日期：2021 年 03 月 01 日

春节假期影响 制造业供需偏淡

——2021 年 2 月制造业 PMI 指数点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

春节假期影响，制造业供需偏淡

2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6%，低于上月 0.7 个百分点。2 月由于受春节假期影响，制造业景气度有所回落。供需均有所放缓。生产指数和新订单指数分别为 51.9%和 51.5%，较上月回落 1.6 和 0.8 个百分点。春节期间企业生产、采购活动放缓等影响，制造业外贸业务较上月有所减少，进出口景气度回落。本月新出口订单指数和进口指数分别为 48.8%和 49.6%，低于上月 1.4 和 0.2 个百分点。国际大宗商品价格持续上行，价格指数维持高位。本月主要原材料购进价格指数为 66.7%，连续 4 个月高于 60.0%。出厂价格指数高于上月 1.3 个百分点，为 58.5%，是近期较高水平。从企业类型来看，大型企业景气水平保持稳定，中、小型企业受春节假期影响较为明显。非制造业方面同样有所回落。2 月非制造业商务活动指数为 51.4%，低于上月 1.0 个百分点。服务业扩张力度有所减弱。建筑业受春节假期及天气因素等影响，建筑业施工进度有所放缓，建筑业商务活动指数为 54.7%，低于上月 5.3 个百分点。2 月份，综合 PMI 产出指数为 51.6%，低于上月 1.2 个百分点，表明本月我国企业生产经营活动总体扩张放缓。

市场波动性增加

伴随疫苗在各国均陆续推出，以及北半球天气逐渐转暖，虽然全球疫情仍未结束，但缓解态势开始出现，预期显著好转，市场信心开始增强。中国最早进入后疫情时代，在基数影响下，中国宏观经济数据全面处于高位运行状态。受海外流动性泛滥影响，当经济基本面预期扭转后，金融属性强的大宗商品价格持续走高，并开始逐渐影响现货市场。受此影响，国内价格结构也开始发生转变，PPI 迅速回升，CPI 则延续低位，继续“伪通缩”。物价结构的转变及经济回暖预期下，通胀预期、尤其是周期品价格上涨预期比较强烈。宏观调控政策的平稳基调不变，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受周期商品价格回升影响，市场结构性调整或有出现，波动将有增加。

后疫情时代经济增长态势明了

2 月 PMI 继续回落，各项指标均有所下降，主要受春节假期影响，但从数据来看，制造业企业对于三月的产销旺季信心充足，预计 3 月 PMI 将明显回升。而价格指数仍在高位运行，大宗商品价格持续走高，PPI 或迅速回升。疫情方面，海外疫情随着疫苗接种的陆续进行呈现缓解之势。2021 年中国经济正式进入后疫情时代，防控常态化中各方面经济活动全面恢复，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

事件：2 月官方制造业 PMI 数据公布

2 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6%，低于上月 0.7 个百分点，连续 12 个月位于临界点以上，制造业景气水平较上月有所回落。从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.2%，比上月微升 0.1 个百分点；中、小型企业 PMI 分别为 49.6%和 48.3%，比上月回落 1.8 和 1.1 个百分点，均低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。2 月份，综合 PMI 产出指数为 51.6%，比上月回落 1.2 个百分点，表明春节当月我国企业生产经营活动总体继续保持扩张，但扩张幅度有所收窄。

事件解析：数据特征和变动原因

2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6%，低于上月 0.7 个百分点。2 月由于受春节假期影响，制造业景气度有所回落。供需均有所放缓。生产指数和新订单指数分别为 51.9%和 51.5%，较上月回落 1.6 和 0.8 个百分点,制造业产需两端扩张力度有所减弱，但继续保持在扩张区间。从行业情况看，制造业景气面保持基本稳定，多数行业生产指数和新订单指数高于临界点。其中，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，表明相关行业产需两端扩张较快。春节期间企业生产、采购活动放缓等影响，制造业外贸业务较上月有所减少，进出口景气度回落。本月新出口订单指数和进口指数分别为 48.8%和 49.6%，低于上月 1.4 和 0.2 个百分点。不过从市场预期看，出口企业生产经营活动预期指数为 60.8%，位于高位景气区间，表明多数制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观。国际大宗商品价格持续上行，价格指数维持高位。本月主要原材料购进价格指数为 66.7%，连续 4 个月高于 60.0%。从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、电气机械器材等行业主要原材料购进价格指数均超过 70.0%，企业采购成本压力持续加大。同时，原材料购进价格上涨助推出厂价格上升，本月出厂价格指数高于上月 1.3 个百分点，为 58.5%，是近期较高水平。

从企业类型来看，大型企业景气水平保持稳定。大型企业 PMI 为 52.2%，较上月微升 0.1 个百分点，表明大型企业保持平稳扩张。中、小型企业受春节假期影响较为明显，本月 PMI 分别为 49.6%和 48.

3%，低于上月 1.8 和 1.1 个百分点，企业生产经营活动较上月有所放缓。

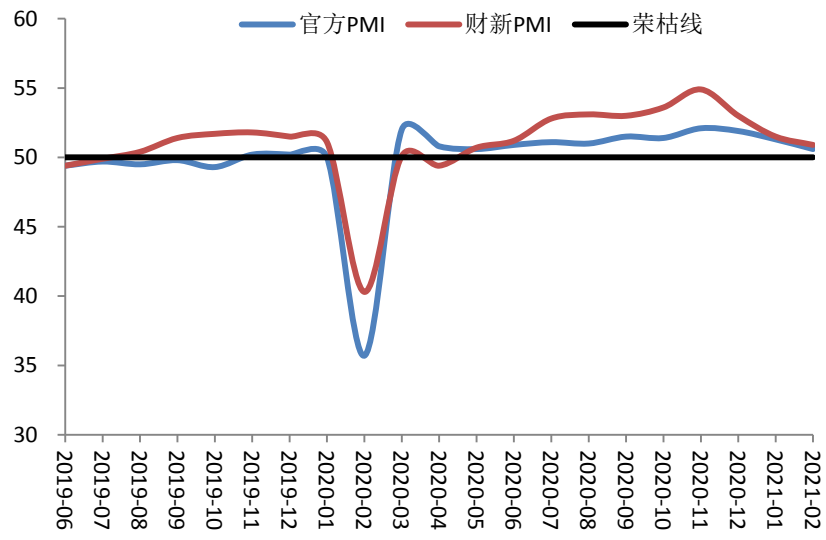
企业预期向好，本月企业生产经营活动预期指数升至 59.2%，高于上月 1.3 个百分点。从行业情况看，通用设备、专用设备、汽车、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产经营活动预期指数均位于高位景气区间。部分调查企业反映，3 月份将进入产销旺季，市场需求有望回升，企业对节后行业发展信心增强。

本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%，均为近期高点，表明当前部分制造业企业存在用工缺口，用工成本压力有所加大，或受春节放假，劳工返乡影响。

非制造业方面同样有所回落。2 月非制造业商务活动指数为 51.4%，低于上月 1.0 个百分点。服务业扩张力度有所减弱。服务业商务活动指数为 50.8%，低于上月 0.3 个百分点，与居民消费密切相关行业商务活动指数均位于扩张区间且高于上月，行业经营活动相对活跃。建筑业受春节假期及天气因素等影响，建筑业施工进度有所放缓，建筑业商务活动指数为 54.7%，低于上月 5.3 个百分点。

2 月份，综合 PMI 产出指数为 51.6%，低于上月 1.2 个百分点，表明本月我国企业生产经营活动总体扩张放缓。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 51.9%和 51.4%。

图 1：官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI（%）



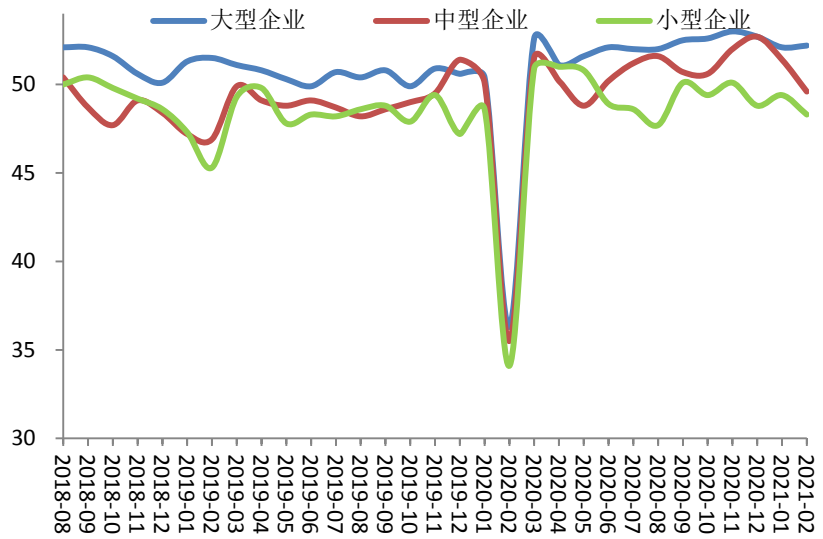
数据来源：wind，上海证券研究所

1. 中小型企业受春节假期影响明显

从企业规模看，大型企业景气水平保持稳定。大型企业 PMI 为 52.

2%，较上月微升 0.1 个百分点，表明大型企业保持平稳扩张。中、小型企业受春节假期影响较为明显，本月 PMI 分别为 49.6%和 48.3%，低于上月 1.8 和 1.1 个百分点，企业生产经营活动较上月有所放缓。

图 2：大中小型企业 PMI（%）

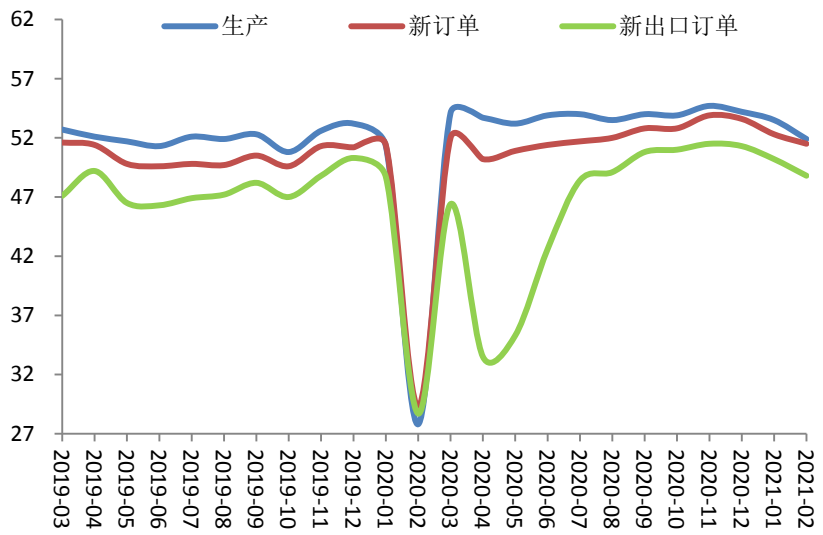


数据来源：wind，上海证券研究所

2. 供需两端均有所放缓

2 月生产指数和新订单指数分别为 51.9%和 51.5%，较上月回落 1.6 和 0.8 个百分点，制造业产需两端扩张力度有所减弱，但继续保持在扩张区间。进出口景气度有所下降。本月新出口订单指数和进口指数分别为 48.8%和 49.6%，低于上月 1.4 和 0.2 个百分点。受春节期间企业生产、采购活动放缓等影响，制造业外贸业务较上月有所减少。从最新的数据显示，随着疫苗的陆续接种，海外疫情形势好转，制造业景气度回升。欧盟 PMI 为 57.7，回升 2.9 个百分点；法国、德国均有所回升，其中德国升至 60 以上高景气区间。日本也回升至 51.4，重回扩张区间。

图 3：新订单及生产指数（%）

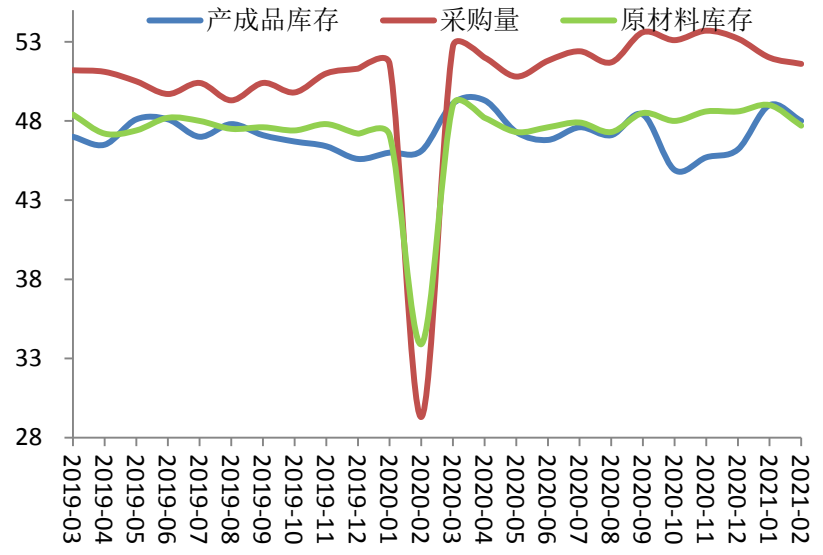


数据来源：wind，上海证券研究所

3.库存下降

2 月，原材料库存指数 47.7%，下降 1.3 个百分点。产成品库存指数为 48%，下降 1 个百分点。采购量指数为 51.6%，下降 0.4 个百分点。总体来看，受春节假期影响，企业生产需求均有所放缓，库存下降。

图 4：库存及采购量指数（%）

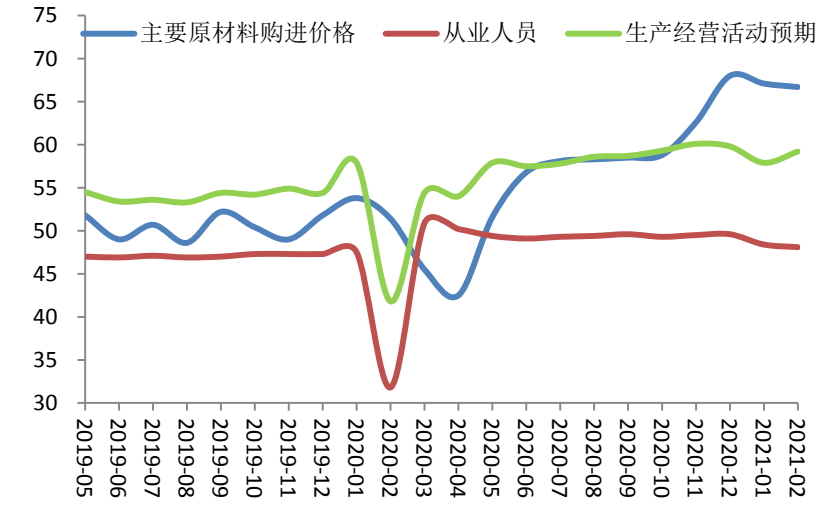


数据来源：wind，上海证券研究所

价格指数高位运行。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 66.7%和 58.5%，持续位于较高运行水平。从业人员指数为 48.1%，

比上月下降 0.3 个百分点，表明制造业企业用工景气度较上月下降。供应商配送时间指数为 47.9%，比上月下降 0.9 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间有所延长。

图 5：购进价格、从业人员及经营活动指数指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

春节假期影响，制造业供需偏淡

2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6%，低于上月 0.7 个百分点。2 月由于受春节假期影响，制造业景气度有所回落。供需均有所放缓。生产指数和新订单指数分别为 51.9%和 51.5%，较上月回落 1.6 和 0.8 个百分点，制造业产需两端扩张力度有所减弱，但继续保持在扩张区间。从行业情况看，制造业景气面保持基本稳定，多数行业生产指数和新订单指数高于临界点。其中，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，表明相关行业产需两端扩张较快。春节期间企业生产、采购活动放缓等影响，制造业外贸业务较上月有所减少，进出口景气度回落。本月新出口订单指数和进口指数分别为 48.8%和 49.6%，低于上月 1.4 和 0.2 个百分点。不过从市场预期看，出口企业生产经营活动预期指数为 60.8%，位于高位景气区间，表明多数制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观。国际大宗商品价格持续上行，价格指数维持高位。本月主要原材料购进价格指数为 66.7%，连续 4 个月高于 60.0%。从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、电气机械器材等行业主要原材料购进价格指数均超过 70.0%，

企业采购成本压力持续加大。同时，原材料购进价格上涨助推出厂价格上升，本月出厂价格指数高于上月 1.3 个百分点，为 58.5%，是近期较高水平。

从企业类型来看，大型企业景气水平保持稳定。大型企业 PMI 为 52.2%，较上月微升 0.1 个百分点，表明大型企业保持平稳扩张。中、小型企业受春节假期影响较为明显，本月 PMI 分别为 49.6%和 48.3%，低于上月 1.8 和 1.1 个百分点，企业生产经营活动较上月有所放缓。

企业预期向好，本月企业生产经营活动预期指数升至 59.2%，高于上月 1.3 个百分点。从行业情况看，通用设备、专用设备、汽车、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产经营活动预期指数均位于高位景气区间。部分调查企业反映，3 月份将进入产销旺季，市场需求有望回升，企业对节后行业发展信心增强。

本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%，均为近期高点，表明当前部分制造业企业存在用工缺口，用工成本压力有所加大，或受春节放假，劳工返乡影响。

非制造业方面同样有所回落。2 月非制造业商务活动指数为 51.4%，低于上月 1.0 个百分点。服务业扩张力度有所减弱。服务业商务活动指数为 50.8%，低于上月 0.3 个百分点，与居民消费密切相关行业商务活动指数均位于扩张区间且高于上月，行业经营活动相对活跃。建筑业受春节假期及天气因素等影响，建筑业施工进度有所放缓，建筑业商务活动指数为 54.7%，低于上月 5.3 个百分点。

2 月份，综合 PMI 产出指数为 51.6%，低于上月 1.2 个百分点，表明本月我国企业生产经营活动总体扩张放缓。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 51.9%和 51.4%。

市场波动性增加

伴随疫苗在各国均陆续推出，以及北半球天气逐渐转暖，虽然全球疫情仍未结束，但缓解态势开始出现，预期显著好转，市场信心开始增强。中国最早进入后疫情时代，在基数影响下，中国宏观经济数据全面处于高位运行状态。受海外流动性泛滥影响，当经济基本面预期扭转后，金融属性强的大宗商品价格持续走高，并开始逐渐影响现货市场。受此影响，国内价格结构也开始发生转变，PPI 迅速回升，CPI 则延续低位，继续“伪通缩”。物价结构的转变及经济回暖预期下，通胀预期、尤其是周期品价格上涨预期比较强烈。宏观调控政策的平稳基调不变，财政宽松和货币平稳的组合不变。经济

改善为资本市场的中长期向好局面奠定了基础，短期受周期商品价格回升影响，市场结构性调整或有出现，波动将有增加。

事件预测：趋势判断

后疫情时代经济增长态势明了

2 月 PMI 继续回落，各项指标均有所下降，主要受春节假期影响，但从数据来看，制造业企业对于三月的产销旺季信心充足，预计 3 月 PMI 将明显回升。而价格指数仍在高位运行，大宗商品价格持续走高，PPI 或迅速回升。疫情方面，海外疫情随着疫苗接种的陆续进行呈现缓解之势。2021 年中国经济正式进入后疫情时代，防控常态化中各方面经济活动全面恢复，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。