万联证券 WANLIAN SECURITIES

PMI 季节性回落，前瞻指标向好

——2 月 PMI 数据点评

日期：2021 年 3 月 1 日

分析师：徐飞

执业证书编号：S0270520010001

电话：021-60883488

邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭

电话：021-60883499

邮箱：yutx@wlzq.com.cn

- 2021 年 2 月中采制造业 PMI 50.6%，较上月下跌 0.7 个百分点，非制造业 PMI 51.4%，较上月下跌 1 个百分点，综合 PMI 51.6%，环比下跌 1.2 个百分点。整体边际走弱。

点评：

- **制造业 PMI 边际回落，企业有所分化。大型企业小幅反弹上行，中型企业继续快速回落至荣枯线以下，小型企业小幅走弱，仍处于荣枯线以下。**大型企业新出口订单、在手订单明显上行，产成品库存累积。中、小型企业的新出口订单和采购量均显著回落。
- **产需两端小幅回落，除了季节性回落因素外，回落幅度略高于历史同期均值，本地过年的政策并未明显提振生产端，需求侧表现偏弱。但企业生产活动预期明显上行。**生产端环比上月回落 1.6 个百分点，新订单指数回落 0.8 个百分点至 51.5%，新订单指数回落慢于生产指数回落速度。
- **外需修复的趋势延续，美国修复速度边际回落，但仍处高位，欧洲生产提速明显。**出口订单受春节因素影响，季节性回落。法国、德国制造业 PMI 景气度上行超过 3 个百分点，随着疫苗的投放，经济修复或被加速。
- **原材料价格指数 2 月小幅回落，产成品价格指数反弹上行，均维持在高位，出厂价格与原材料价格价差收窄。**上游行业中，黑色、有色压延及加工等 PMI 价格指数均处于高位，企业采购成本端压力依然较大。
- **企业库存明显回落，补库进程中断，原材料库存去化速度较快。**受春节影响，库存加速去化，原材料去化速度快于产成品库存去化速度，价格增长或逐步向下游产成品传导。
- **非制造业 PMI 明显回落，服务业 PMI 延续下行，部分受春节因素扰动，行业活跃度有所下降。建筑业大幅走弱，季节性因素进入施工淡季。**春节期间一些地区物流放缓，加之商务往来和居民出行减少，服务业季节性下行。建筑业也受春节期间放假，冬季低温天气等因素影响开工。
- **就业整体小幅回落，春节期间虽然用工面临阶段性偏紧。**但本地过年对就业恢复较快，服务、建筑业用工小幅上行。
- 虽然 PMI 连续 3 个月持续下行，但预期即将迎来上行拐点。从企业生产经营活动预期指数来看，制造业 PMI 明显上行，预期 3 月将明显反弹。海外需求的复苏，仍将带动我国新增海外订单的上行。
- **风险因素：**春节期间人口流动带来疫情扩散，企业节后生产大幅不及预期，工业品价格超预期上涨。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

目录

事件.....3
1、制造业 PMI 季节性，产需两端回落.....3
2、非制造业 PMI 明显回落，建筑业扰动加大.....5
3、总结.....6
4、风险提示.....6

图表目录

图表 1:制造业 PMI 整体走势平稳.....3
图表 2:不同规模企业 PMI 走势.....3
图表 3:PMI 分项走势.....4
图表 4:国外主要经济体 PMI 修复趋势延续.....4
图表 5:PMI 出场价格与原材料价格价差走势.....5
图表 6:PMI 产成品和原材料库存走势.....5
图表 7:非制造业 PMI 分项走势（%）.....5
图表 8:建筑业 PMI 继续回落（%）.....5
图表 9:企业盈利仍将继续修复.....6
图表 10:企业融资环境小幅改善.....6

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

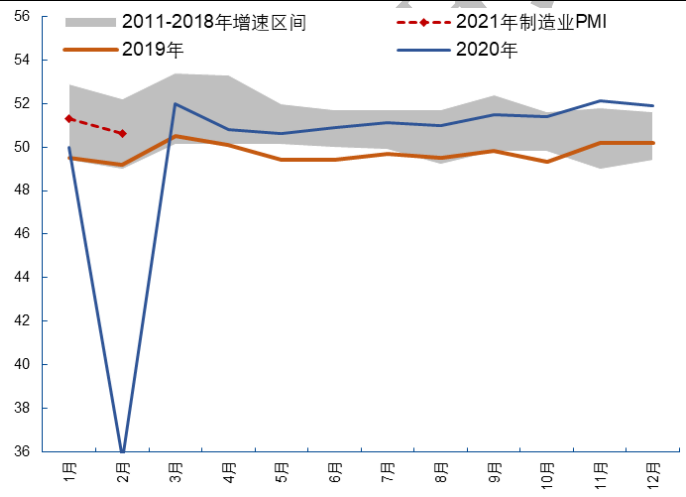
事件

2021年2月中采制造业PMI 50.6%，较上月下跌0.7个百分点，非制造业PMI 51.4%，较上月下跌1个百分点，综合PMI 51.6%，环比下跌1.2个百分点。整体边际走弱。

1、制造业PMI季节性，产需两端回落

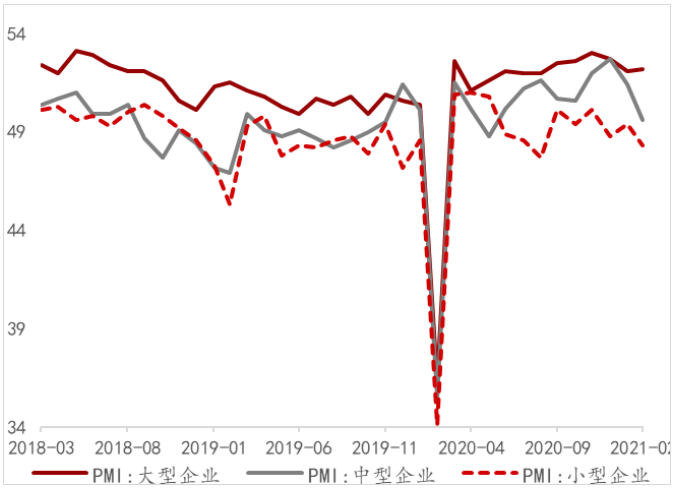
制造业PMI边际回落，大型企业小幅反弹上行，中型企业继续快速回落至荣枯线以下，小型企业小幅走弱，仍处于荣枯线以下，中、小型企业新出口订单显著回落。2月制造业PMI为50.6%，较上月回落0.7个百分点，连续3个月下行，仍处于荣枯线以上。不同规模企业走势分化，大型企业PMI小幅反弹0.1个百分点至52.2%，中型企业PMI回落1.8个百分点至49.6%，小型企业PMI比上月下行1.1个百分点至48.3%，仍处于荣枯线以下。大型企业新出口订单、在手订单明显上行，产成品库存累积。小型企业的新出口订单和采购量均显著回落，新出口订单回落10.3个百分点至35.7%，产成品库存回落7个百分点至40.4%，而生产经营活动预期上行6.1个百分点至55.8%。整体而言小型企业表现依然偏弱，但企业生产经营预期上行，中小企业运营压力仍大，虽然经济延续复苏趋势，后期对中小企业的纾困帮扶政策如果退出，会对企业景气度回升造成影响。

图表1： 制造业 PMI 整体走势平稳



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2： 不同规模企业 PMI 走势



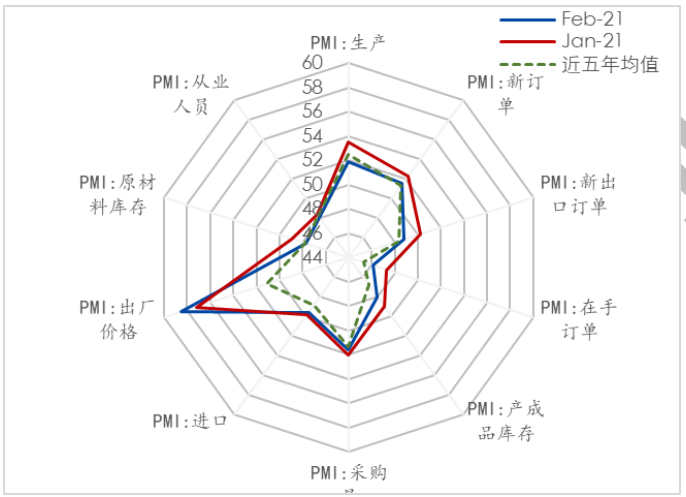
资料来源：Wind，万联证券研究所

产需两端小幅回落，除了季节性回落因素外，回落幅度仍超过历史同期均值，本地过年的政策并未明显提振生产端，需求侧表现偏弱。但企业生产活动预期明显上行。分项来看，生产端环比上月回落1.6个百分点，2月PMI生产指数为51.9%。新订单指数回落0.8个百分点至51.5%，新出口订单继续回落1.4个百分点至48.8%，降至荣枯线以下。内需环比小幅回落，但新订单指数回落慢于生产指数回落速度，外需边际走弱。从季节性因素来看，受春节影响，2月大多较1月环比回落。2月本地过年的政策，并未对生产有明显提振。企业生产经营活动预期指数上行1.3个百分点至59.22%。从行业情况看，医药、通用设备、电气机械器材等行业生产指数高于制造业总体，且新订单指数均位于55.0%以上，行业产需两端表现较好。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

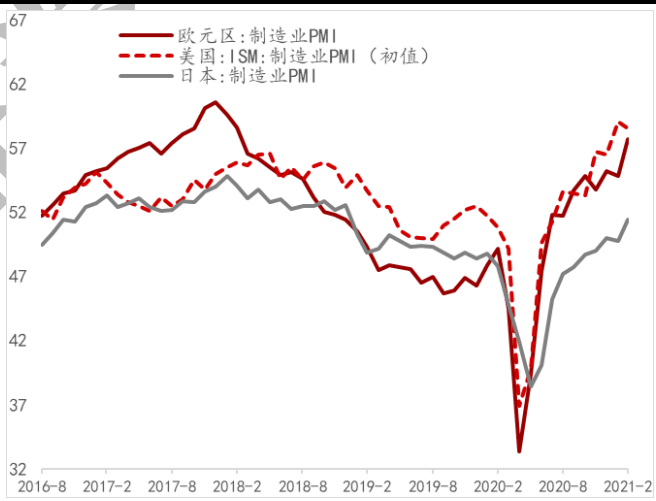
外需修复的趋势延续，美国修复速度边际回落，但仍处高位，欧洲生产提速明显。出口订单受春节因素影响，季节性回落。随着海外疫苗接种的人数和占比不断增加，美国和欧洲主要发达经济体新增疫情人数持续回落，经济修复持续提速。2月美国制造业PMI小幅回落，但仍处于高位，拜登政府上台对经济的财政支持力度依然较大，经济修复的趋势不变；2月日本PMI上行，重回荣枯线以上；欧元区整体明显提升，法国、德国制造业PMI景气度上行超过3个百分点，英国PMI也上行0.8个百分点至54.9%，制造业增速提速明显。2021年疫苗预期能大规模生产并投放到市场中，经济修复或被加速，但仍需关注疫苗注射的覆盖度和进程。中美贸易摩擦的不确定性和带来的阶段性波动仍在，外需具有一定不确定性。

图表3： PMI 分项走势



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4： 国外主要经济体 PMI 修复延续



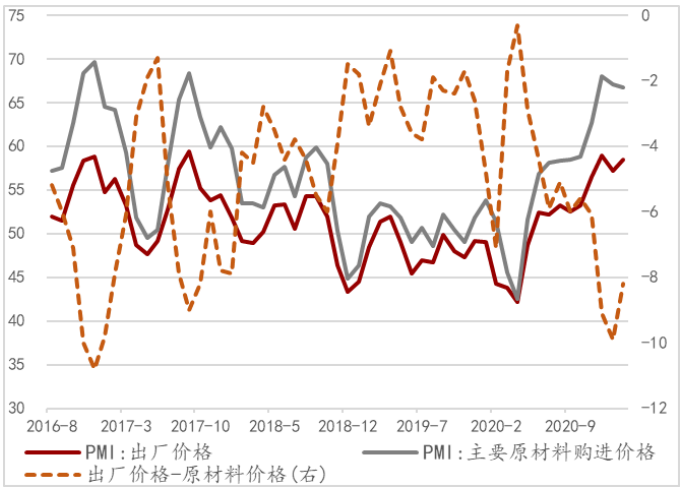
资料来源：Wind，万联证券研究所

原材料价格指数2月小幅回落，产成品价格指数反弹上行，均维持在高位，出厂价格与原材料价格价差收窄。2月原材料购进价格指数小幅回落0.4个百分点至66.7%，原材料价格景气度仍处于高位。出厂价格指数上行1.3个百分点至58.5%。出厂价与购进价的价差收窄，大型企业价格剪刀差收窄最为显著，企业利润或将持续修复，而小型企业价格剪刀差明显扩大。随国内外需求逐步回暖，再通胀的上行，近几个月大宗商品价格处于高位，原材料价格指数也延续高点。上游行业中，黑色、有色压延及加工等PMI价格指数均处于高位，企业采购成本端压力依然较大。

企业库存明显回落，补库进程中断，原材料库存去化速度较快。原材料、产成品库存分别回落1.3、1个百分点至47.7%、48%。受春节影响，库存加速去化，原材料去化速度快于产成品库存去化速度，随着原材料价格的上行，企业库存的减少，企业采购端压力将逐步增加，价格增长或逐步向下游产成品传导。

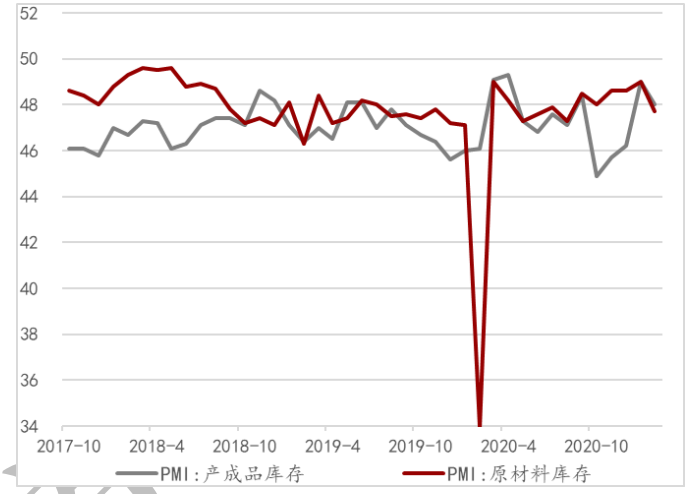
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表5： PMI 出场价格与原材料价格价差



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表6： PMI 产成品和原材料库存走势



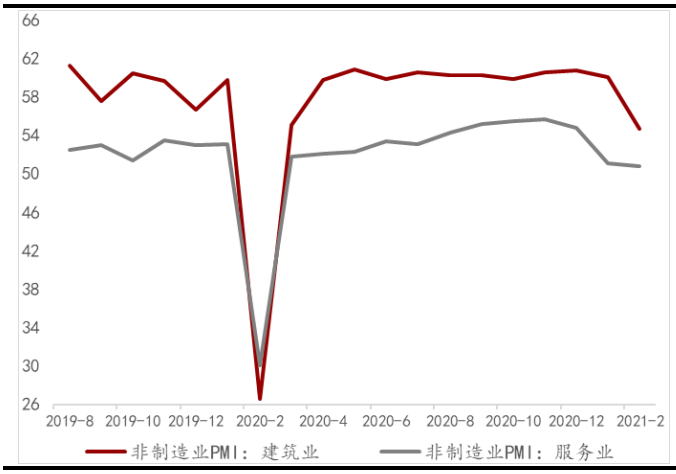
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、非制造业PMI明显回落，建筑业扰动加大

服务业PMI延续回落，部分受春节因素扰动，行业活跃度有所下降。2月非制造业PMI回落1个百分点至51.4%，主要受建筑业下滑拖累。其中，服务业较上月回落0.3个百分点至50.8%，建筑业PMI回落5.3个百分点至54.7%。本月住宿、旅游等出行消费减少，线下接触消费行业受到部分影响。并且，春节期间一些地区物流放缓，加之商务往来和居民出行减少，住宿、资本市场服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于临界点以下，行业活跃度有所下降。服务业PMI从业人员反弹0.5个百分点至47.4%。

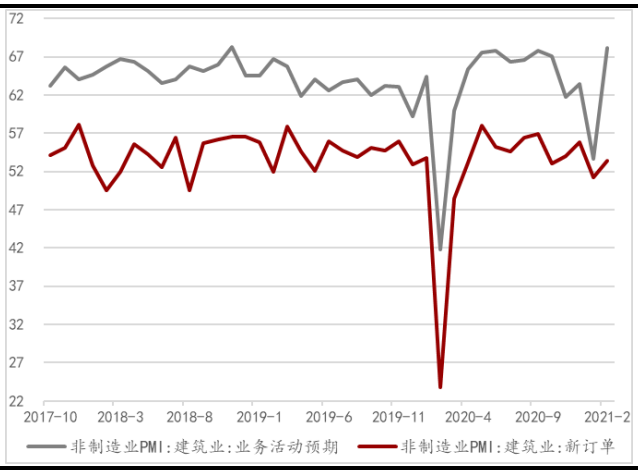
建筑业大幅走弱，季节性因素进入施工淡季。受春节期间放假，冬季低温天气等因素影响开工，建筑业季节性回落。建筑业新订单指标上行2.2个百分点至53.4%，业务活动预期指标大幅反弹14.6个百分点至68.2%，预期未来业务活动回暖的企业比重有所上升。

图表7： 非制造业 PMI 分项走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 建筑业 PMI 继续回落（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

就业整体小幅回落，春节期间虽然用工面临阶段性偏紧，但本地过年对就业恢复较快，服务业和建筑业用工均小幅上行。2月PMI从业人员小幅回落0.3个百分点至48.1%，服务业从业人员上行0.5个百分点至47.4%，建筑业上行1.4个百分点至54.2%。

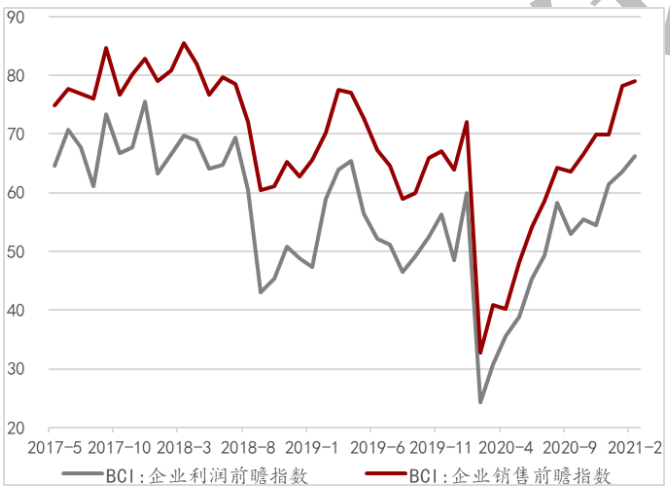
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

3、总结

2月PMI小幅走弱，制造业受春节假期影响季节性下行。本地过年对生产并未形成明显提振，需求端小幅走弱，企业库存有所去化。产成品价格、原材料价格依然承压，企业盈利预期仍将继续修复。

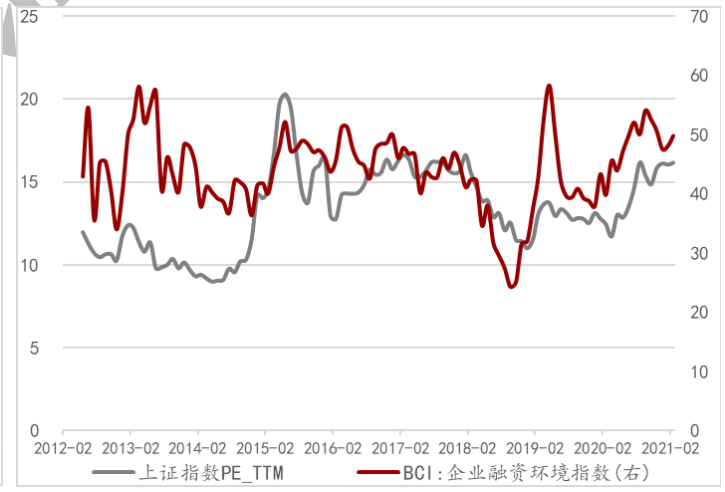
虽然PMI连续3个月持续下行，但预期即将迎来上行拐点。从企业生产经营活动预期指数来看，制造业PMI明显上行，预期3月将明显反弹。本地过年的政策将带来复工复产修复速度快于往年。从建筑业、服务业的经营活动预期指数来看，也都明显反弹上行，且建筑业、服务业的从业人员已经在2月小幅上行。随着疫苗覆盖度的增加，海外需预期仍将维持修复状态，美联储政策依然偏鸽，近期货币政策仍未转向，3月美国1.9万亿美元的财政投放，也将为经济提供上行动力。海外需求的复苏，仍将带动我国新增海外订单的上行。未来内需能否明显修复提升，仍需关注“内循环”的政策推动下，促消费、稳就业的政策落地情况。短期来看，预期3月PMI将反弹上行。

图表9： 企业盈利仍将继续修复



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：企业融资环境小幅改善



资料来源：Wind，万联证券研究所

4、风险提示

企业节后生产不及预期，工业品价格超预期上涨。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)