

证券研究报告 / 宏观数据

企业生产活动降温，关注2月份超季节性表现

— 1月PMI数据点评

报告摘要：

1月份季节性效应以及疫情扰动加强，导致制造业供需两端景气度均有所回落。参考春节时间同在2月中旬左右的年份，如2018、2016、2015、2013年，其PMI指数普遍从1月开始回落，2月最低，类似于工业增加值的表现。分项上生产回落幅度往往大于订单，这与春节期间影响生产有关。今年1月PMI指数也回落，但生产下降的幅度小于订单。

订单指数下滑幅度高于生产指数，我们认为这与外需扩张放缓有较大关联，如圣诞季海外需求提前集中释放，疫情反复导致欧洲1月份生产活动放缓、美国财政刺激尚未落地导致零售走弱。进而将导致海外对于中间品、下游消费品的进口需求出现阶段性放缓。随着海外疫苗接种进程的逐步推进，美国财政刺激的落地，全球总需求的扩张对于国内的出口外贸活动仍有进一步的支撑。

工业品价格涨幅放缓，叠加产成品库存的回升，指向企业被动累库迹象。而需求弱于生产的情况，也导致产成品库存增幅远大于原材料库存，销售价格放缓幅度大于原材料购进价格。

中小型企业PMI小幅回落，小型企业景气度逆势回升，但仍处在荣枯线以下。其生产经营活动预期指数自去年2月份以来首次跌落荣枯线之下，表明企业对经营前景依然保持较为谨慎态度。

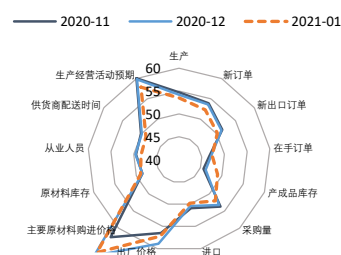
疫情扰动加强，居民线下消费活动放缓，导致生活性服务业景气度回落至荣枯线以下，如住宿、餐饮、交通运输、娱乐等生活类行业商务活动指数收缩明显。从春运前三日发送旅客数量来看，较2020年同期下滑超过70%。

建筑业景气度回落，指向户外施工活动进入淡季，主要受冬季低温天气及春节假期临近影响。值得关注的是，市场预期指数大幅走低，认为未来3个月内业务活动减少的企业比重有所上升。这与近期监管约束地产需求端扩张有关，未来销售活动的放缓将削弱地产投资的积极性。

2月份预计PMI指数呈现出超季节性特征，核心原因在于就地过年影响，今年春运返乡客流远低于往年同期水平，导致今年2月份实际工作天数大概率高于往年。考虑到小型企业尚未企稳复苏，局部疫情爆发导致线下服务业消费修复趋势暂歇，需求弱于生产的情况仍在，指向当前货币政策暂不具备过快退出条件。

风险提示：海外疫情反复，宏观政策超预期。

相关数据



相关报告

《流动性压力有望缓和，预计资金面回归紧平衡》

--20210131

《美联储“鸽”声依旧，拜登行政令频出》

--20210131

《美联储发了“定心丸”》

--20210128

《春节就地过年对经济影响不同向，政策不急转弯》

--20210124

《拜登政府平稳交接》

--20210124

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

1. 主要数据

中国 1 月官方制造业 PMI 为 51.3%，前值 51.9%。

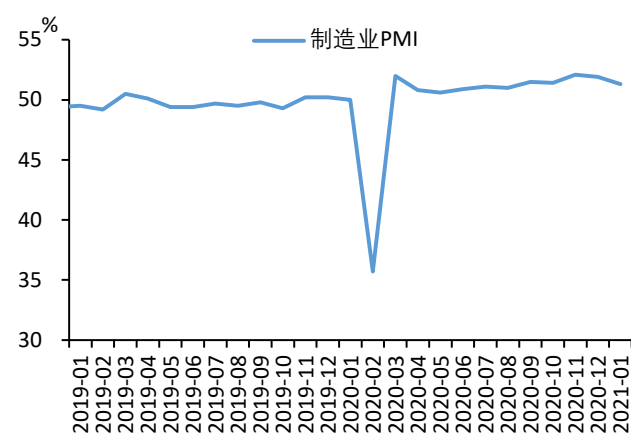
中国 1 月官方非制造业 PMI 为 52.4%，前值 55.7%。

中国 1 月官方综合 PMI 为 52.8%，前值 55.1%。

2. 疫情扰动下，制造业生产季节性走弱

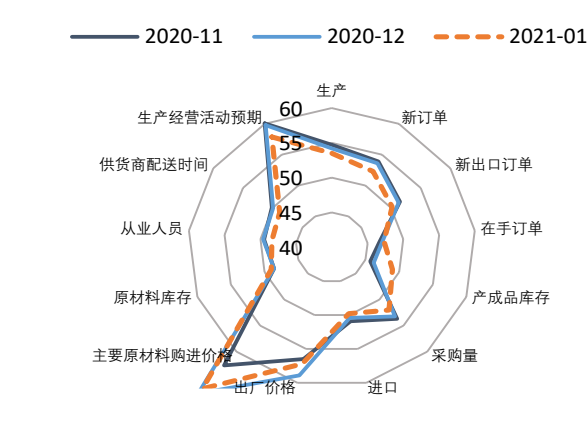
1 月企业生产活动放缓主要受北方疫情扰动、工人提前返乡、季节性走弱等因素影响。1 月，PMI 生产指数较上月回落 0.7 个百分点至 53.5%，连续两个月出现放缓。同期，从业人员指数较上月大幅回落 1.2 个百分点，这与疫情影响员工到岗，农村返乡政策严控催生工人提前返乡有关，导致企业用工缺口加大。假日效应导致上下游景气度分化，下游消费品行业回暖，而靠近中上游生产端受季节性检修等因素影响，景气度表现偏弱。1 月消费品行业 PMI 较上月提升 1.8 个百分点至 52.3%，对应的生产及新订单指数均高于制造业总体水平，其中农副食品加工、计算机通信等行业景气度较高。而纺织、化工行业 PMI 指数均位于临界值以下。

图 1：1 月制造业 PMI 放缓，但仍位于景气区间



数据来源：东北证券，Wind

图 2：制造业 PMI 分项表现

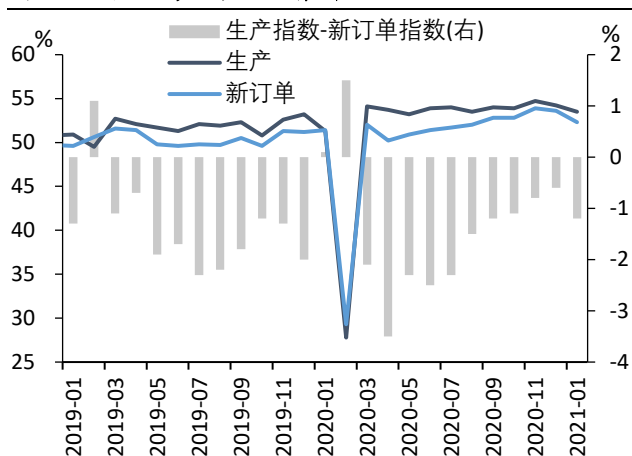


数据来源：东北证券，Wind

3. 外需放缓拖累总需求走弱

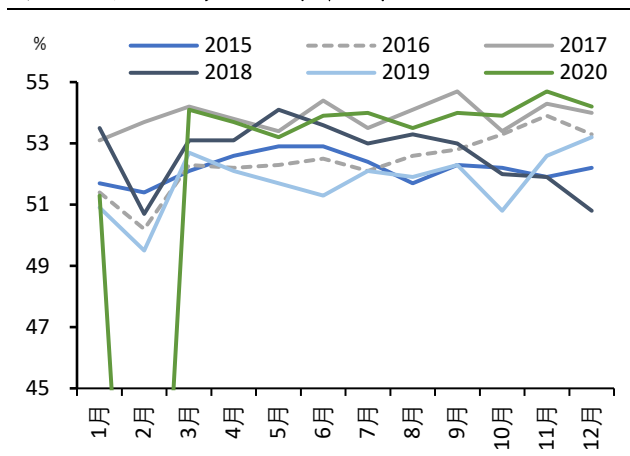
新订单指数下滑幅度高于生产指数。我们认为这与外需扩张放缓有较大关联，如圣诞季海外需求提前集中释放，疫情反复导致欧洲 1 月份生产活动放缓、美国财政刺激尚未落地导致零售走弱。1 月新订单指数较上月大幅回落 1.3 个百分点至 52.3%，新出口订单指数较上月回落 1.1 个百分点至 50.2%。1 月份欧元区制造业 PMI 出现不同程度的放缓，可能导致对于进口中间品需求出现阶段性放缓。1 月份美国零售数据环比表现也弱于往年，也将导致对下游消费品的进口支撑短期走低。随着海外疫苗接种进程的逐步推进，美国财政刺激的落地，全球总需求的扩张对于国内的出口外贸活动仍有进一步的支撑。

图 3: 制造业产需缺口有所放大



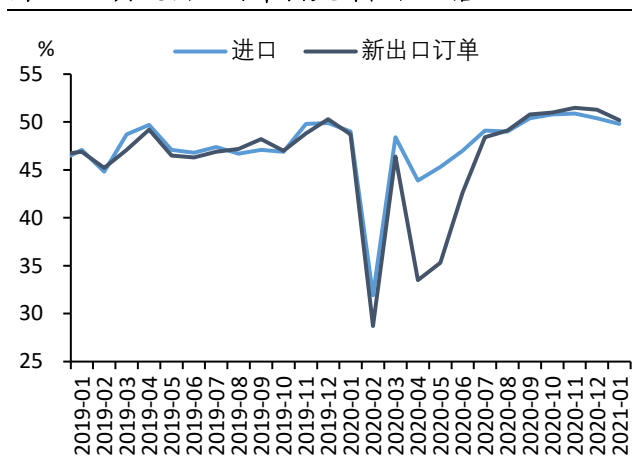
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 制造业生产指数季节性表现



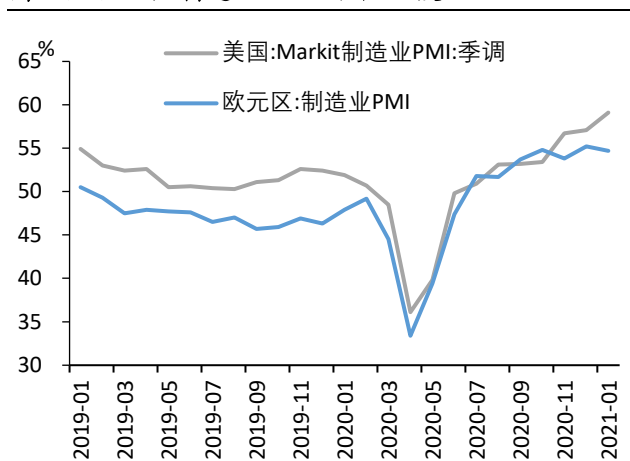
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 1月进出口订单指数阶段性回落



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 欧元区制造业 PMI 小幅放缓



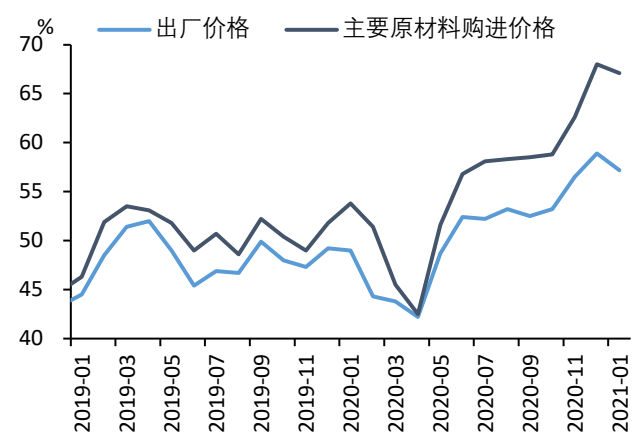
数据来源：东北证券，Wind

4. 工业品涨价速度放缓，需求弱于生产导致企业被动累库

工业品价格上行斜率放缓，但仍保持高位运行。1月生产活动的放缓，带动主要原材料购进价格指数和出厂价格指数出现小幅回落，分别为67.1%和57.2%，低于上月0.9和1.7个百分点。分行业来看，石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等上游行业涨价效应明显，同时受天气、春节消费旺季等因素影响，猪肉鲜菜等价格上涨也导致农副食品加工业价格涨幅突出，对应的原材料采购及销售价格指数均高于70.0%。

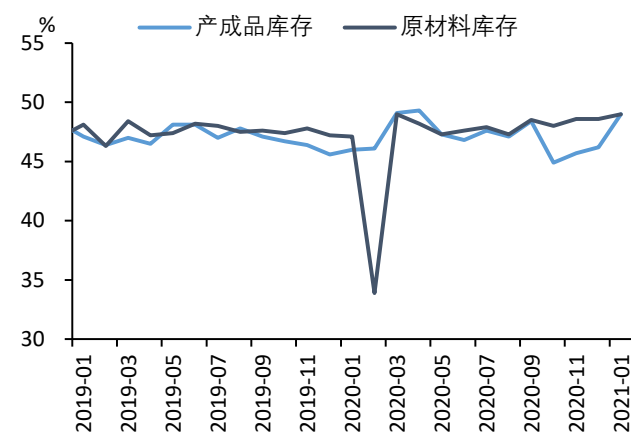
价格涨幅放缓，叠加产成品库存的回升，指向企业出现被动累库迹象。1月产成品库存大幅攀升2.8个百分点至49%，为2020年5月份以来新高。而同期原材料库存指数仅小幅上升0.4个百分点至49%，指向当前下游需求弱于生产。

图 7: 1 月出厂价格指数有所回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 1 月产成品被动补库阶段



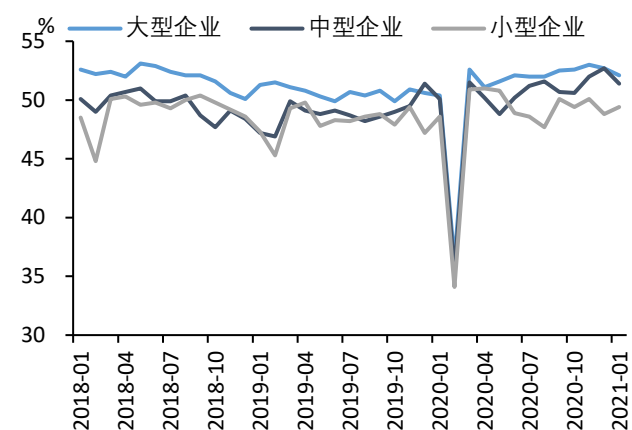
数据来源: 东北证券, Wind

5. 小型企业景气度回升, 但未来预期仍相对谨慎

小型企业景气度回升, 但仍处在荣枯线以下。大中型企业 PMI 虽小幅回落, 但总体较为稳定。1 月小型企业 PMI 较上月回升 0.6 个百分点至 49.4%, 其中生产指数较上月大幅提升 2.2 个百分点至 51.4%, 新订单指数较上月回升 0.9 个百分点至 49.4%。同期, 原材料库存指数回落, 而产成品库存指数回升, 体现出生产活动的加快, 未来大中小型企业景气度分布不均衡的情况或有所改善。

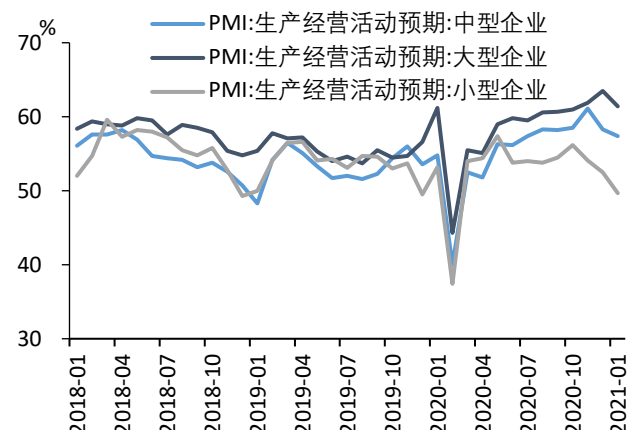
大中小型生产经营活动预期指数分别下跌 2.1, 0.9, 2.8 个百分点, 至 61.4%, 57.4%, 49.7%, 值得注意的是小型企业生产经营活动预期指数是自去年 2 月份以来首次跌落荣枯线之下。虽然目前小型企业景气度有所回升, 但是由于疫情反复等原因, 小型企业对经营前景依然保持较为谨慎态度。

图 9: 1 月小型企业 PMI 回升, 大中型企业回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 1 月中小型企业新订单指数走势分化



数据来源: 东北证券, Wind

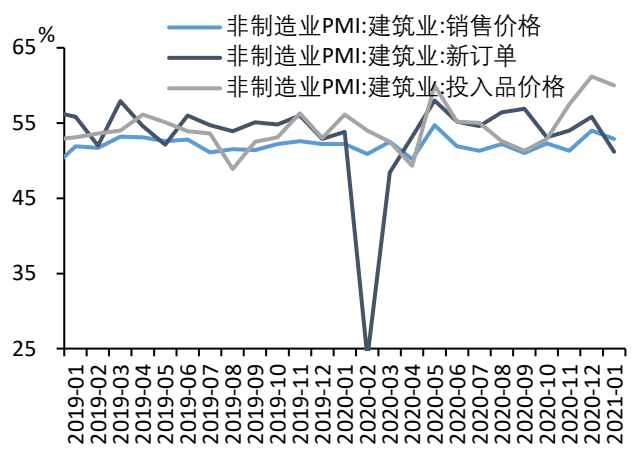
6. 服务业景气度再度放缓，建筑业活动预期走低

疫情扰动加强，居民线下消费活动放缓，生活性服务业景气度回落至荣枯线以下。

1 月份，非制造业商务活动指数为 52.4%，低于上月 3.3 个百分点。其中，生产性服务业和生活性服务业商务活动指数分别为 56.2% 和 49.1%，低于上月 2.0 和 6.3 个百分点。电信广播电视卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等生产类行业商务活动指数仍位于 60% 以上，而住宿、餐饮、交通运输、娱乐等生活类行业商务活动指数收缩明显。从春运前三日发送旅客数量来看，较 2020 年同期下滑超过 70%。

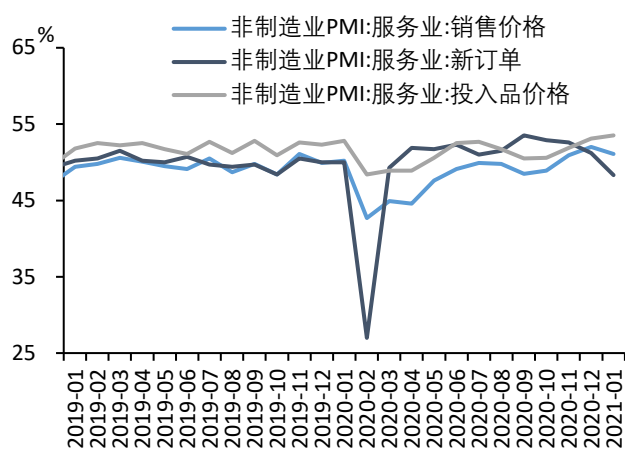
建筑业景气度回落，指向户外施工活动进入淡季，主要受冬季低温天气及春节假期临近影响。1 月，商务活动指数和新订单指数分别为 60.0% 和 51.2%，低于上月 0.7 和 4.6 个百分点。值得关注的是，市场预期指数大幅走低，1 月业务活动预期指数为 53.6%，低于上月 9.9 个百分点，认为未来 3 个月内业务活动减少的企业比重有所上升。这与近期监管约束地产需求端扩张有关，未来销售活动的放缓将削弱地产投资的积极性。

图 11：1 月建筑业订单需求回落



数据来源：东北证券，Wind

图 12：1 月服务业景气度略有下降



数据来源：东北证券，Wind

7. 2 月 PMI 有望超季节性表现

1 月份季节性效应以及疫情扰动加强，导致制造业产需两端景气度均有所回落，工

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_18333

