2021 年 02 月 28 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

回落与分化不改预期向好

——2021 年 2 月 PMI 数据点评

摘要

春节假期效应和成本上涨影响本月 PMI，制造业和非制造业 PMI 均出现回落，但仍在荣枯线以上，我国经济总体扩张步伐放缓。国内散点疫情控制稳定，且 3 月将进入产销旺季，企业生产经营活动预期向好。

- **制造业 PMI：扩张步伐放缓，大中小型企业分化明显。**2 月，春节因素致企业生产增速放缓且需求提前释放，制造业 PMI 有所回落，回落幅度为近三年最大。生产指数和新订单指数已连续三个月呈下降趋势，但仍在荣枯线以上。从企业规模来看，大型企业微升，中小企业回落至荣枯线以下。从分项指标看，除原材料库存、从业人员、供应商配送时间外，大型企业各分项指标都高于荣枯线，且都比中小型企业高，中小型企业受流动性短期收紧、原材料价格持续上涨、用工紧张的影响更大。从行业情况看，制造业各行业景气度进一步分化，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；高端制造业增长较快；但受节前需求提前释放影响，消费品行业需求增速放缓明显。

- **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。**2 月，新出口订单指数和进口指数连续三个月呈下降趋势，出口指数跌幅加快而进口指数跌幅缩小。春节因素、海外疫情增长边际放缓，以及国际大宗商品价格攀升是影响 2 月进、出口预期的主因，分企业类型来看，出口指数方面，中小企业受影响更大，大型企业的新出口订单指数回升，但中小型企业的新出口订单指下滑较快；进口指数同样呈现出大型企业有所升高，而中小企业回落明显的分化状态。从市场预期看，出口企业生产经营活动预期指数位于高位景气区间，表明多数制造业出口企业对近期外贸形势仍保持乐观态度。随着海外疫情拐点到来，国内需求回升，进口预期也有望改善。

- **制造业企业经营预期向好，但用工成本压力加大。**节后企业发展信心增强，高端制造企业将继续高速成长。从企业规模来看，大型企业的生产经营活动预期指数较 1 月回落，中型和小型企业回升，预计未来中小企业发展动能将更好释放。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。随着春节因素消退，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。但制造业企业面临原材料成本和用工成本上涨的挑战，中小型企业面临的挑战更大。

- **非制造业 PMI：多因素影响下放缓，预期较乐观。**非制造业商务活动指数连续第 3 个月回落，建筑业放缓较多。对非制造业 PMI 拖累较多的是新出口订单和销售价格，表明非制造业海外市场需求有所减弱。分行业看，本月建筑业回落较多，主要受春节假日、散点疫情以及天气因素等影响，建筑业施工进度有所放缓；服务业扩张力度也有所减弱。业务活动预期指数大幅升至 64%，为去年 2 月以来新高，非制造业企业对未来信心较强。

- **风险提示：**海内外疫情控制不及预期、外需恢复不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 绿色经济顶层布局，欧美债券利率承压 (2021-02-26)
2. 走向“正常化”，2021 如何出招？——全国“两会”前瞻 (2021-02-24)
3. 大宗商品一路高歌，房产成交未有惊喜 (2021-02-19)
4. 货运数据开门红，比特币波动大 (2021-02-18)
5. 核心 CPI 转负、PPI 转正，风向如何转？ (2021-02-10)
6. 政府债券退坡，但数据亮点在这里 (2021-02-10)
7. “抱团”成潮流，能否成为复苏的强心剂？ (2021-02-05)
8. 高标准市场体系如何打造？——最新行动方案的五大看点 (2021-02-01)
9. 产需扩张力度回落，谁的锅？ (2021-01-31)
10. 国内流动性不转向，美鸽声嘹亮下经济萎缩 (2021-01-29)

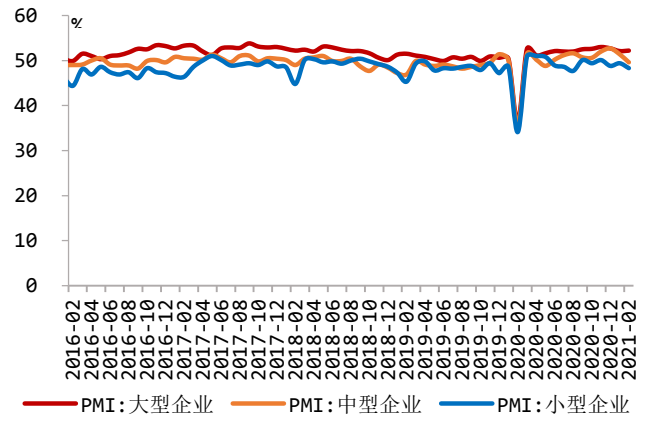
受春节假期效应和原材料价格上涨影响，2 月，中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.6%、51.4%和 51.6%，较 1 月回落 0.7、1.0 和 1.2 个百分点，均继续保持在荣枯线以上。3 月将进入产销旺季，目前企业生产经营预期向好，市场需求有望回升，预计 3 月 PMI 将回升。

1 制造业 PMI：扩张步伐放缓，大中小型企业分化明显

制造业供需两端扩张力度继续回落。2 月，春节因素致企业生产增速放缓且需求提前释放，制造业 PMI 有所回落，制造业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，并已连续三个月呈下降趋势，是近三年春节当月的最大降幅，但仍在荣枯线以上。其中，生产指数降幅 1.6 个百分点，较 1 月降幅扩大 0.9 个百分点，代表需求的新订单指数降幅 0.8 个百分点，较 1 月降幅收窄 0.5 个百分点。**从企业规模来看，大型企业支撑较强，中小型企业回落至荣枯线以下。**2 月，大型企业 PMI 略升 0.1 个百分点至 52.2%，逆转上月回落态势，且连续 9 个月位于 52%以上，保持平稳扩张态势，大型企业较整体制造业 PMI 高出 1.6 个百分点；中型企业 PMI 回落最多，较 1 月下降 1.8 个百分点至 49.6%，跌至荣枯线以下；小型企业再现回落，PMI 较上月下滑 1.1 个百分点至 48.3%。从分项指标看，除原材料库存、从业人员、供应商配送时间，大型企业各分项指标都高于荣枯线，且都比中小型企业高。相比之下，中小型企业受流动性短期收紧、原材料价格持续上涨、用工紧张的影响更大。

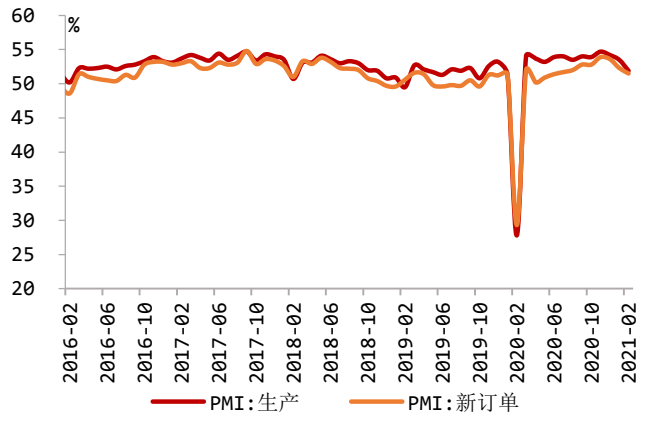
从行业情况看，消费品行业需求增速放缓明显。2 月制造业各行业景气程度进一步分化。首先，部分制造业景气度保持基本稳定，生产指数和新订单指数高于临界点，其中医药、通用设备、电气机械器材等行业生产指数高于制造业总体，且新订单指数均位于 55.0%以上，医药行业新订单指数上升或与全民接种新冠疫苗加速有关；高端制造业虽较 1 月下降超过 1 个百分点，但高技术制造业 PMI 仍保持在 53.6%的较高水平，其中装备制造业 PMI 为 52.2%，生产指数和新订单指数均位于 53.5%以上；但受节前需求提前释放影响，消费品行业需求增速放缓明显，新订单指数较上月下降接近 4 个百分点，而 1 月则上升 4.3 个百分点。

图 1：2 月大型企业 PMI 微升



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：产需指数回落明显

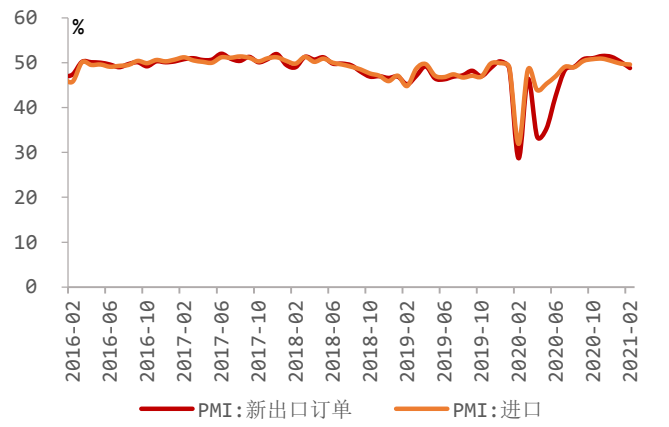


数据来源：wind、西南证券整理

2 进出口景气度继续回落，但假日效应后有望回升

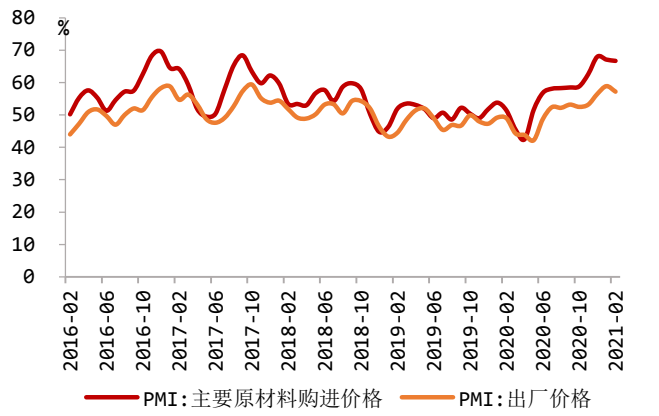
受春节期间企业生产、采购活动放缓等影响，制造业外贸业务较上月有所减少。2 月，新出口订单指数和进口指数分别为 48.8%和 49.6%，低于上月 1.4 和 0.2 个百分点，同样连续三个月呈现下降趋势，出口指数跌幅扩大而进口指数跌幅缩小（1 月新出口订单指数和进口指数分别较 2020 年 12 月回落 1.1 和 0.6 个百分点）。春节因素外、海外疫情边际放缓、国际大宗商品价格攀升影响了进、出口预期。从企业规模来看，分化情况明显，中小企业受影响更大，大型企业的新出口订单指数较上月回升 3.3 个百分点至 53.5%，但中小型企业的新出口订单指数下降较大，分别为 42.9%和 35.1%，较上月回落 9 和 10.3 个百分点；进口同样呈现出大型企业有所升高，而中小型企业回落明显的情况，大型企业进口指数较 1 月上升 2.1 个百分点为 51.1%，中小型企业的进口指数分别为 47.3%和 43.8%，较上月回落 3.4 和 10.1 个百分点。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态度。随着海外疫情拐点到来，国内需求回升，进口预期也有望改善。

图 3：进出口景气度回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：主要原材料购进价格和出厂价格指数维持高位



数据来源：wind、西南证券整理

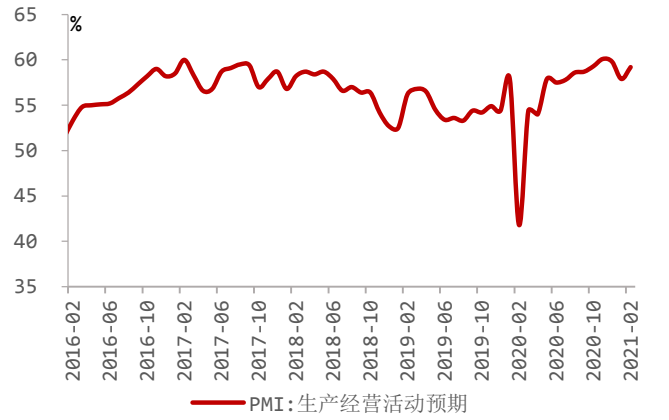
3 企业经营预期向好，但用工成本压力加大

节后企业发展信心增强，高端制造企业将继续高速成长。2 月，企业生产经营活动预期指数升至 59.2%，高于 1 月 1.3 个百分点。从企业规模来看，大型企业的生产经营活动预期指数较上月回落 0.1 个百分点为 61.3%；中型和小型企业的生产经营活动预期指数分别为 57.9%和 55.8%，分别较 1 月上升 0.5 和 6.1 个百分点。2020 年底中央经济工作会议提出，要持续激发市场主体活力，完善减税降费政策，强化普惠金融服务，更大力度推进改革创新，让市场主体特别是中小微企业和个体工商户增加活力，预计未来中小企业发展动能将更好释放。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。随着春节因素消退，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。

但制造业企业面临原材料成本和用工成本上涨的挑战，小型企业挑战更大。首先，近期大宗商品价格上涨较多，原材料持续上涨挤压制造业利润，2 月制造业购进价格指数为 66.7%，虽较 1 月下降 0.4 个百分点，但仍处于较高水平，已连续 4 个月高于 60%。企业调查显示，

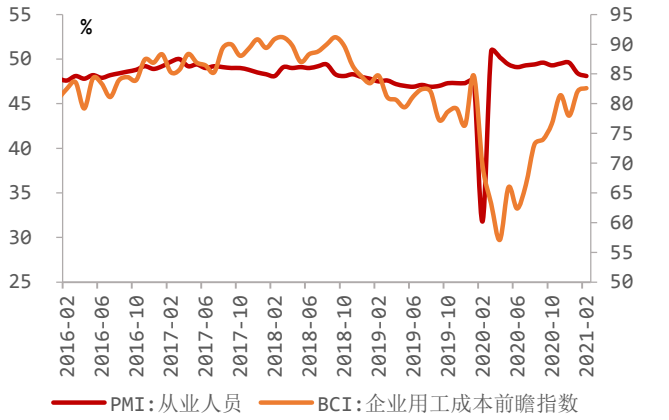
反映原材料成本高的企业比重为 53.6%，创 2018 年以来最高点。其中，小型企业原材料购进价格较上月增幅最大，大中型企业有所回落。从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、电气机械器材等行业主要原材料购进价格指数均超过 70.0%，企业采购成本压力持续加大。其次，制造业企业出现用工缺口，劳动力供给趋紧推高了企业的劳动力成本，制造业从业人员指数为 48.1%，比上月下降 0.3 个百分点，为连续两个月下降。企业调查显示，反映劳动力成本高和劳动力供应不足的企业比重均较 1 月上升 1.5 个百分点至 36.2%和 18.3%。大、中、小企业从业人员指数分别为 49.1%、47.5%和 46.3%，分别较 1 月上升 0.5，下降 1.5 和下降 0.7 个百分点。

图 5：生产经营活动预期升高



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企业用工成本增加



数据来源：wind、西南证券整理

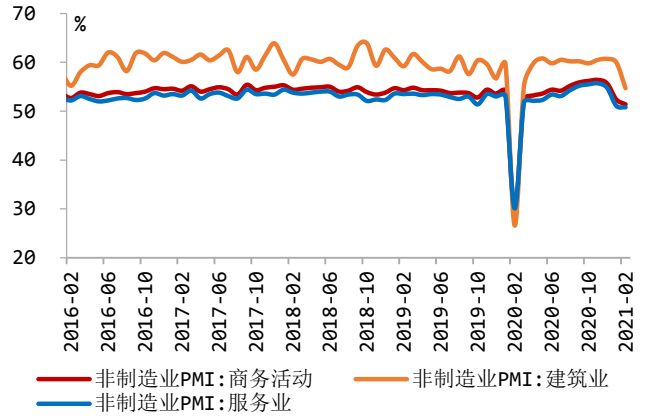
4 非制造业 PMI：多因素影响下回落，业务活动预期较乐观

非制造业商务活动指数连续第 3 个月回落，建筑业放缓较多。2021 年 2 月，非制造业商务活动指数 51.4%，较上月回落 1 个百分点，已连续第 3 个月放缓，虽位于荣枯线上方，但非制造业扩张步伐继续放缓。对非制造业 PMI 拖累较多的是新出口订单和销售价格，分别较上月回落 2.3 和 1.3 个百分点至 45.7%和 50.1%，表明非制造业海外市场需求有所减弱。分行业看，本月建筑业回落较多，主要受春节假日、散点疫情以及天气因素等影响，建筑业施工进度有所放缓，建筑业商务活动指数低于上月 5.3 个百分点为 54.7%；服务业扩张力度也有所减弱，服务业商务活动指数为 50.8%，低于上月 0.3 个百分点。具体来看，随着国内散点疫情被控制，与居民消费密切相关的零售、餐饮、娱乐等行业商务活动指数有较大改善，均位于扩张区间且高于 1 月，行业经营活动相对活跃；电信广播电视卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数高于 58.0%，虽较 1 月有所下滑，但业务量仍保持较快增长势头；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，值得注意的是资本市场服务指数打破之前连续 3 个月位于 60%以上的高位景气区间的态势，下滑至临界点以下。

非制造业企业对行业发展信心增强，市场需求向好。从预期看，非制造业业务活动预期指数较 1 月上升 8.9 个百分点至 64%，说明企业对于未来市场前景看好；从需求看，非制造业新订单指数虽仍低于荣枯线，但较 1 月提高 0.2 个百分点。非制造业的需求和预期，尤其

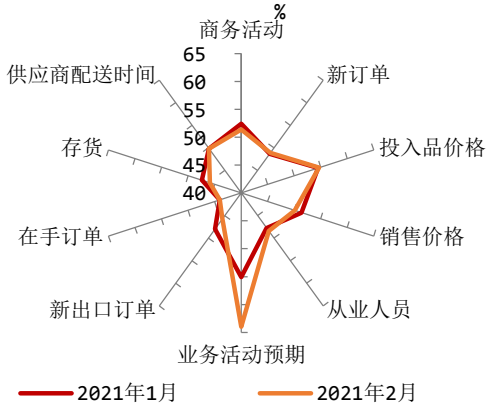
是预期，提升较多，与国内及海外经济复苏相关。分行业看，建筑业新订单指数和业务活动预期指数分别为 53.4%和 68.2%，高于上月 2.2 和 14.6 个百分点，表明近期建筑业市场需求有所增加，行业发展预期向好；服务业新订单指数和业务活动预期指数分别为 48.1%和 63.2%，分别较 1 月下降 0.2 和上升 7.9 个百分点，需求继续放缓与服务业企业成本压力大，同时转嫁成本给消费者的能力较弱有关，2 月服务业投入品价格和销售价格指数分别为 53.7%和 49.7%，分别较 1 月上升 0.2 和回落 1.4 个百分点。

图 7：2 月非制造业指数回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02
中采制造业PMI																				
PMI总指数	49.7	49.5	49.8	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6
生产量	52.1	51.9	52.3	50.8	52.6	53.2	51.3	27.8	54.1	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7	54.2	53.5	51.9
雇员	47.1	46.9	47.0	47.3	47.3	47.3	47.5	31.8	50.9	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6	49.3	49.5	49.6	48.4	48.1
新订单	49.8	49.7	50.5	49.6	51.3	51.2	51.4	29.3	52.0	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9	53.6	52.3	51.5
出口订单	46.9	47.2	48.2	47.0	48.8	50.3	48.7	28.7	46.4	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5	51.3	50.2	48.8
现有订货	44.7	44.8	44.7	44.9	44.9	45.0	46.3	35.6	46.3	43.6	44.1	44.8	45.6	46.0	46.1	47.2	46.7	47.1	47.3	46.1
产成品库存	47.0	47.8	47.1	46.7	46.4	45.6	46.0	46.1	49.1	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7	46.2	49.0	48.0
原材料库存	48.0	47.5	47.6	47.4	47.8	47.2	47.1	33.9	49.0	48.2	47.3	47.6	47.9	47.3	48.5	48.0	48.6	48.6	49.0	47.7
采购量	50.4	49.3	50.4	49.8	51.0	51.3	51.6	29.3	52.7	52.0	50.8	51.8	52.4	51.7	53.6	53.1	53.7	53.2	52.0	51.6
购进价格	50.7	48.6	52.2	50.4	49.0	51.8	53.8	51.4	45.5	42.5	51.6	56.8	58.1	58.3	58.5	58.8	62.6	68.0	67.1	66.7
供应商配送时间	50.1	50.3	50.5	50.1	50.5	51.1	49.9	32.1	48.2	50.1	50.5	50.5	50.4	50.4	50.7	50.6	50.1	49.9	48.8	47.9
进口	47.4	46.7	47.1	46.9	49.8	49.9	49.0	31.9	48.4	43.9	45.3	47.0	49.1	49.0	50.4	50.8	50.9	50.4	49.8	49.6
中采服务业PMI	52.9	52.5	53.0	51.4	53.5	53.0	53.1	30.1	51.8	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7	54.8	51.1	50.8
中采建筑业PMI	58.2	61.2	57.6	60.4	59.6	56.7	59.7	26.6	55.1	59.7	60.8	59.8	60.5	60.2	60.2	59.8	60.5	60.7	60.0	54.7
综合PMI产出指数	53.1	53.0	53.1	52.0	53.7	53.4	53.0	28.9	53.0	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	55.1	52.8	51.6
非制造业商务活动指数	53.7	53.8	53.7	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4	55.7	52.4	51.4
财新制造业PMI	49.9	50.4	51.4	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	51.5	

数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn