PMI 数据不及预期，和 BCI 数据背离

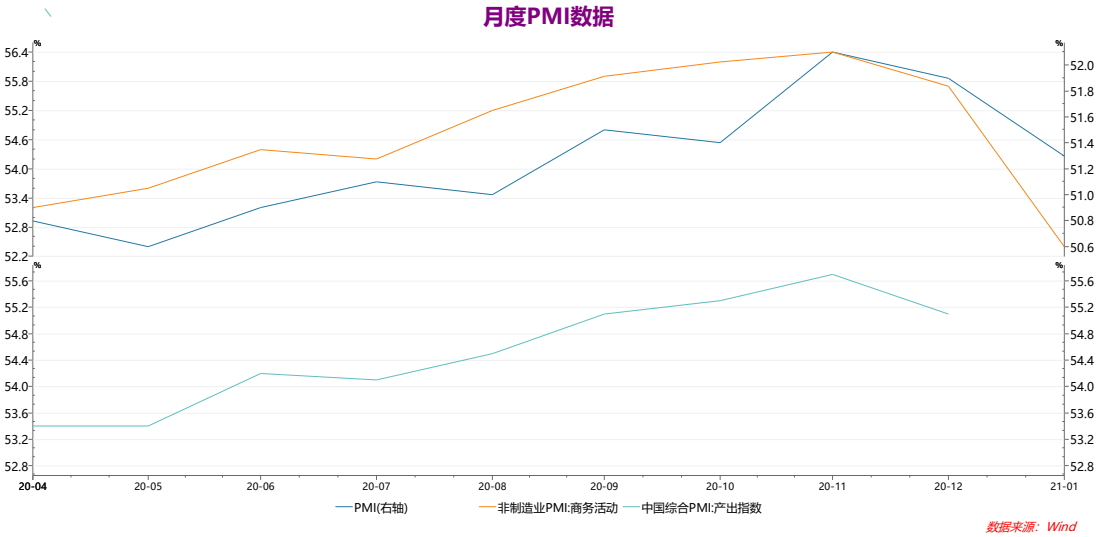
——一月 PMI 数据分析

内容提要：

先前公布的 BSI 数据强劲，因此市场对一月 PMI 数据充满期待，但结果却大相径庭，不及预期。1 月 PMI 在扩张区出现持续回落，特别是新订单 PMI 大幅回落和产品库存 PMI 大幅回升对生产的和就业的恢复形成了压制。而配送时间 PMI 为正贡献也可以从另外一个角度去理解，即因为配送货物的减少而导致配送时间的减少。因此，在这个意义上实际 PMI 数据可能比公布的更为弱势。

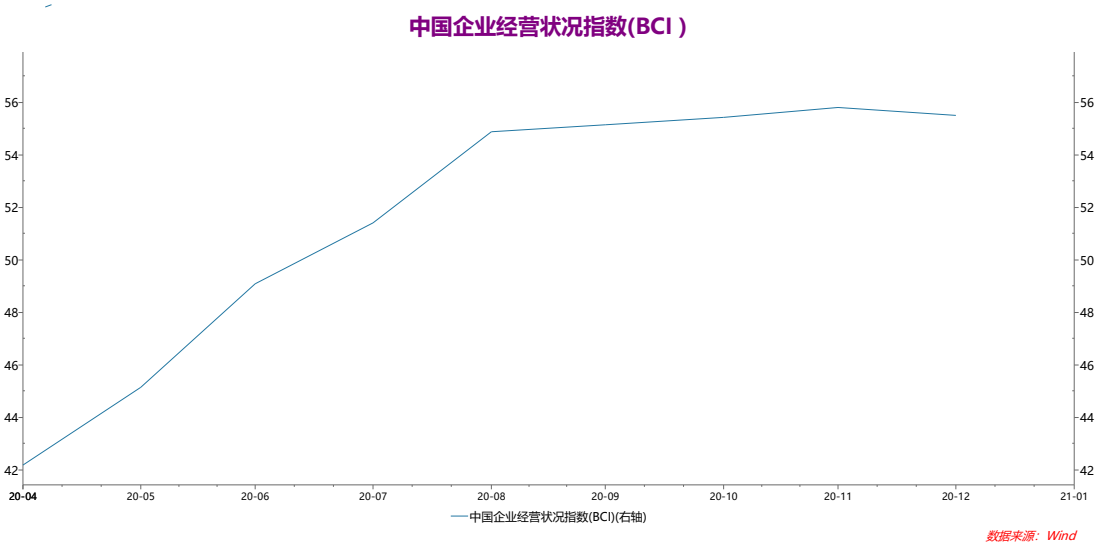
国家统计局今天公布了 1 月 PMI 数据，数据显示，继续在扩张区回落。制造业 PMI 报 51.3%，前值为 51.9%；非制造业 PMI 报 52.4%，前值为 55.7%；综合产出 PMI 报 52.8%，前值为 55.1%。即非制造业 PMI 下跌更为猛烈。

图 1：月度 PMI 数据



这和先前公布的 BSI 指数出现了背离，1 月的中国企业经营状况指数(BCI)出现强劲上升。但 BSI 分指标也显示库存和企业竞争力指标的下降。

图 2：中国企业经营状况指数(BCI)

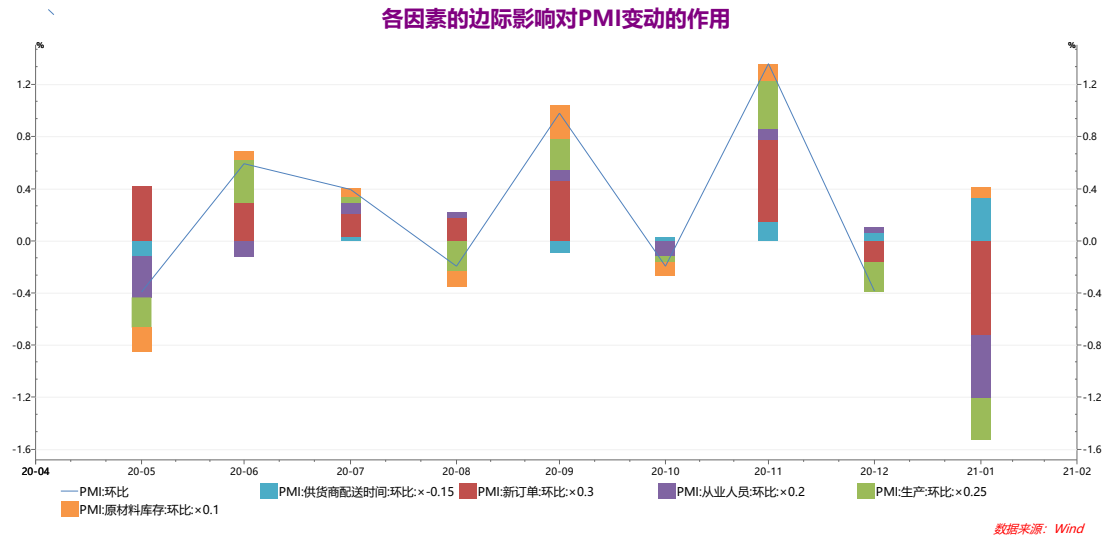


资料来源：银河期货研究所 WIND

一． 制造业 PMI 数据分析

制造业 PMI 数据环比回落 1.16%，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 0.33%，原材料库存也正贡献 0.08%。拖累因素主要为新订单 PMI（-0.73%）、从业人数 PMI（-0.48%），生产 PMI（-0.32%）、主要受到生产 PMI 的影响，其贡献了-0.23%。

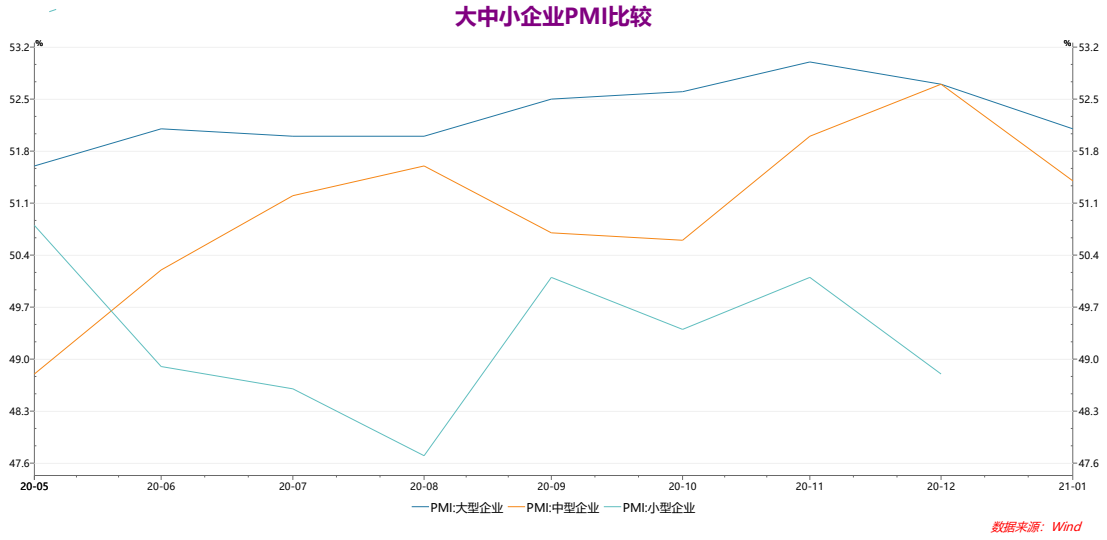
图 3：各因素的边际影响对 PMI 变动的作用



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，仅小型企业 PMI 在收缩区回升，报 49.4%，前值为 48.8%。中型企业 PMI 大幅回落明显，报 51.4%，前值为 52.7%，重新回落到收缩区。大型企业也有所回落，报 52.1%，前值为 52.7%。

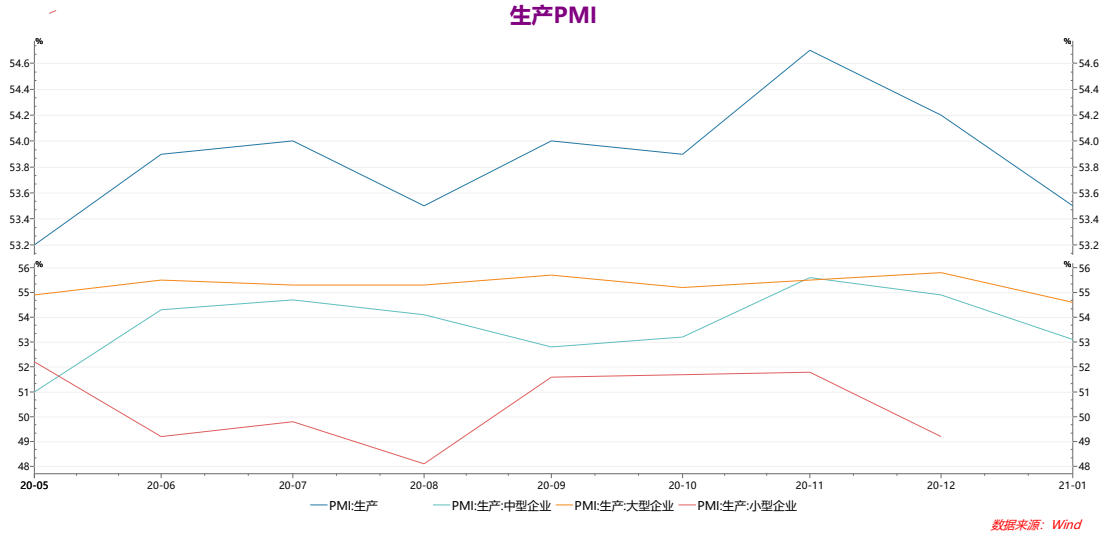
图 4：大中小企业 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

1 月生产 PMI 报 53.5%，前值为 54.2%，出现回落。仅小型企业回有所明显回升，重新回到扩张区，报 51.4%，前值为 4 9 . 2 %。大型和中型企业均有回落，但依然在扩张区。

图 5：生产 PMI

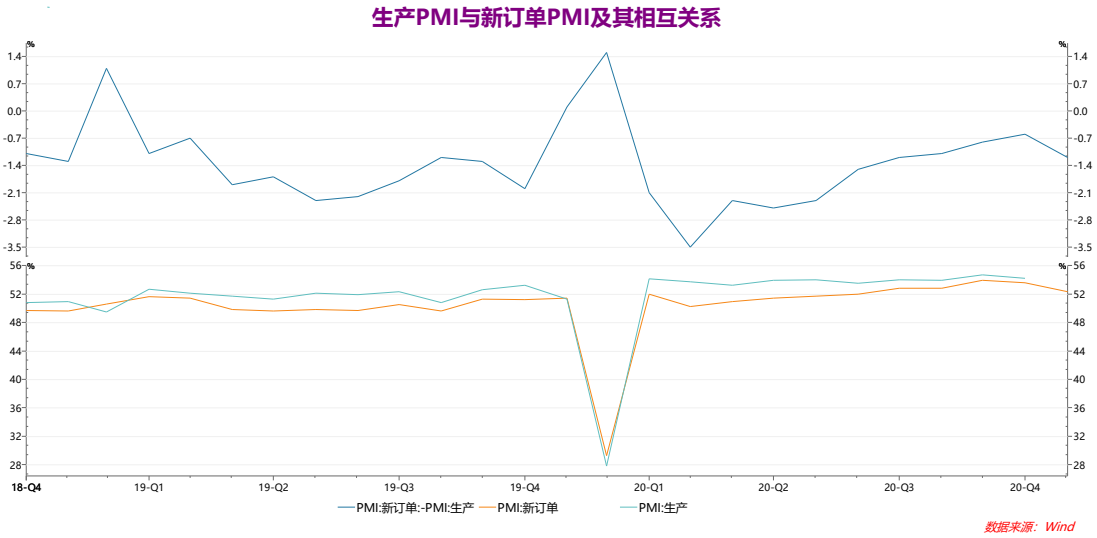


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据显示高炉开工率和 30 大中城市房地产成交面积 1 月环比均出现明显的回落。

新订单 PMI 报 52.3%，前值为 53.6%。从新订单 PMI 和生产 PMI 的关系看，由于生产 PMI 下跌慢于新订单 PMI 下降，但其差值从－0.6 缩小到－1.2%。而在手订单 PMI 从 47.1%回升到 47.3%，有利今后生产 PMI 的回升。

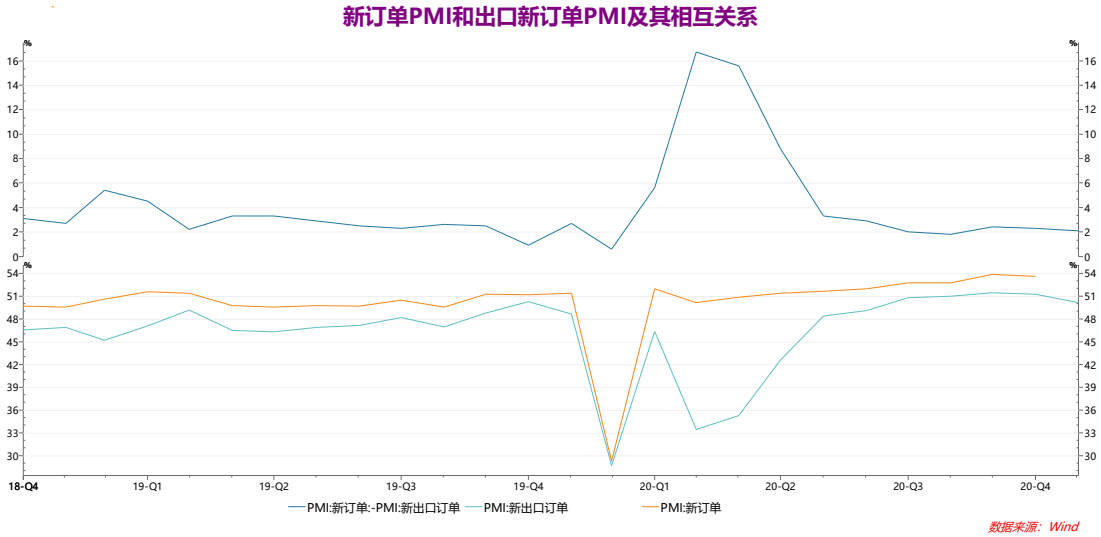
图 6：生产 PMI 与新订单 PMI 及其相互关系



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 回落慢于新订单 PMI 的回落，从前值的 51.3%回落到 50.2%，新订单 PMI 和出口新订单 PMI 的差值从 2.3%回落到 2.1%，显示出 1 月出口新订单的回落对新订单的回落有一定影响，但表现出一定韧性。

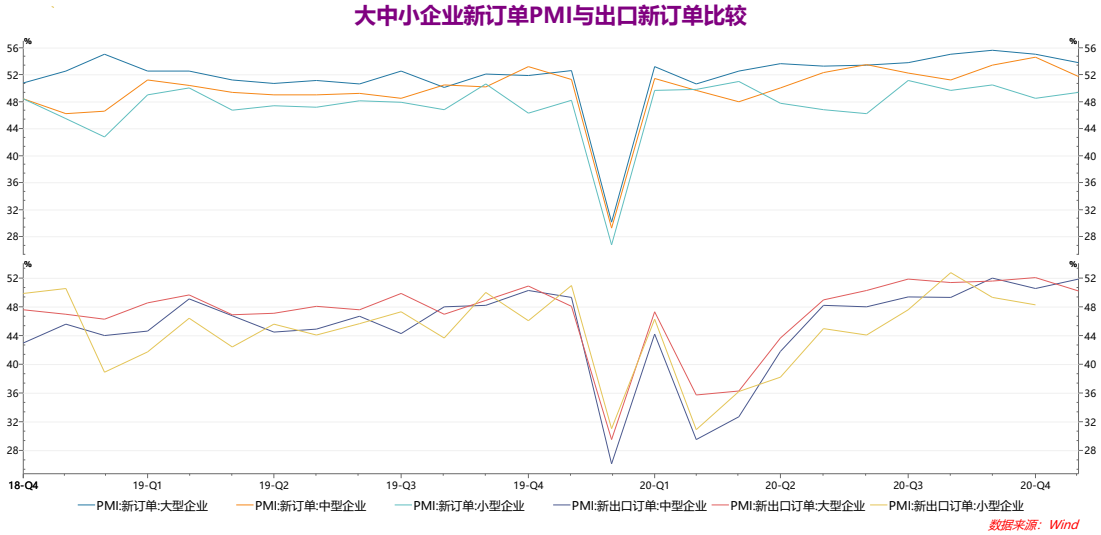
图 7：新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



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，改善主要来自于中型企业，小型企业新订单 PMI 跌入收缩区后继续恶化。而在新订单 PMI 方面，小型企业在收缩区有所回升，但大型企业和中型企业均出现回落。

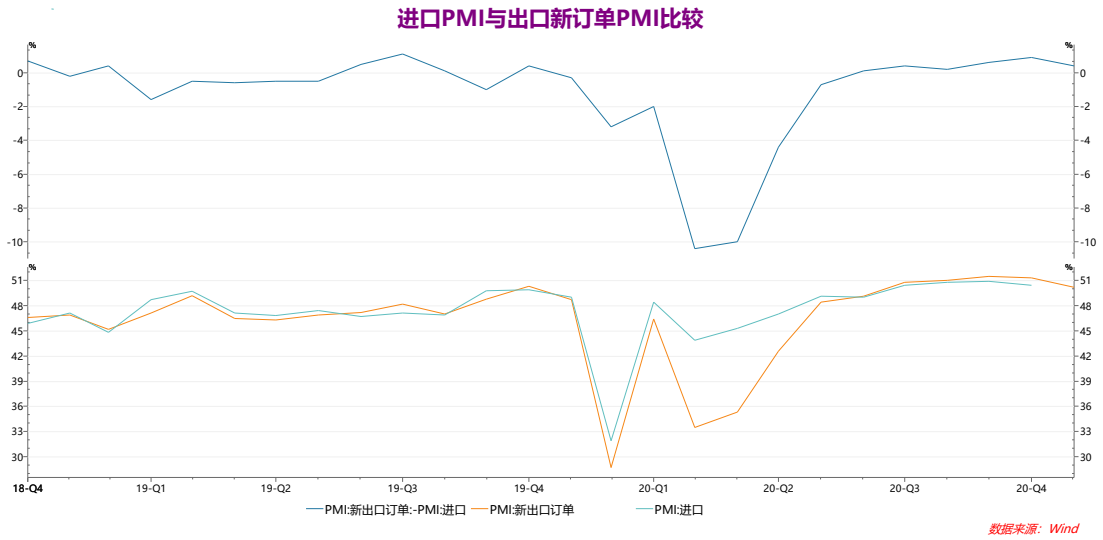
图 8：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单比较



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，其差值从 0.9%回落到 0.4%。进口 PMI 也从 50.4%回落到 49.8%，新订单 PMI 和进口 PMI 差值再度回落，说明意味在货物贸易上顺差可能不及前期。

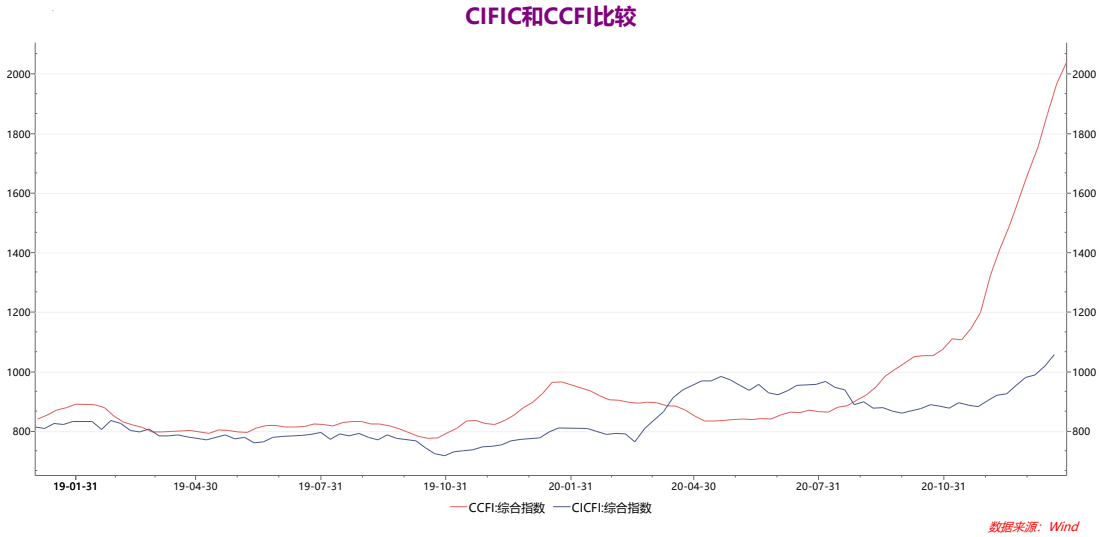
图 9：进口 PMI 与出口新订单 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

但从高频数据——中国集装箱进口指数（CICFI）和出口指数（CCFI）看，出口回升依旧强劲，但进口也出现一定回稳和攀升。

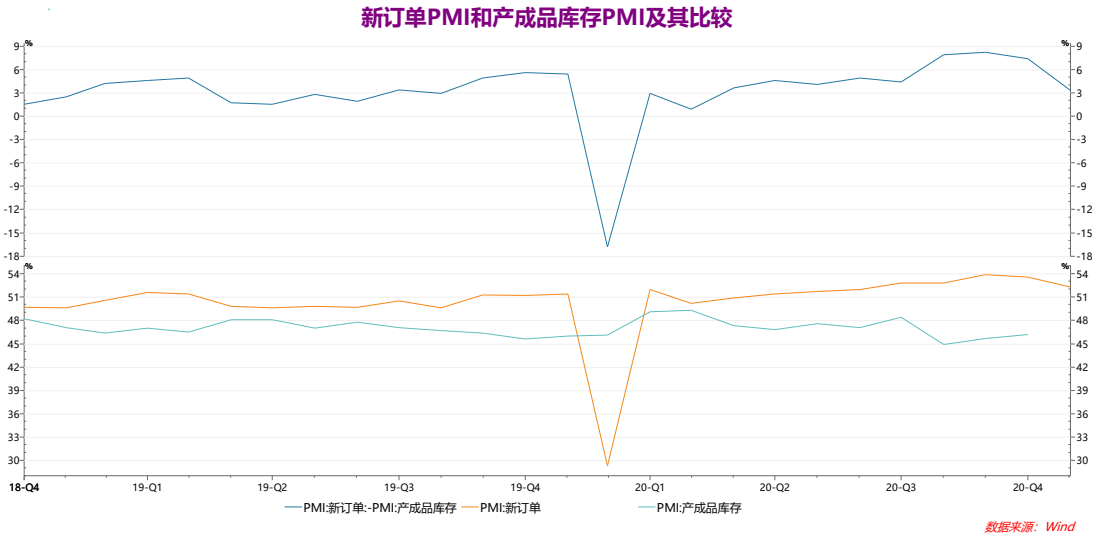
图 10：CIFIC 和 CCFI 比较



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 46.2%大幅回升到 49%。新订单和产成品库存 PMI 的差值从 7.4%回落到 3.3%。显示在新订单下降的同时，产成品库存回升，产销情况出现明显转弱。

图 11：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



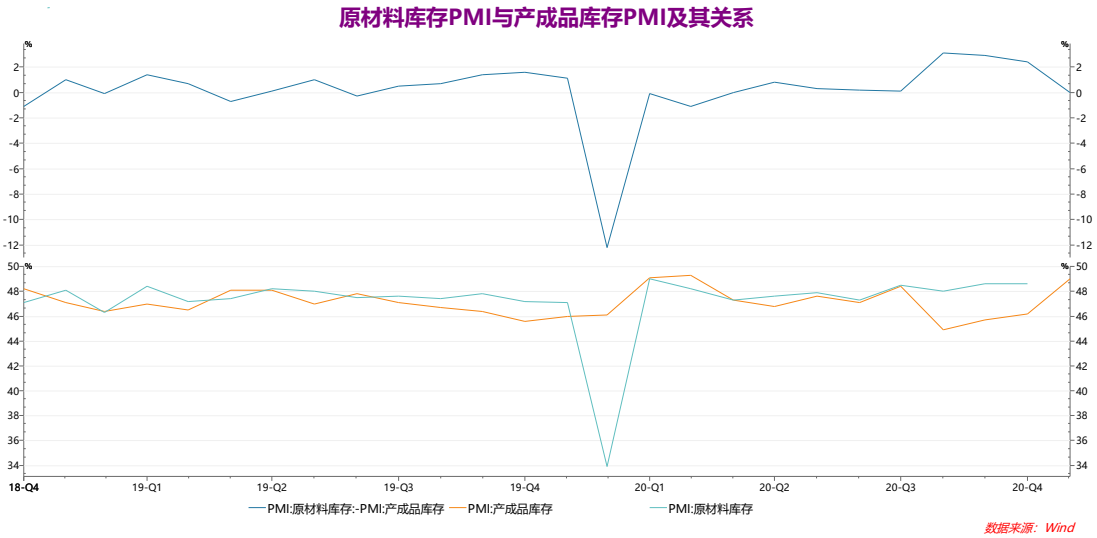
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

1月27日国家统计局公布的前12月工业企业产成品库存累计同比达到7.5%，较前值7.3%继续回升，大大高于去年同期的2%。

而从原材料库存PMI和采购量PMI看，原材料库存PMI报49%，出现回升前值为48.6%。采购量PMI从53.2%继续回落到52%。原材料购进价格PMI高位回落，从前值的68%回落到67.1%。

从原材料库存PMI和产成品库存PMI关系看。两者差值从2.4%大幅回落到0，显示出尽管上游投资回升，但下游去库存大幅放缓。

图12：原材料库存PMI与产成品库存PMI及其关系

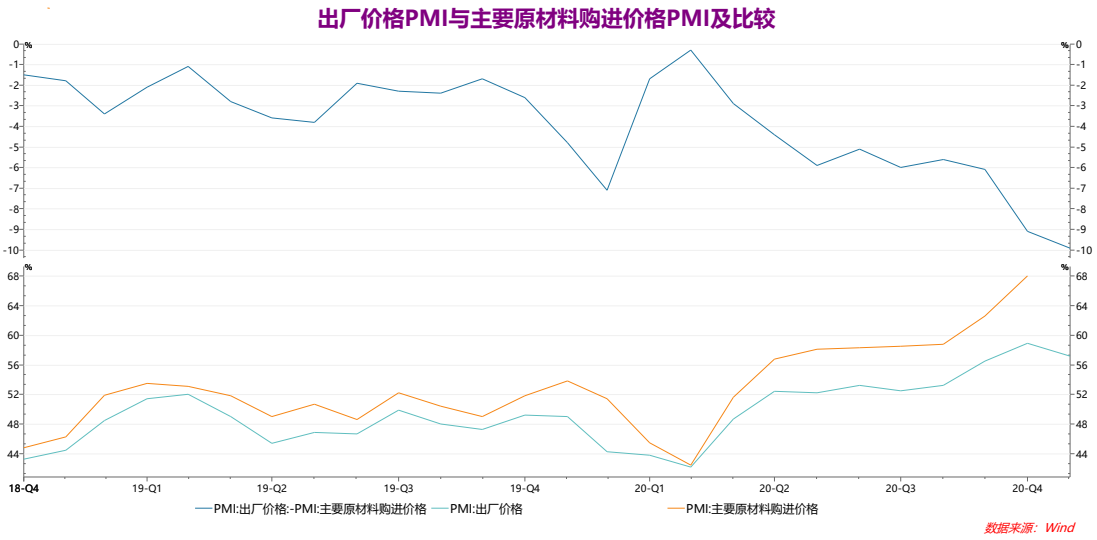


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

价格方面，出厂价格PMI回升和原材料购进价格PMI均出现高位回落，两者之差从一9.1%扩大到-9.9%。出厂价格回落相对较快，原材料购进价格和出厂价格的回落，预示着11月PPI环比可能回落。12月PPI环比为1.1%，高于前值0.5%

的水平，同比跌幅有所缩小，报-0.4%，前值为－1.5%。

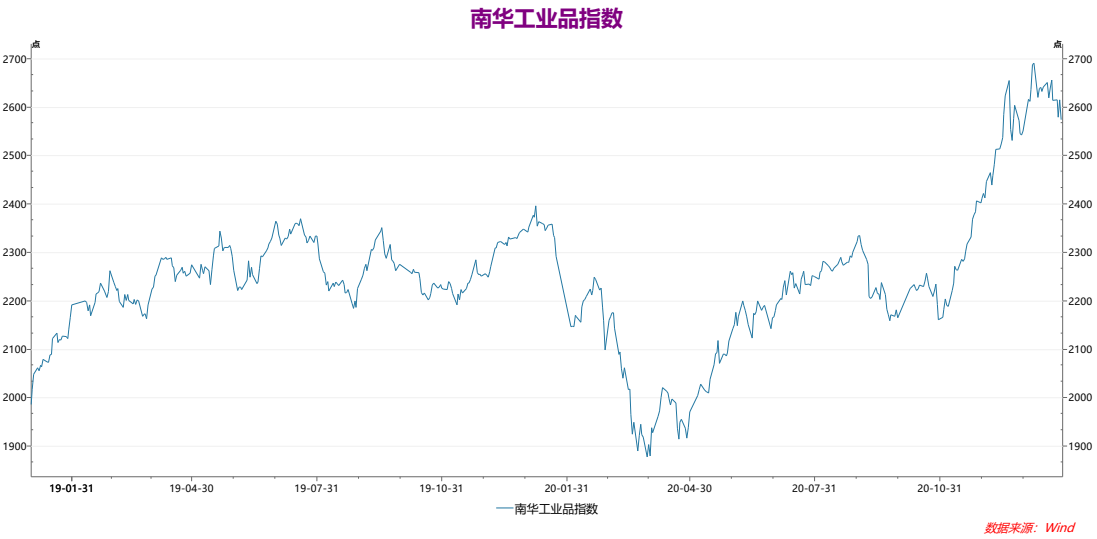
图 13：出厂价格 PMI 与主要原材料购进价格 PMI 及比较



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，1 月该指数继续出现了明显的高位震荡与回落。

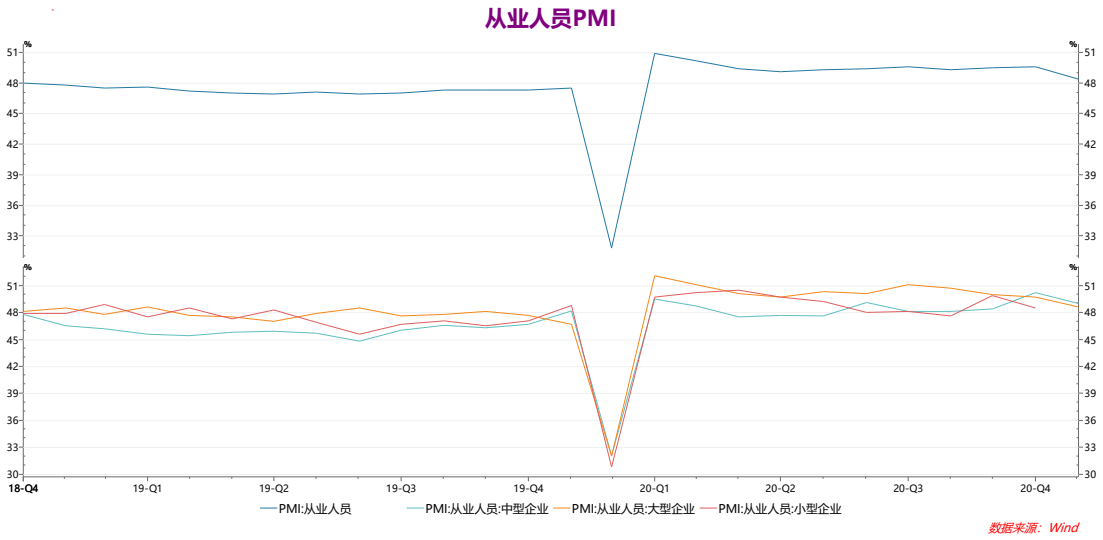
图 14：南华工业品指数



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

1 月从业人数 PMI 在收缩区明显恶化，从 49.6%回落到 48.4%。大中小企业全面恶化，全面跌入收缩区。

图 15：从业人员 PMI

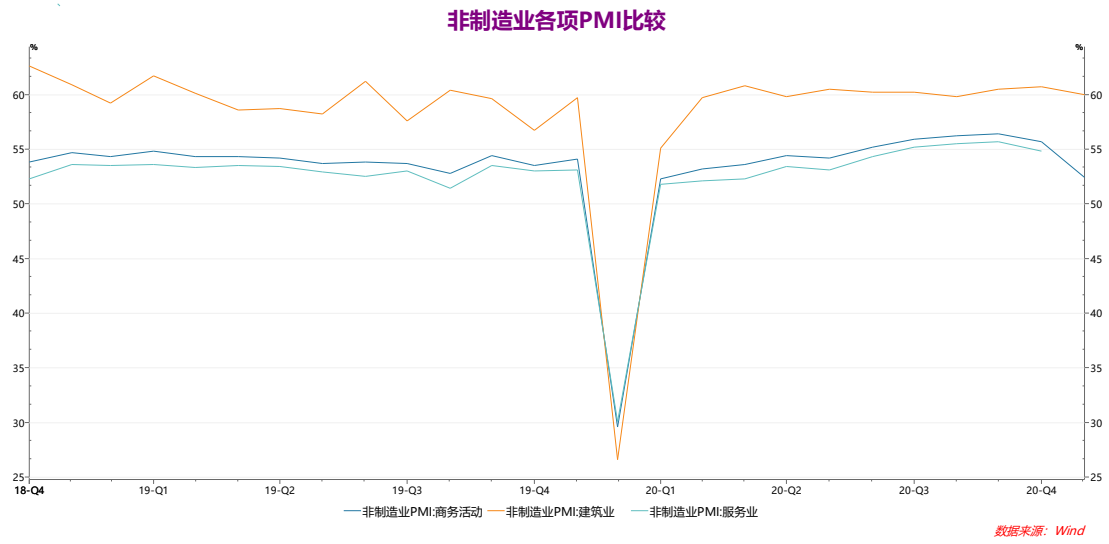


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

二．非制造业 PMI 分析

1 月，在非制造业方面，继续全面处于扩张区，但出现明显回落，而建筑业相对表现出韧性。服务业 PMI 和商务活动 PMI 出现明显回落。

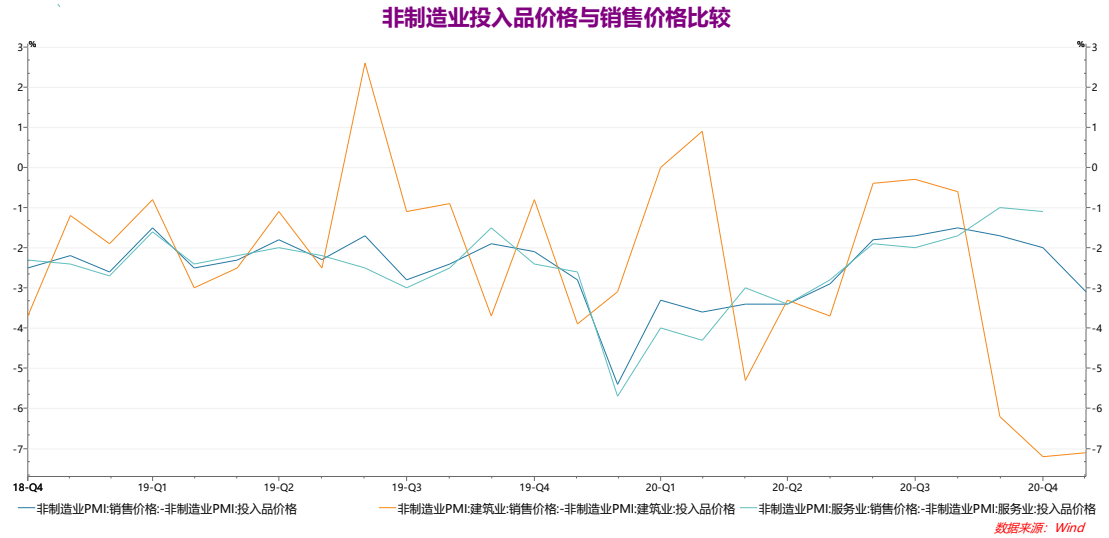
图 16：非制造业各项 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在价格方面，1 月投入品价格和销售价格之差继续全面倒挂，建筑业倒挂最为明显，达到-7.1%，前值为-7.2%。服务业和商务活动倒挂加剧。

图 17：非制造业投入品价格与销售价格比较

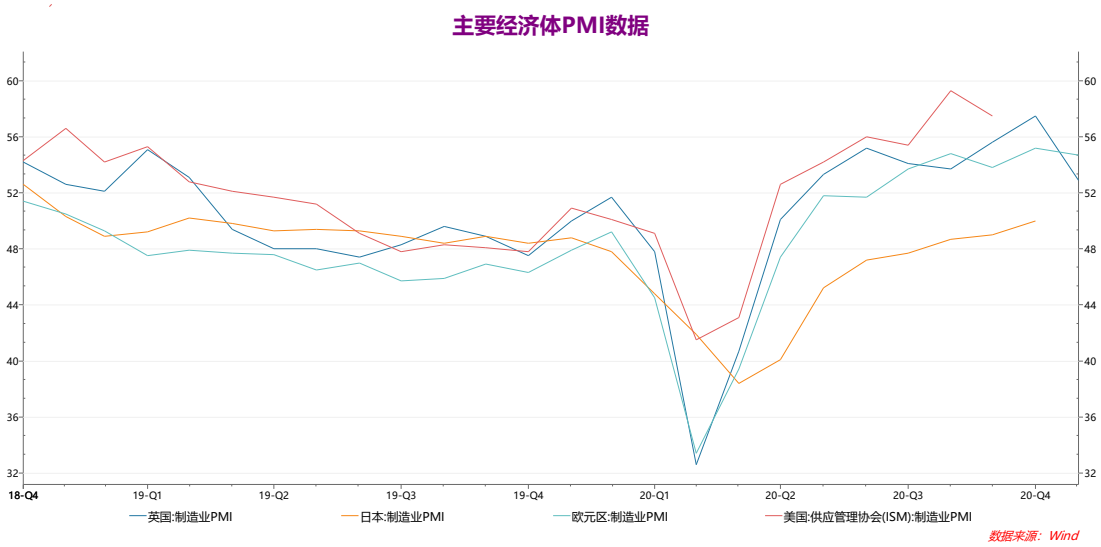


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

三．PMI 国际比较

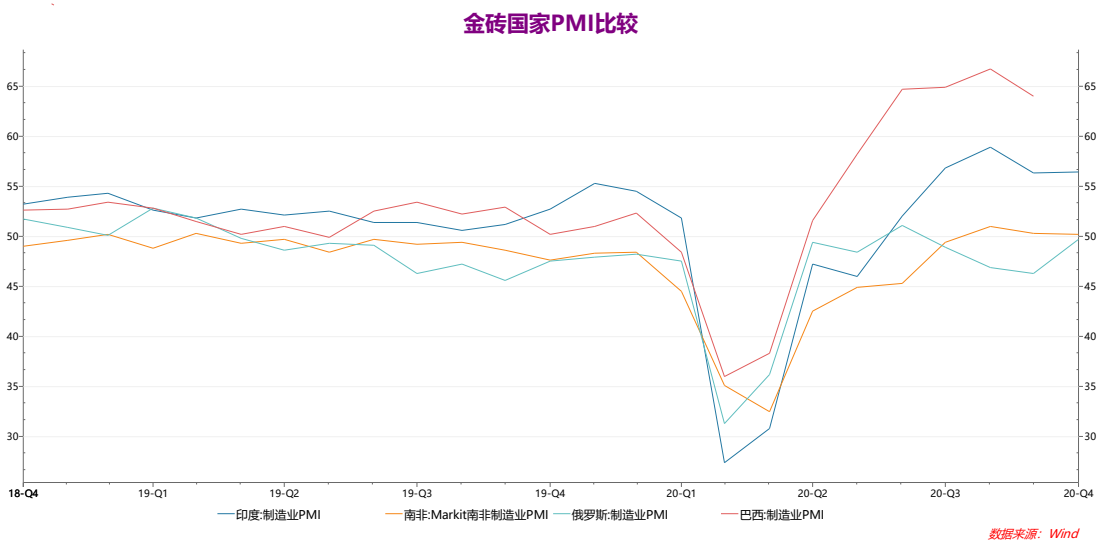
从主要经济体看，主要经济体，美国依旧相对强劲，日本回升到扩张区，这是 2019 年 4 月以来的第一次。而欧盟和英国有所回落。美欧 PMI 差值回升，因此，在这个意义上没有必要一味看空美元指数。

图 18：主要经济体 PMI 数据



在金砖国家方面，除了俄罗斯在收缩区外， 多数国家 12 月 PMI 数据在扩张区出现回落，其中，巴西景气度继续保持最高，但出现回落，而印度 12 月 PMI 数据强势。

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 1 月 PMI 的数据看，PMI 虽然依旧处于扩张区，但出现持续回落，特别是新订单回落和产品库存回升对生产的进一步恢复和就业形成了压制。而配送时间 PMI 为正贡献也可以从另外一个角度去理解，即因为配送货物的减少而导致配送时间的减少。

（银河期货研究所 20210131）

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