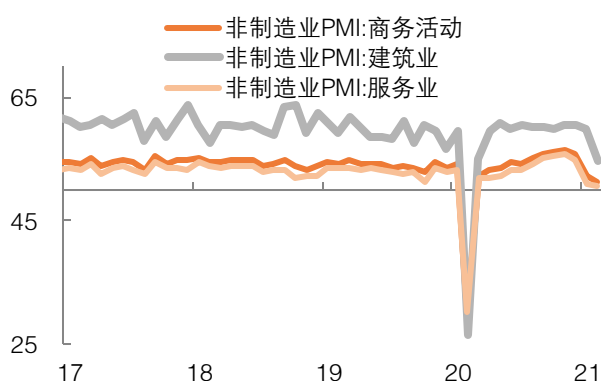
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 2月 制造业和非制造业未来预期指数均处高位



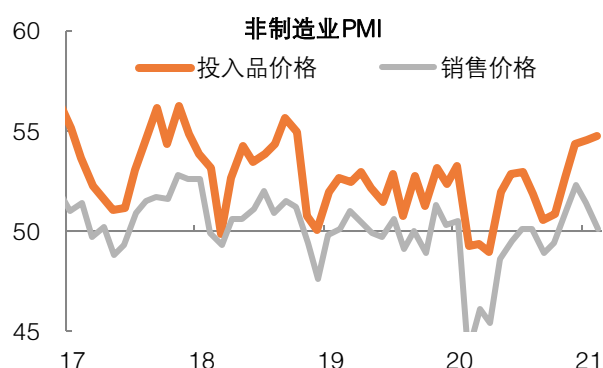
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 2月 春节因素影响下，建筑业 PMI 大幅下挫



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表7 2月 非制造业投入品涨价压力加大



资料来源:wind, 平安证券研究所

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_17886

