疫情影响 PMI 回落，制造业边际走弱

——1 月 PMI 数据点评

日期：2021 年 2 月 1 日

- 2021 年 1 月中采制造业 PMI 51.3%，较上月下跌 0.6 个百分点，非制造业 PMI 52.4%，较上月下跌 3.3 个百分点，综合 PMI 52.8%，环比下跌 2.3 个百分点。整体边际走弱。

点评：

- **制造业 PMI 边际回落，中型企业下行速度最快，小型企业小幅上行，但仍处于荣枯线以下。**不同规模企业走势分化，大型企业新出口订单、新订单均有所回落，产成品库存累积。小型企业的新出口订单和采购量均有所回落，整体而言小型企业表现依然偏弱，中小企业运营压力仍存。
- **产需两端小幅回落，除了季节性回落因素外，受疫情扰动影响，部分地区企业生产、运输活动受阻。**生产、新订单指数分别环比回落 0.7、1.3 个 pct 至 53.5%和 52.3%，内需环比小幅回落，新订单指数回落快于生产指数回落速度，外需边际走弱。外需修复的趋势延续，修复速度边际放缓。随着海外疫苗接种的人数和占比不断增加，1 月美国和欧洲主要发达经济体新增疫情人数迎来下行拐点，但受海外圣诞节求提前释放的影响，我国出口订单环比有所回落。
- **原材料、产成品价格指数 1 月小幅回落，但仍维持高位运行。**出厂价与购进价的价差继续扩大，大型企业价格剪刀差下行幅度最大，企业利润或将承压。
- **企业库存持续累积，近期工业产成品补库进度快于原材料库存补库进度。**除去企业补库存意愿提升之外，需要关注需求端走弱，库存被动累积带来的影响。
- **非制造业主要受服务业拉动回调。服务业 PMI 延续回落，1 月疫情影响了部分地区的线下消费和出行活动，行业活跃度均有所下降。**部分人员提前返乡，行业用工也有所回落。建筑业小幅走弱，依然维持高位，季节性因素进入施工淡季。但业务活动预期指标显著下行，2 月农历新年预期将进一步回落。
- **就业整体小幅上行，施工旺季拉动建筑业就业。**施工季节性旺季带动了建筑业的就业，旅游需求环比十一长假有所走弱，服务业用工需求随之降低。
- 1 月 PMI 受疫情影响，超季节性回调。经济逐步修复的趋势没有逆转。预期 2 月 PMI 仍将维持高景气度，但将受农历新年的影响环比回落。
- **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。

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

万联证券

目录

事件.....3
1、制造业 PMI 边际回落，库存累积明显.....3
2、非制造业 PMI 明显回落，建筑业维持高位.....5
3、总结.....6
4、风险提示.....7

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 修复速度放缓.....4
图表 5:PMI 出场价格与原材料价格价差持续扩大.....4
图表 6:PMI 产成品和原材料库存均有所累积.....4
图表 7:房地产新开工面积累计同比趋势放缓.....5
图表 8:钢铁行业 PMI 持续回落.....5
图表 9:非制造业 PMI 分项走势（%）.....6
图表 10:建筑业 PMI 继续回落（%）.....6
图表 11:企业盈利仍将继续修复.....6
图表 12:企业融资环境小幅改善.....6

万联证券

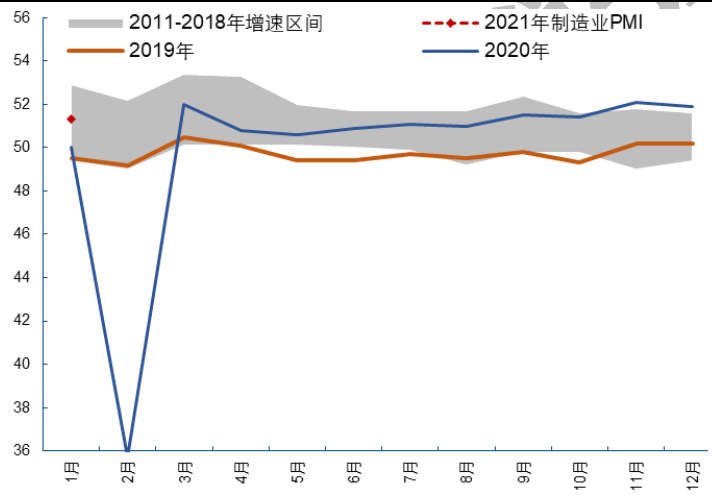
事件

2021年1月中采制造业PMI 51.3%，较上月下跌0.6个百分点，非制造业PMI 52.4%，较上月下跌3.3个百分点，综合PMI 52.8%，环比下跌2.3个百分点。整体边际走弱。

1、制造业PMI边际回落，库存累积明显

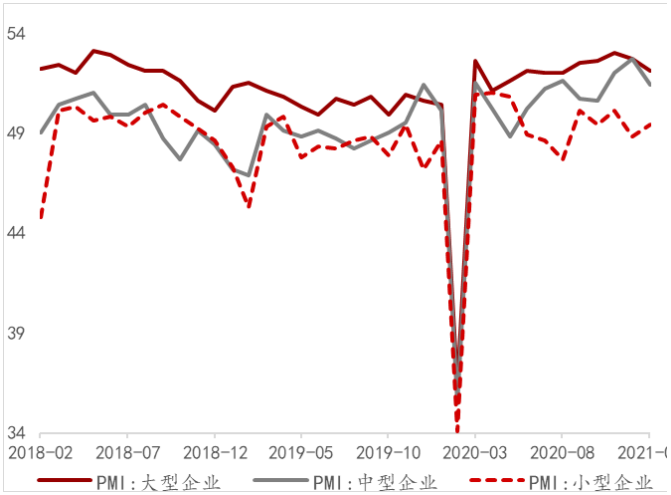
制造业PMI边际回落，中型企业下行速度最快，小型企业小幅上行，但仍处于荣枯线以下。1月制造业PMI为51.3%，较上月回落0.6个百分点，连续2个月下行，仍处于荣枯线以上。不同规模企业走势分化，大型企业PMI小幅回落0.6个百分点至52.1%，中型企业PMI回落1.3个百分点至51.4%，小型企业PMI比上月上行0.6个百分点至49.4%，仍处于荣枯线以下。大型企业新出口订单、新订单均有所回落，产成品库存累积。小型企业的新出口订单和采购量均有所回落，产成品库存上行2个百分点至47.4%，但新出口订单大幅下行2.9个百分点至45.4%。整体而言小型企业表现依然偏弱，中小企业运营压力仍大，虽然经济延续复苏趋势，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



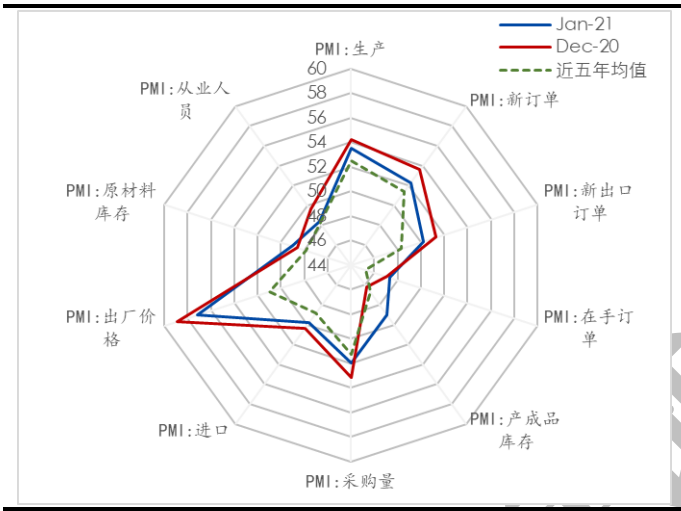
资料来源：Wind，万联证券研究所

产需两端小幅回落，除了季节性回落因素外，受疫情扰动影响，部分地区企业生产活动受阻。分项来看，生产端环比上月回落0.7个百分点，1月PMI生产指数为53.5%。新订单指数回落1.3个百分点至52.3%，新出口订单继续回落1.1个百分点至50.2%，内需环比小幅回落，新订单指数回落快于生产指数回落速度，外需边际走弱。从季节性因素来看，1月大多较12月环比回落。1月国内部分地区疫情扩散，河北、吉林、黑龙江等地受疫情影响较为明显，部分企业生产、采购、运输等活动面临一些困难。从行业情况看，农副食品加工、有色金属冶炼及压延加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于56.0%，行业增长较快；纺织、化学原料及化学制品等行业两个指数均位于临界点以下，产需有所回落。

外需修复的趋势延续，修复速度边际放缓。随着海外疫苗接种的人数和占比不断增加，1月美国和欧洲主要发达经济体新增疫情人数迎来下行拐点。1月美国制造业PMI继续上行，拜登政府上台首月对经济的财政支持力度依然较大，经济也延续了修复的趋势；日本小幅回落，再次回到荣枯线以下；欧元区整体小幅回落，法国继续小幅上行，德国小幅回落，英国PMI回落4.6个百分点至52.9%，制造业增速边际放缓。订单

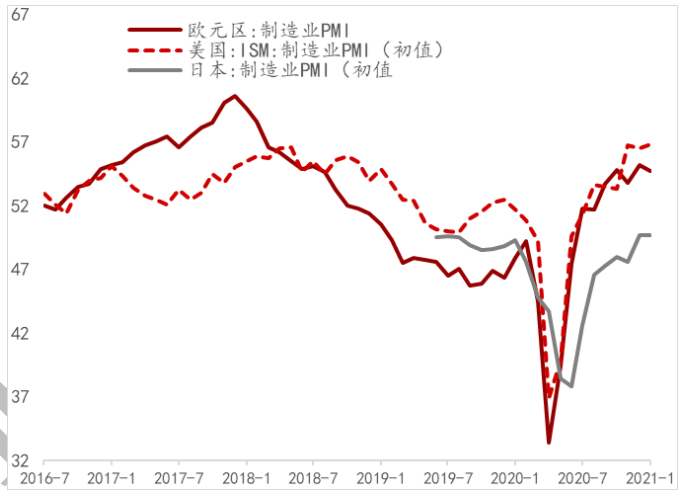
转移到我国的出口替代效应依然存在，海外圣诞节后消费需求环比小幅回落，也部分影响了我国出口订单。2021年疫苗预期能大规模生产并投放到市场中，经济修复或被加速，但仍需关注疫苗注射的覆盖度和进程。中美贸易摩擦的不确定性和带来的阶段性波动仍在，外需具有一定不确定性。

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 修复速度放缓

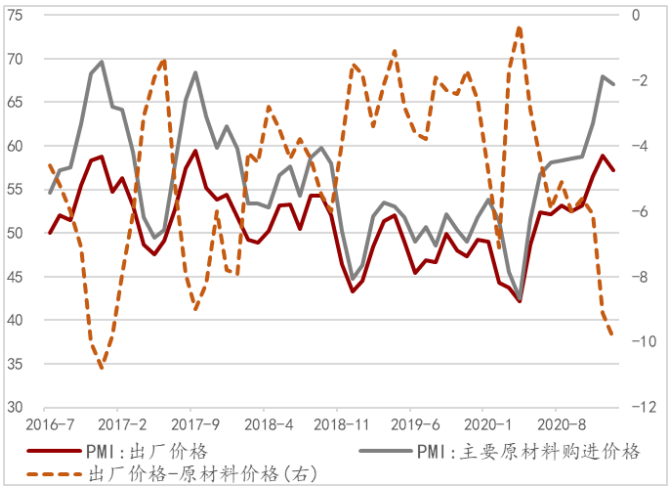


资料来源：Wind，万联证券研究所

原材料、产成品价格指数1月小幅回落，但仍维持高位运行。1月原材料购进价格指数小幅回落0.9个百分点至67.1%，原材料价格景气度仍处于高位。出厂价格指数回落1.7个百分点至57.2%。出厂价与购进价的价差继续扩大，大型企业价格剪刀差下行幅度最大，企业利润或将承压。随国内外需求逐步回暖，近几个月大宗商品价格涨幅明显，拉升了原材料价格指数。上游行业中，黑有色压延及加工等PMI价格指数均处于高位。

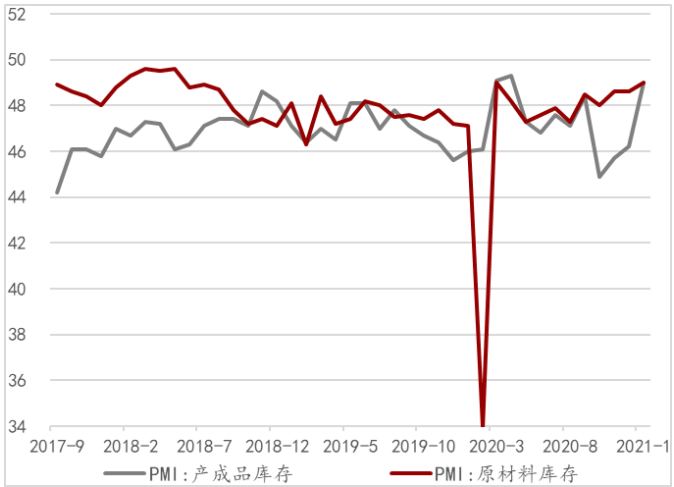
企业库存持续累积，近期工业产成品补库进度快于原材料库存补库进度。原材料、产成品库存分别上行0.4、2.8个百分点至49%、49%，随经济持续修复，需求端逐步上行，但本月新订单回落速度快于生产端回落速度，除去企业补库存意愿提升之外，需要关注需求端走弱，库存被动累积，相关商品价格或受到影响。

图表5： PMI 出场价格与原材料价格价差持续扩大



资料来源：Wind，万联证券研究所

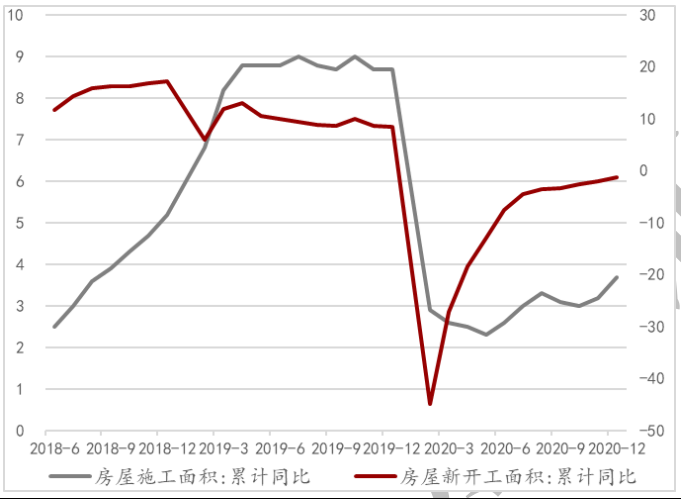
图表6： PMI 产成品和原材料库存均有所累积



资料来源：Wind，万联证券研究所

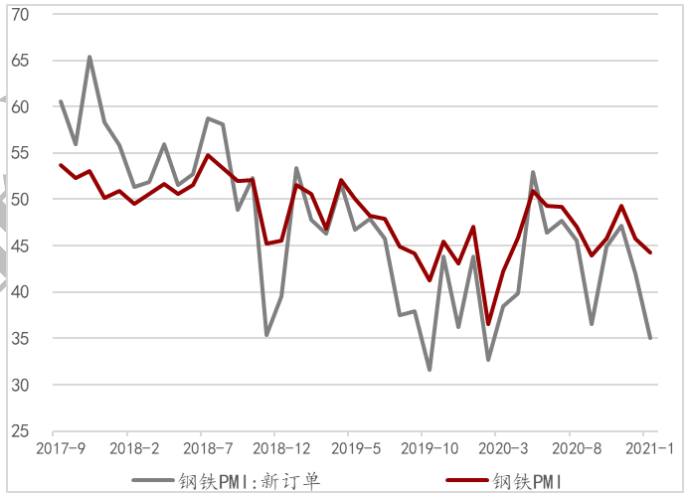
房地产景气度下降，上游钢材需求季节性回落，但海外订单需求依然保持旺盛。房地产新开工面积增速整体趋势放缓，东北地区等由于冬季寒冷及降雪将影响开工，叠加疫情影响，环比开工走弱。2020年春节长假在一月，2021年春节在2月，开工期的错位以及去年疫情的影响,预期1月房地产开工仍将同比维持高位,但环比有所回落。一二线城市消费者购房的刚需仍存，虽然1月以来，上海、深圳、杭州等多地出台政策抑制房价过快上行，对地产的调控仍未传导到工业品需求端。1月钢铁行业PMI较上月回落3.5个百分点至45.8%，受房地产1月施工季节性影响，钢材需求、生产有所回落，但出口订单保持旺盛，上行8.5个百分点至54.4%。

图表7： 房地产新开工面积累计同比趋势放缓



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8： 钢铁行业 PMI 持续回落



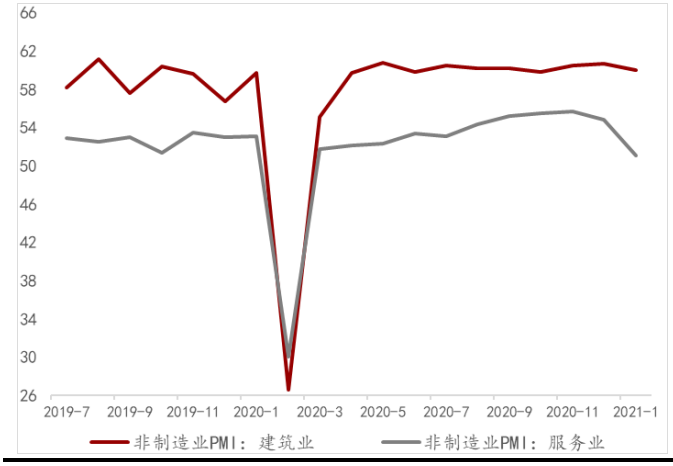
资料来源：Wind，万联证券研究所

2、非制造业PMI明显回落，建筑业维持高位

服务业PMI延续回落，1月疫情影响了部分地区的线下消费和出行活动，行业活跃度均有所下降。1月非制造业PMI回落3.3个百分点至52.4%，主要受服务业下滑影响。其中,服务业较上月回落3.7个百分点至51.1%,建筑业PMI回落0.7个百分点至60.0%。本月住宿、餐饮、文化体育娱乐、居民服务等接触式、聚集性消费行业受影响较为显著,均处于收缩区间。并且,近期一些地区物流放缓,加之商务往来和居民出行减少,道路运输、航空运输等行业商务活动指数降至临界点以下，行业活跃度有所下降。服务业PMI从业人员回落1.1个百分点至46.9%,部分人员提前返乡,行业用工有所回落。

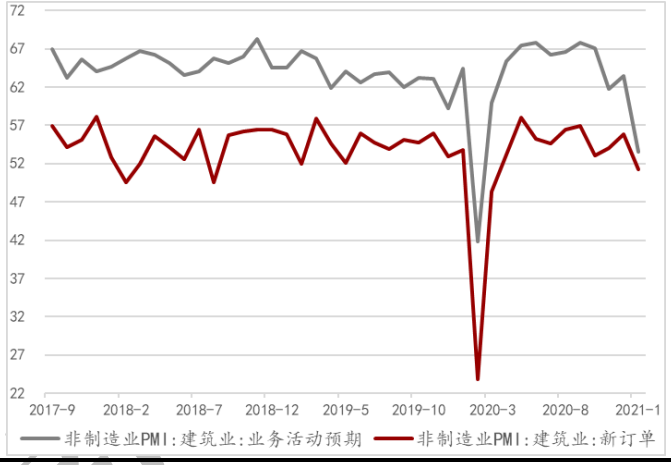
建筑业小幅走弱，依然维持高位，季节性因素进入施工淡季。春节临近，冬季低温天气等因素影响开工，建筑业季节性回落。建筑业新订单指标明显回落4.6个百分点至51.2%，业务活动预期指标显著下行9.9个百分点至53.6%，预期未来3个月内业务活动减少的企业比重有所上升。2月农历新年预期将进一步回落。

图表9：非制造业PMI分项走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：建筑业PMI继续回落（%）



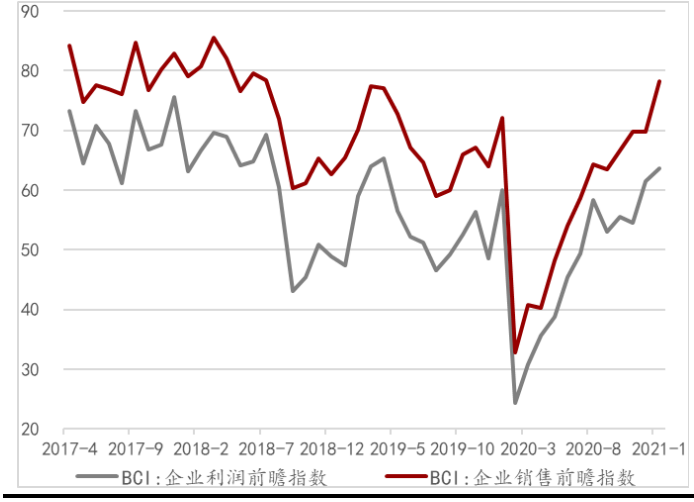
资料来源：Wind，万联证券研究所

就业整体小幅回落，春节部分行业人员提前返乡，用工阶段性偏紧。1月PMI从业人员回落1.2个百分点至48.4%，服务业从业人员下行1.1个百分点至46.9%，建筑业上行0.1个百分点至52.8%。

3、总结

1月PMI小幅走弱，除了制造业淡季影响之外，部分地区的疫情也影响了当地开工、运输等环节。受12月海外圣诞节需求提前释放的影响，新出口订单小幅回落。企业库存继续累积，企业补库意愿上行，产成品库存上行提速。产成品价格、原材料价格大幅上行，大宗商品价格上涨带动原材料价格上行，企业盈利预期仍将继续修复。随经济逐步修复至疫情前状态，财政政策将边际收紧，逐步回归常态，经济复苏的主要拉力由逆周期调控的房地产、基建向服务业、制造业切换，地产和基建的上行支撑力量或将小幅走弱，但韧性仍在。外需预期仍将维持修复状态，但修复速度将边际放缓。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2月PMI仍将维持高景气度，但将受农历新年的影响环比回落。

图表11：企业盈利仍将继续修复



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：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

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

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