春节因素导致数据持续回落,结构问题依旧比较突出

——二月 PMI 数据分析

内容提要：

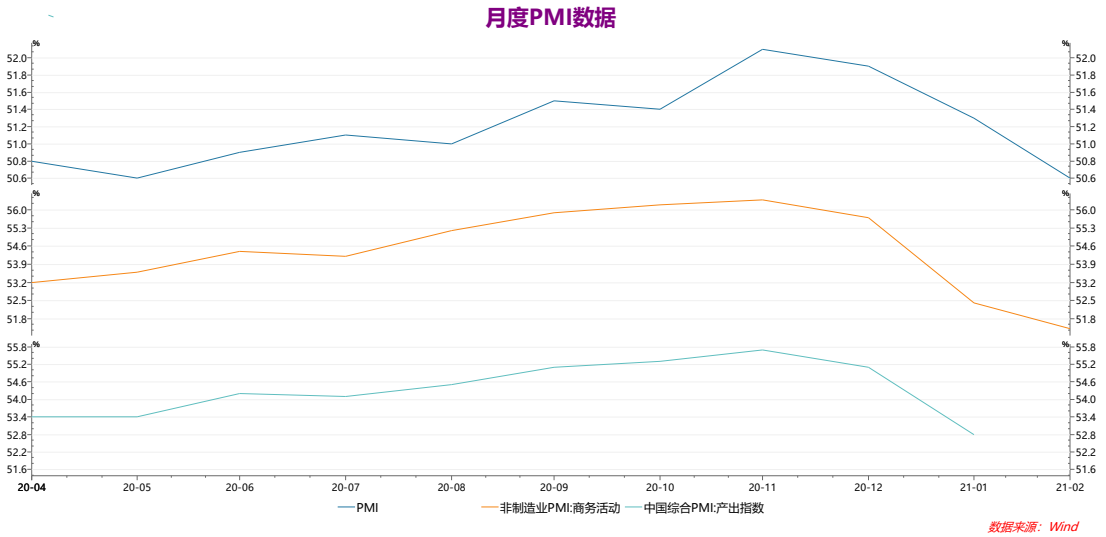
从 2 月 PMI 的数据看，PMI 虽然依旧处于扩张区，但出现持续回落，我们认为分清导致 PMI 回落的结构性趋势性因素和春节季节性因素十分重要。

从结构性因素和趋势性因素看,生产 PMI 和新订单回落明显,中小企业面临压力较为明显。出口新订单得明显回落以及出口新订单 PMI 与进口 PMI 差值的缩小预示着随着全球疫情的控制和生产的恢复,今年的出口优势和贸易顺差可能不及去年。从价格 PMI 的变动数据看,大宗商品价格的上涨也已经传导到产品出厂价格。

但是,我们也应该看到 2 月 PMI 下降可能和春节因素有关,如生产 PMI 和新订单 PMI 及原材料库存 PMI 的下降和春节因素有一定关系， 春节因素也可能导致配送货物的减少而导致配送时间的的缩短,导致配送时间为正贡献。

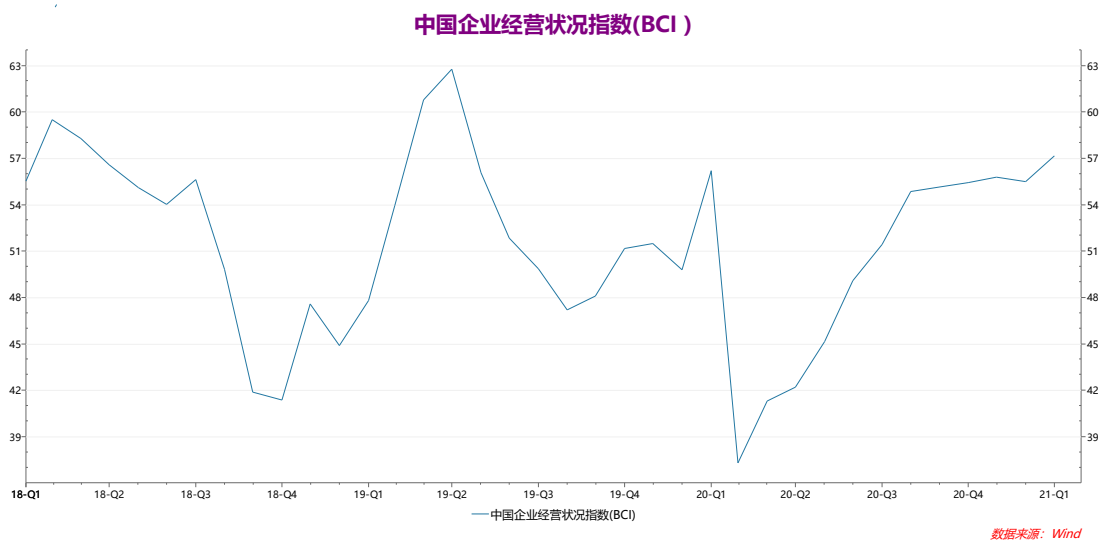
国家统计局今天晚些时候公布了 2 月 PMI 数据，数据显示，PMI 数据继续在扩张区回落。制造业 PMI 报 50.6%，前值为 51.3%；非制造业 PMI 报 51.4%，前值为 52.4%；综合产出 PMI 报 51.6%，前值为 52.8%。即非制造业 PMI 下跌更为猛烈。当然，2 月 PMI 得回落有春节因素。

图 1：月度 PMI 数据



这和先前公布的BSI指数继续出现了背离,2月的中国企业经营状况指数(BCI)继续出现强劲上升。

图 2：中国企业经营状况指数(BCI)

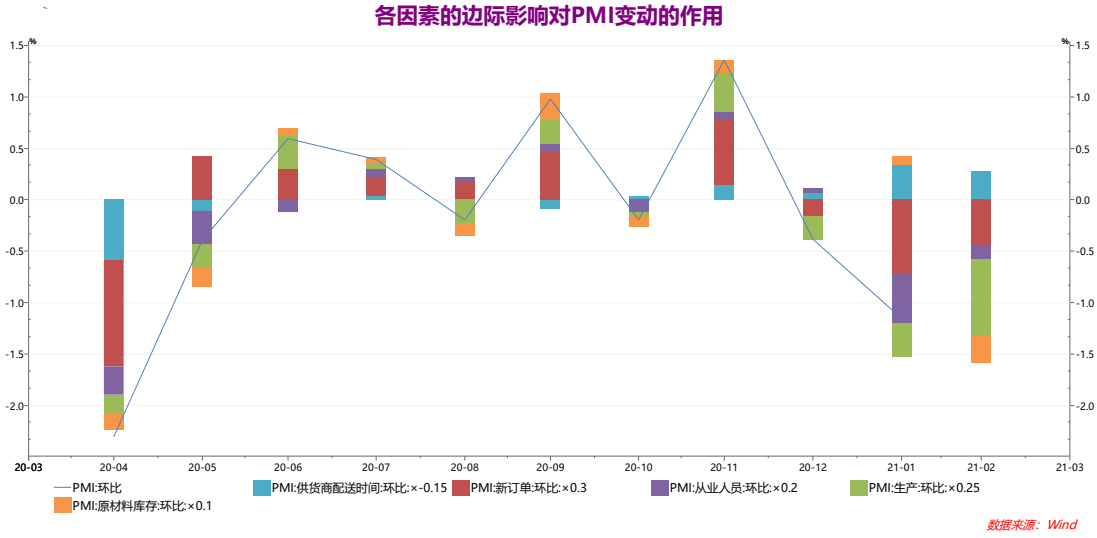


资料来源：银河期货研究所 WIND

一. 制造业 PMI 数据分析

制造业 PMI 数据环比回落 1.36%，分析和分解其各项对 PMI 环比回落的影响看，仅有配送时间 PMI 为正贡献 0.28%，拖累因素按其负面贡献度分别为生产 PMI（-0.75%）新订单 PMI（-0.46%）、原材料库存（-0.27%）和从业人数 PMI（-0.12%）。

图 3：各因素的边际影响对 PMI 变动的作用



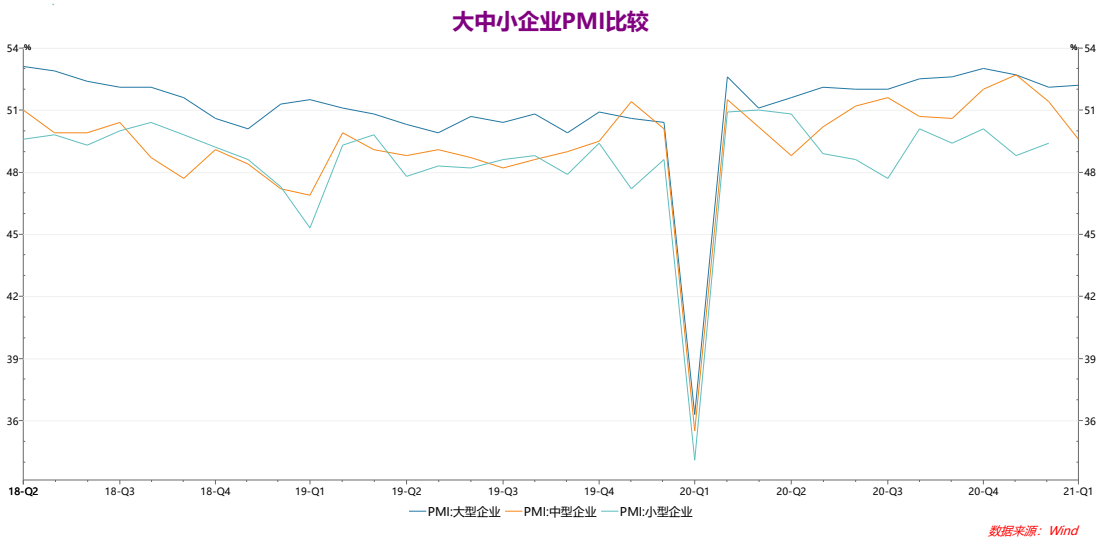
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从分解因素看，我们可以更清楚地感到 2 月 PMI 下降可能和春节因素有关，如生产 PMI 和新订单 PMI 及原材料库存 PMI 的下降和春节因素有一定关系，春节因素也可能导致配送货物的减少而导致配送时间的缩短，导致配送时间为正贡献。

从大中小企业看，仅大型企业 PMI 在有所回升，报 52.2%，前值为 42.1%。中小型企业 PMI 回落明显，中型企业 PMI 重新跌入收缩区报，小型企业在

收缩区继续下跌，报４８．３%，前值为４９．４%。

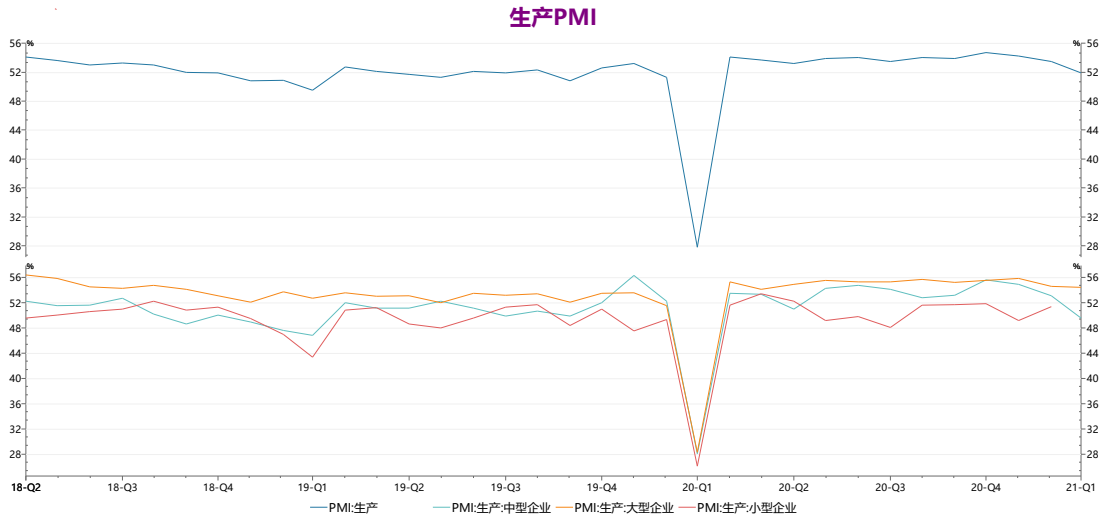
图 4：大中小企业 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

２月生产 PMI 报５１．９%，前值为５３．５%，出现回落。大中小企业全面回落。特别是中小企业回落非常明显。仅大型依然在扩张区。

图 5：生产 PMI



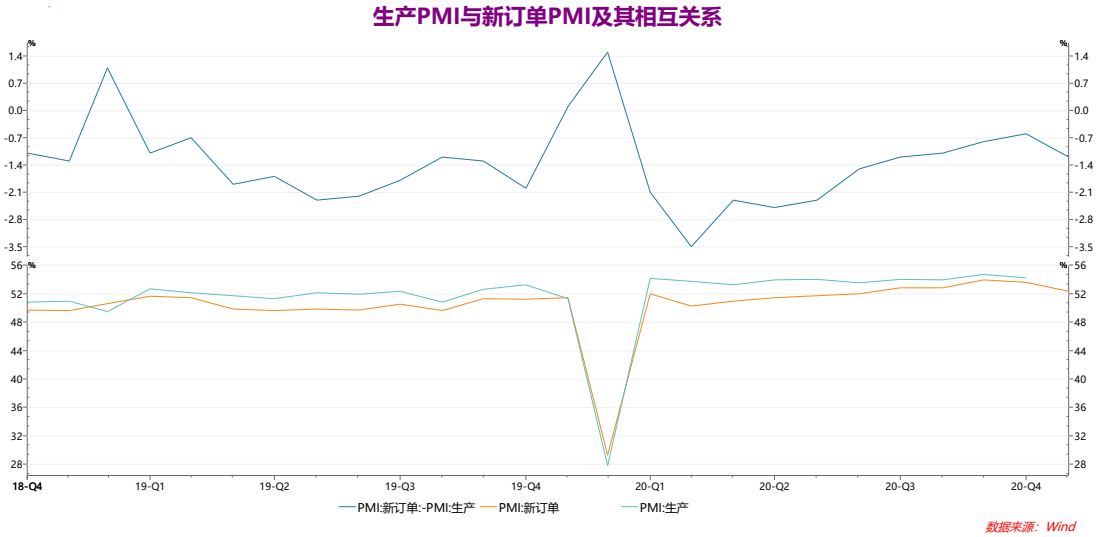
料来源：银河期货研究所

国家统计局 WIND

高频数据显示高炉开工率和 30 大中城市房地产成交面积 2 月环比均继续出现明显的回落。

新订单 PMI 报 5 1．5 %，前值为 52.3%。从新订单 PMI 和生产 PMI 的关系看，由于生产 PMI 下跌快于新订单 PMI 下降，其差值从－1．2 缩小到－0．4%。而在手订单 PMI 从 47．3%回落到 46．1%，对今后生产 PMI 的回升构成压力。

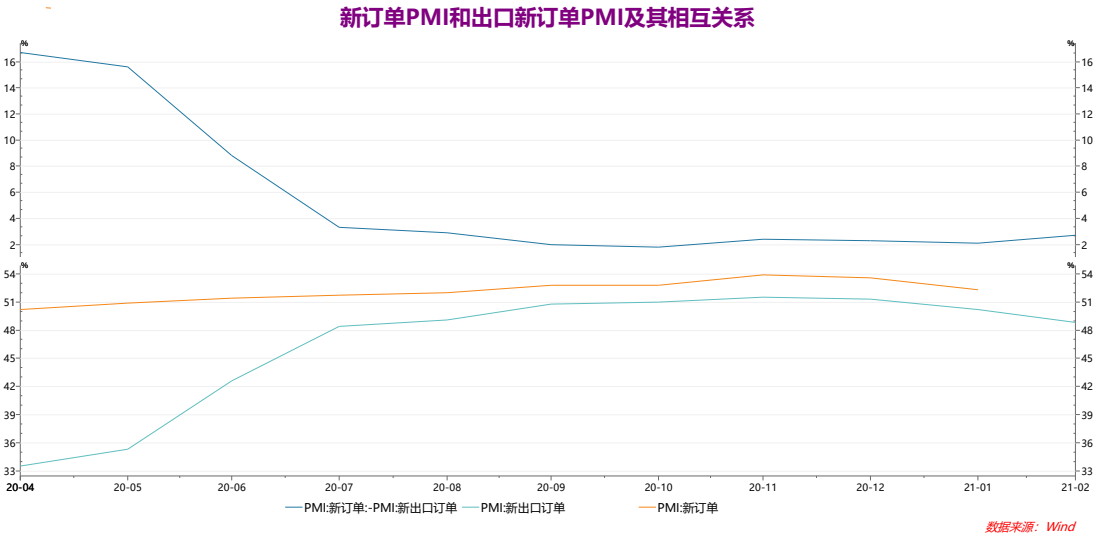
图 6：生产 PMI 与新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从新订单 PMI 和出口新订单的关系看，出口新订单 PMI 回落快于新订单 PMI 的回落，从前值的 50.2%回落到 48.8%，新订单 PMI 和出口新订单 PMI 的差值从 2.1%回升到 2.7%，显示出 2 月出口新订单的回落对新订单的回落有明显影响。

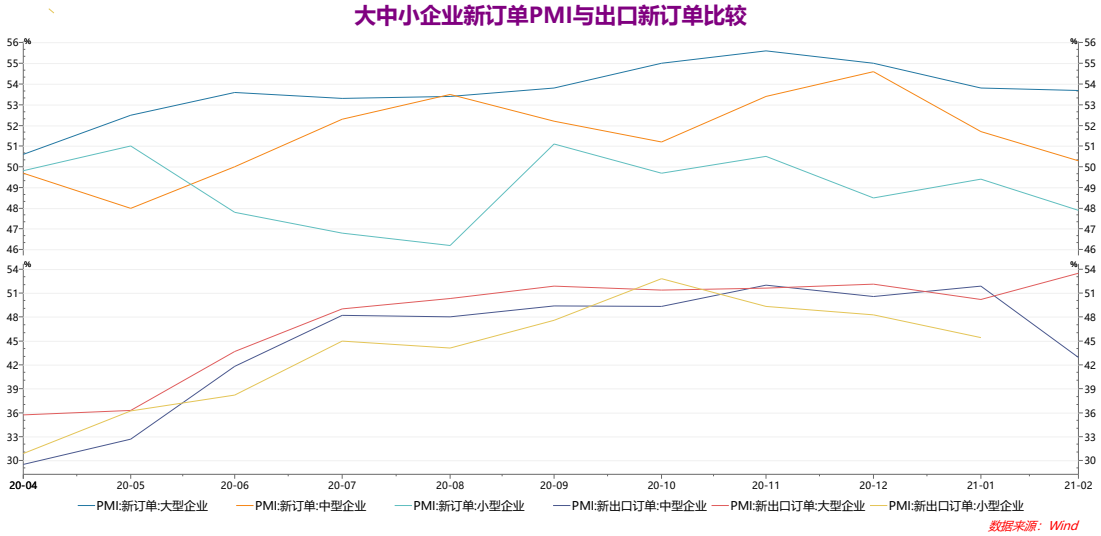
图 7：新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，出口新订单 PMI 方面，中小型企业出口新订单继续大幅恶化，小型企业新订单 PMI 创下去年 4 月以来新低，但是大型企业出口新订单 PMI 大幅改善。而在新订单 PMI 方面，大型企业小幅回落，但小型企业和中型企业均出现明显回落。

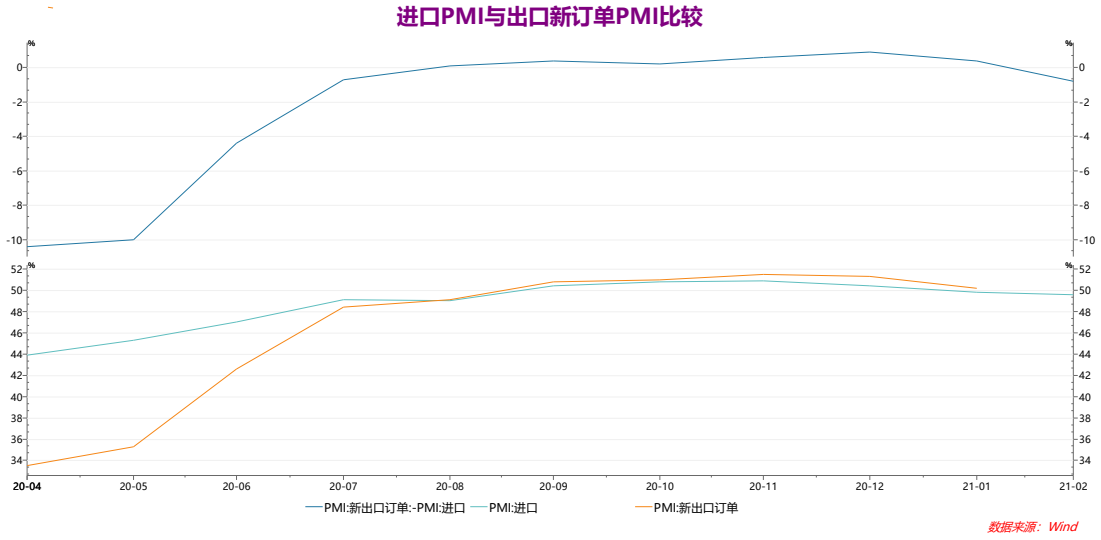
图 8：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从出口新订单 PMI 和进口 PMI 的关系看，由于出口新订单得快速和大幅回落，其差值从 0.4%回落到－0.8%。但是进口 PMI 也从 49.8%回落到 49.6%，新订单 PMI 和进口 PMI 差值转负，说明意味在货物贸易上顺差可能不及前期。

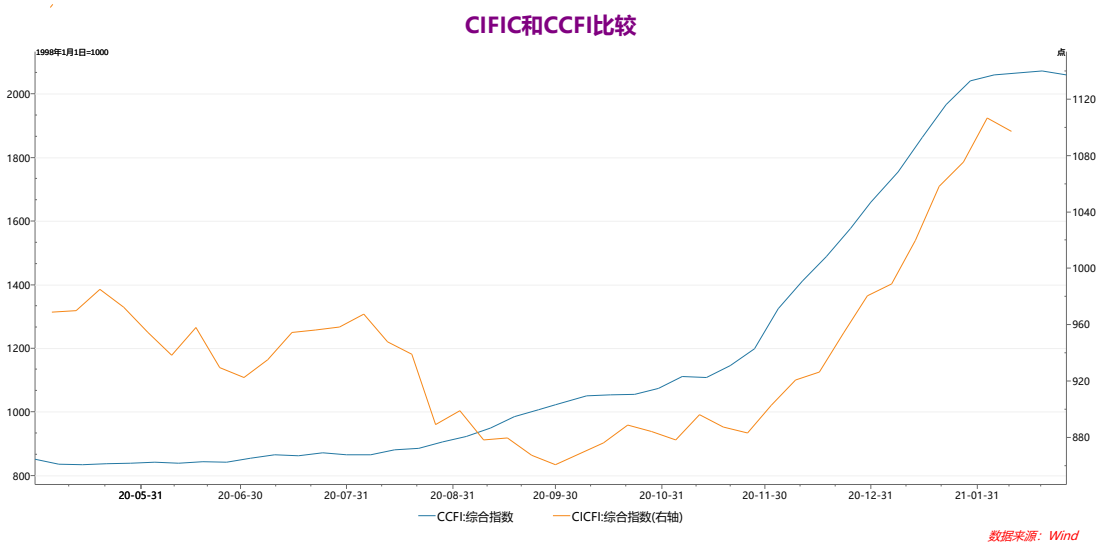
图 9：进口 PMI 与出口新订单 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从高频数据——中国集装箱进口指数（CICFI）和出口指数（CCFI）看，进口回升依旧强劲，但出口在高位出现滞涨。

图 10：CIFIC 和 CCFI 比较

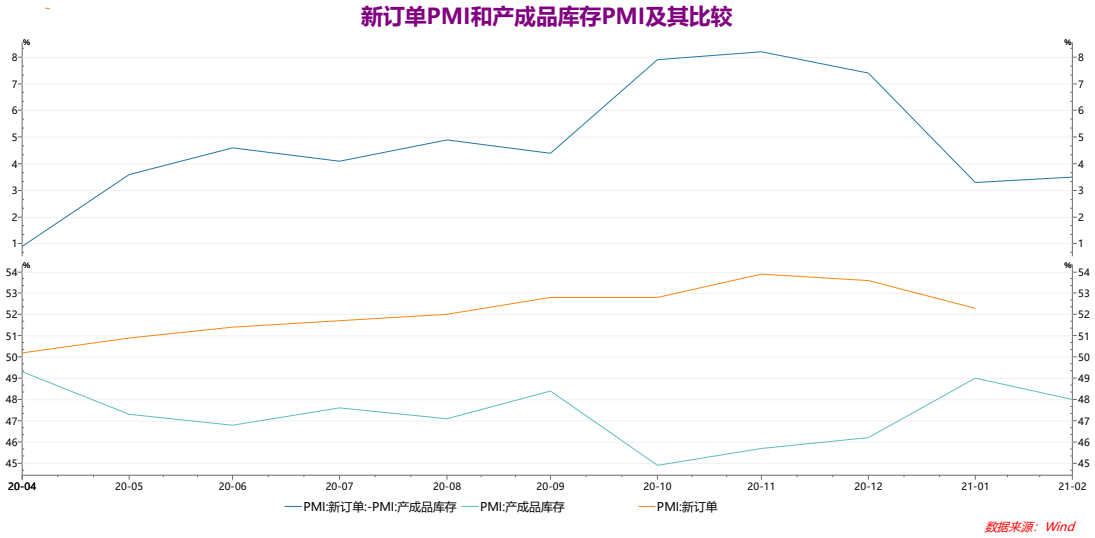


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 关系看， 因产品库存 PMI 从 49%大幅回落到

48%。新订单和产成品库存 PMI 的差值从 3.3%回升到 3.5%。显示在新订单下降的同时，产成品库存稍有回落，产销情况环比有所改善。

图 11：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较

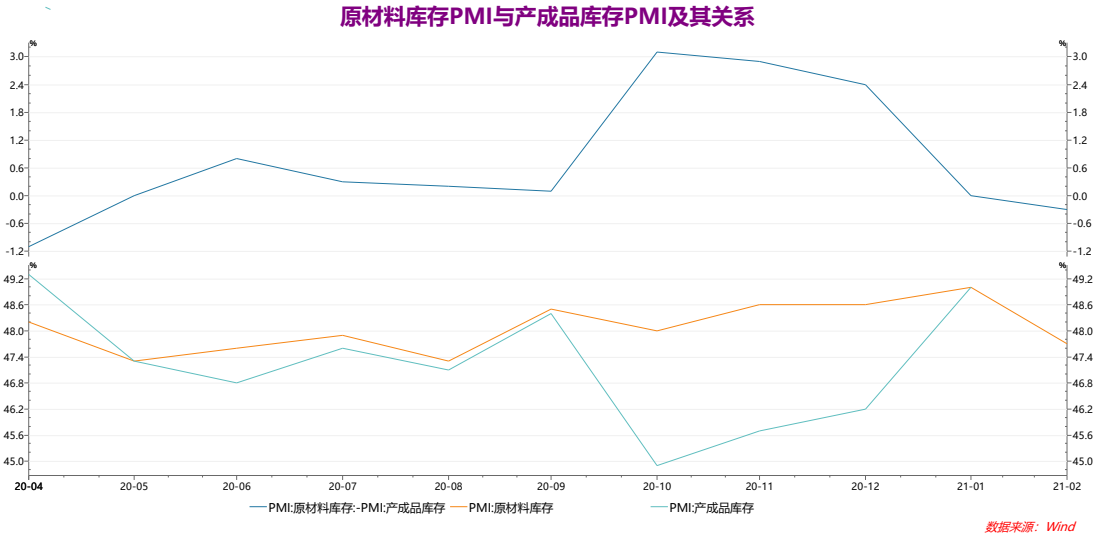


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

而从原材料库存 PMI 和采购量 PMI 看，原材料库存 PMI 报 48%，出现回升前值为 49%。采购量 PMI 从 52%继续回落到 51.6%。原材料购进价格 PMI 高位回落，从前值的 67.1%回落到 66.7%。

从原材料库存 PMI 和产成品库存 PMI 关系看。两者差值从 0%大幅回落到－0.3%，上游投资回升放慢，下游去库存有所改善。

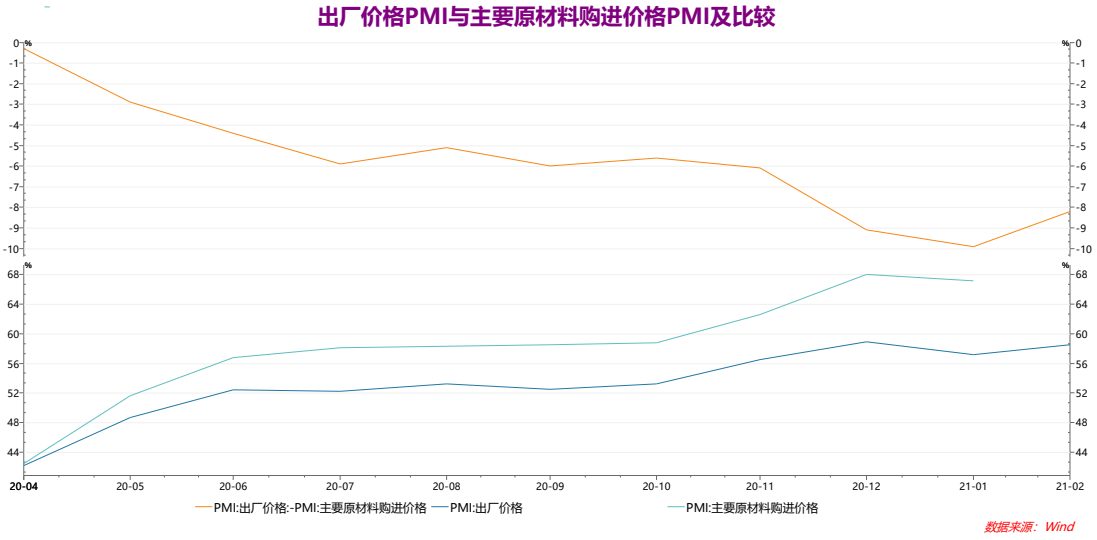
图 12：原材料库存 PMI 与产成品库存 PMI 及其关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

价格方面，出厂价格 PMI 回升，而原材料购进价格 PMI 出现高位回落，两者之差从一9. 9 %扩大到-8．2 %出厂价格回升明显。预示着 1 月 PPI 环比可能回升。1 月 PPI 环比为 1%，低于前值 1． 1 %的水平，同比上涨了 0. 3 %，前值为－0．4 %。

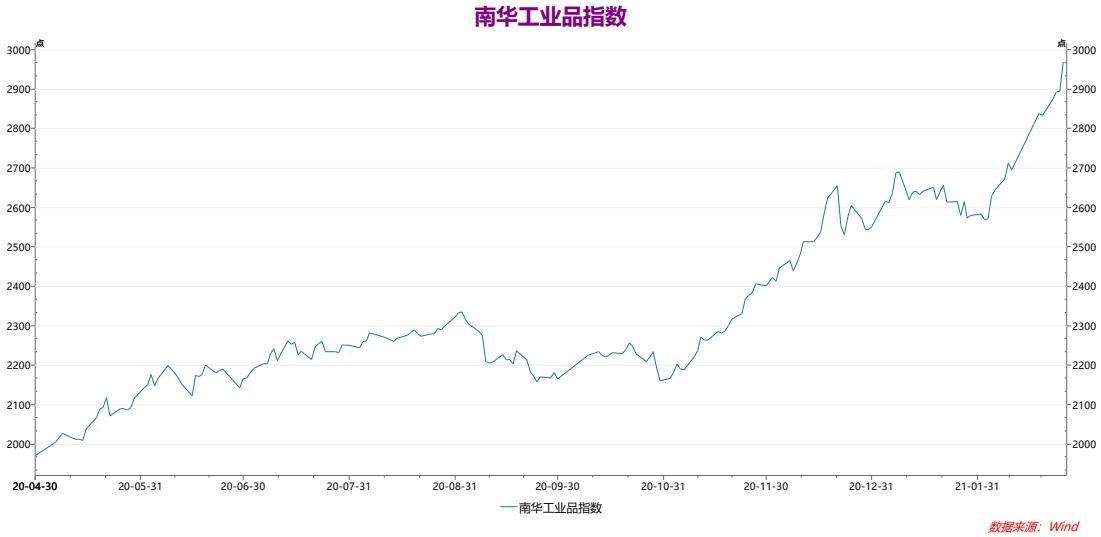
图 13：出厂价格 PMI 与主要原材料购进价格 PMI 及比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据南华工业品指数显示，2 月该指数继续出现了明显的高位震荡与回落。

图 14：南华工业品指数

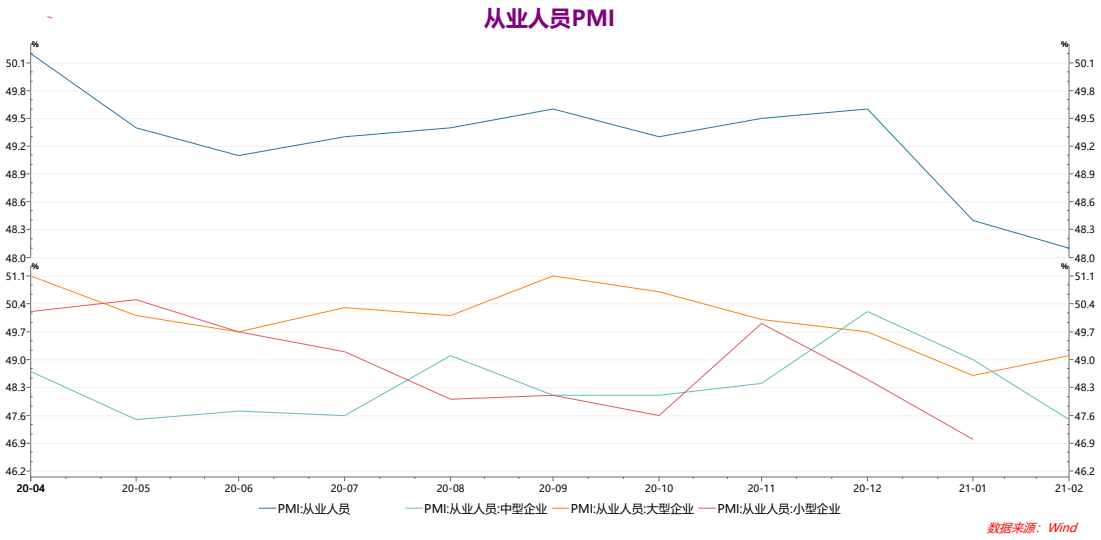


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

2 月从业人数 PMI 在收缩区明显恶化，从 48.4%回落到 48.1%。中小企业

全面恶化，全面跌入收缩区。大型企业有所改善，但也在收缩区。

图 15：从业人员 PMI

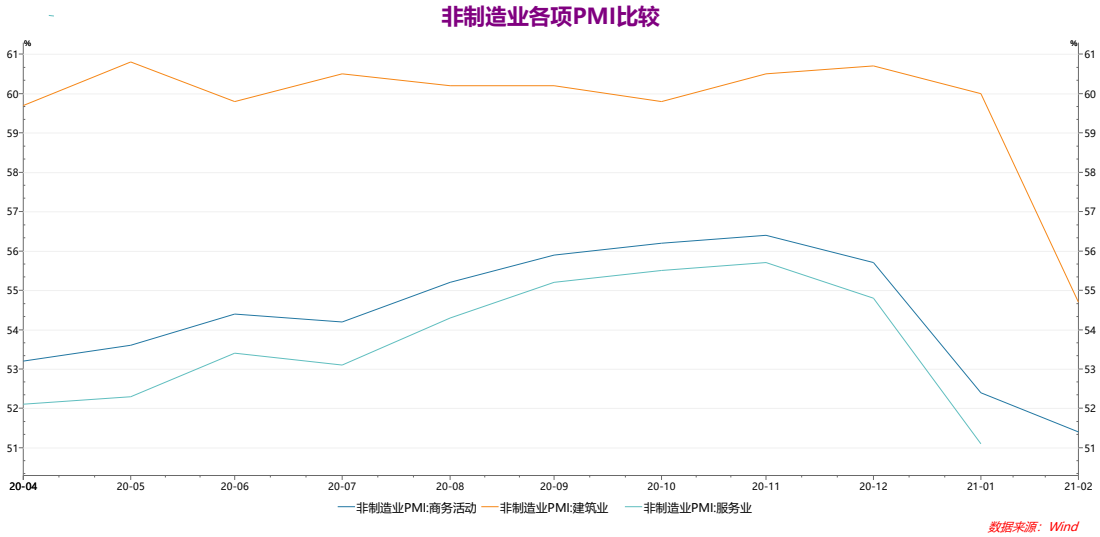


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

二．非制造业 PMI 分析

2 月，在非制造业方面，继续全面处于扩张区，但出现明显回落，其中尤以建筑业为甚,报 54.7%.前值为 60%。

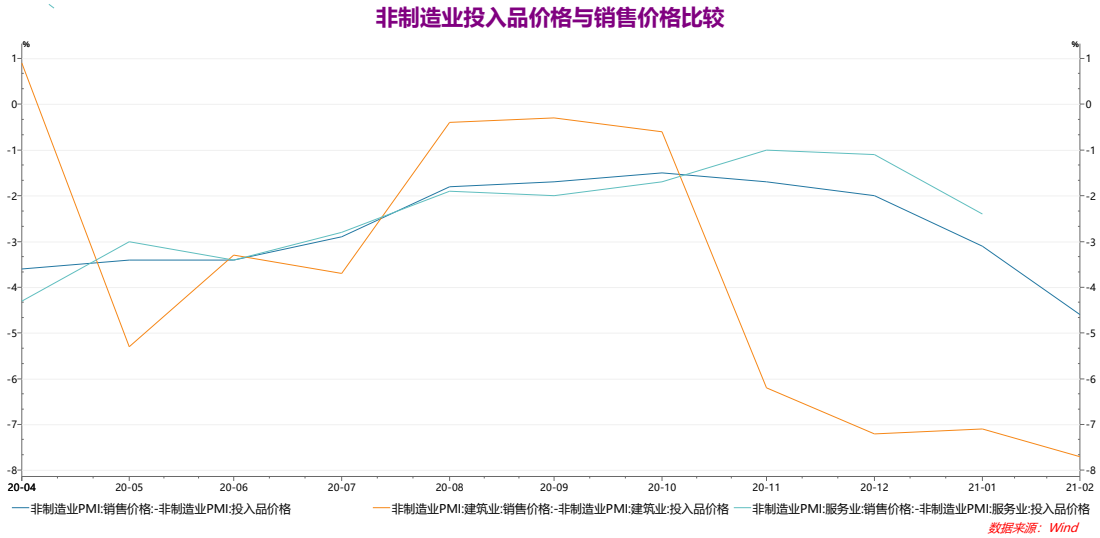
图 16：非制造业各项 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在价格方面，2 月投入品价格和销售价格之差继续全面倒挂，倒挂幅度全面扩大，建筑业倒挂最为明显，达到-7.7%，前值为-7.1%。

图 17：非制造业投入品价格与销售价格比较

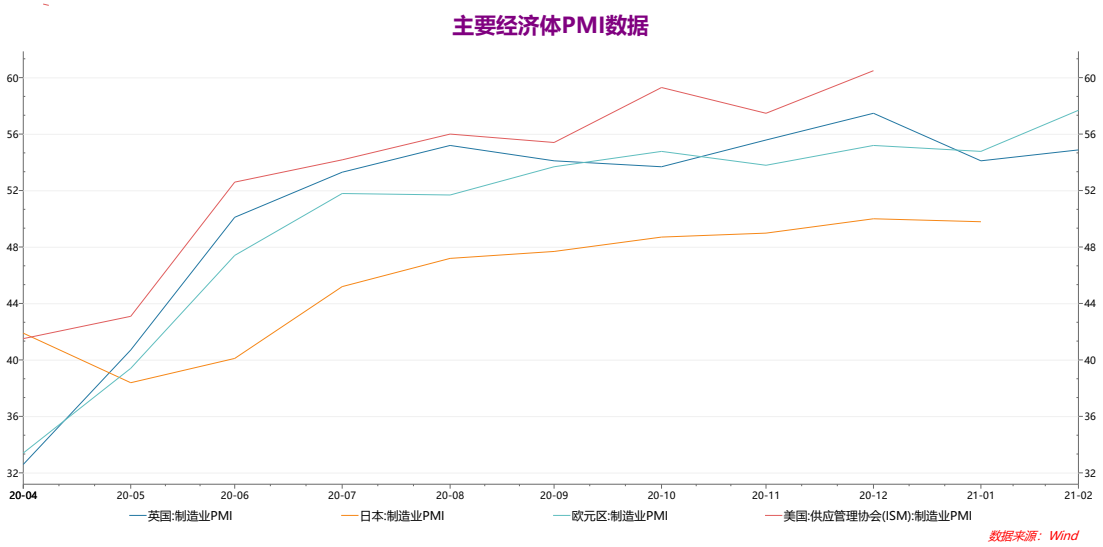


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

三．PMI 国际比较

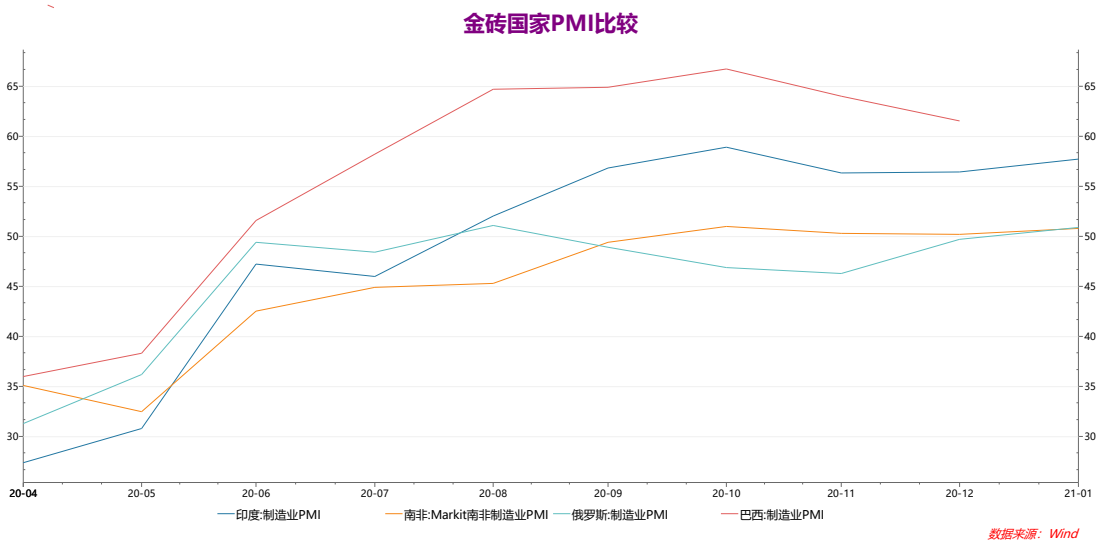
从主要经济体看，主要经济体，英国和欧盟相对强劲，日本跌回收缩区。美国有所回落。但美欧 PMI 差值回落估计会对美元指数构成一定压力。

图 18：主要经济体 PMI 数据



在金砖国家方面，除了巴西高位回落以外， 多数国家 1 月 PMI 数据在扩张区出现回升。

图 19：金砖国家 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

四．我们的看法

从 2 月 PMI 的数据看，PMI 虽然依旧处于扩张区，但出现持续回落，特别是生产 PMI 和新订单回落明显,中小企业面临压力较为明显。出口新订单得明显回落以及出口新订单 PMI 与进口 PMI 差值的缩小预示着随着全球疫情的控制和生产的恢复,今年的出口优势和贸易顺差可能不及去年。从价格 PMI 的变动数据看,大宗商品价格的上涨也已经传导到产品出厂价格。

但是,我们也应该看到 2 月 PMI 下降可能和春节因素有关,如生产 PMI 和新订单 PMI 及原材料库存 PMI 的下降和春节因素有一定关系，春节因素也可能导致配送货物的减少而导致配送时间的的缩短,导致配送时间为正贡献。

（银河期货研究所 20210228）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客

户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司

联系人：万一菁　　投资咨询从业证书号：Z0014329

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：wanyijing_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799