PMI 超季节性回落，疫情反复拖累生产消费

——宏观点评

报告要点：

- **PMI 超季节性回落，受疫情反复影响**

1 月中采制造业 PMI 指数为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点，连续 11 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 52.4%，较上月下降 3.3 个百分点。综合 PMI 产出指数为 52.8%，较上月下降 2.3 个百分点。受疫情反复与各地防疫措施影响，部分企业员工到岗情况不佳，部分地区物流放缓，居民消费与出行相关的服务业景气回落。

- **供需两端受到疫情反复冲击，经济复苏边际放缓**

整体上看，供给端与需求端同步改善，1 月生产指数为 53.5%，较上月下降 0.7 个百分点，连续 11 个月维持在 53%以上，工业生产景气稍显回落，但整体处于景气区间。新订单指数下行 1.3 个百分点至 52.3%，其中新出口定单指数下行 1.1 个百分点至 50.2%，连续 5 个月维持在荣枯线以上。内需方面受制于部分地区疫情反复及冷冬制造业淡季，生产需求修复速度放缓，但整体仍呈现企稳向好的趋势；外需方面由于海外疫苗推广，对我国出口订单需要有所下降，但带疫复工下供需缺口仍存，新兴市场国家疫情依然严重，预计我国出口订单的外需景气将得以维持。在原材料价格强势、冷冬制造淡季和国内疫情再度反复的多重冲击下，制造业生产复苏放缓。随着疫情再度爆发，服务业受到显著冲击。1 月起推行“三道红线”，更为严格的政策监管导致了建筑业景气回落，但仍处于高景气区间。

- **价格指数边际回落，但上游原材料价格仍强势**

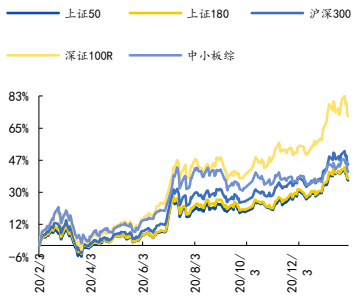
1 月主要原材料购进价格指数为 67.1%，较上月回落 0.9 个百分点，为 2020 年 4 月以来首次出现回落；出厂价格指数为 57.2%，较上月回落了 1.7 个百分点。自去年 10 月以来原材料购进价格指数和出厂价格指数两者剪刀差不断扩大，体现出上游原材料价格仍然较强势。

风险提示：疫情发展超预期，中美摩擦超预期，政策不及预期

主要数据：

上证综指：	3483.07
深圳成指：	14821.99
沪深 300：	5351.96
中小盘指：	4451.12
创业板指：	3128.86

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元宏观-资金利率飙升，市场关注政策节奏-宏观流动性单周报(第 15 期)》2021.02.01

《国元宏观-财政收支好于预期，政策逐渐回归常态-12 月财政点评》2021.01.29

报告作者

分析师 徐颖
执业证书编号 S0020520070001
邮箱 xuying@gyzq.com.cn
电话 021-68880637-2174

内容目录

1.PMI 超季节性回落，受冷冬与疫情反复影响 3
2.原材料价格出现回落，与出厂价格剪刀差仍扩大 3
3.制造业生产边际放缓，服务业受到显著冲击 4

图表目录

图 1：生产与新订单 3
图 2：中采 PMI 分项 3
图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数 4
图 4：制造业生产复苏放缓 4
图 5：服务业受到显著冲击 4

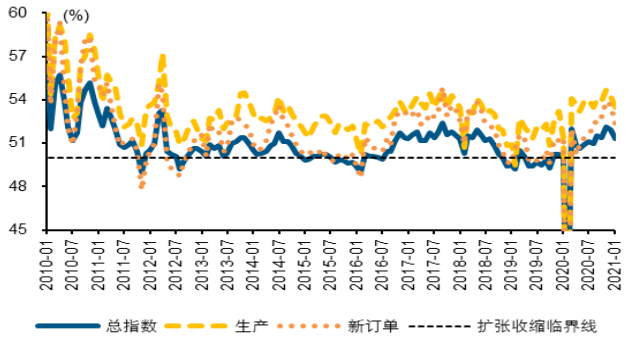
1.PMI 超季节性回落，受冷冬与疫情反复影响

1 月中采制造业 PMI 指数为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点，连续 11 个月处于荣枯线之上；非制造业 PMI 指数为 52.4%，较上月下降 3.3 个百分点。综合 PMI 产出指数为 52.8%，较上月下降 2.3 个百分点。

从细分项来看，1 月生产指数为 53.5%，较上月下降 0.7 个百分点，连续 11 个月维持在 53%以上，工业生产景气稍显回落，但整体仍处景气区间。新订单指数下行 1.3 个百分点至 52.3%，其中新出口定单指数下行 1.1 个百分点至 50.2%，连续 5 个月维持在荣枯线以上。内需方面受制于部分地区疫情反复及冷冬制造业淡季，生产需求修复速度放缓，但整体仍呈现企稳向好的趋势；外需方面由于海外疫苗推广，对我国出口订单需要有所下降，但带疫复工下供需缺口仍存，新兴市场国家疫情依然严重，预计我国出口订单的外需景气将得以维持。

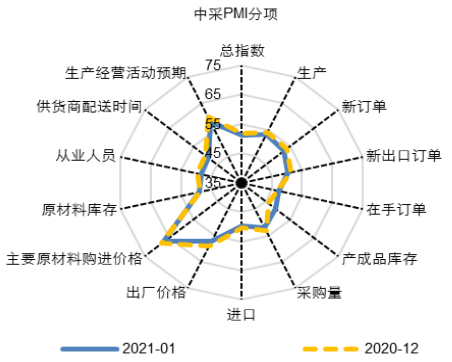
在库存方面，原材料库存指数上升 0.4 个百分点至 49%，达到自 4 月份以来的最高值；产成品库存指数上升 2.8 个百分点至 49%。由于同期订单、出口订单、生产、采购、进口等分项均出现不同程度回落，同期产成品库存和原材料库存表现出单月被动累积。在就业方面，从业人员指数下行 1.2 个百分点至 48.4%。其中大、中、小型企业从业人员指数分别为 48.6%、49%、47%，都处于荣枯线之下，较上月分别回落 0.9、0.8、1.5 个百分点。统计局指出，调查发现部分企业存在疫情影响员工到岗情况。

图 1：生产与新订单



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：中采 PMI 分项

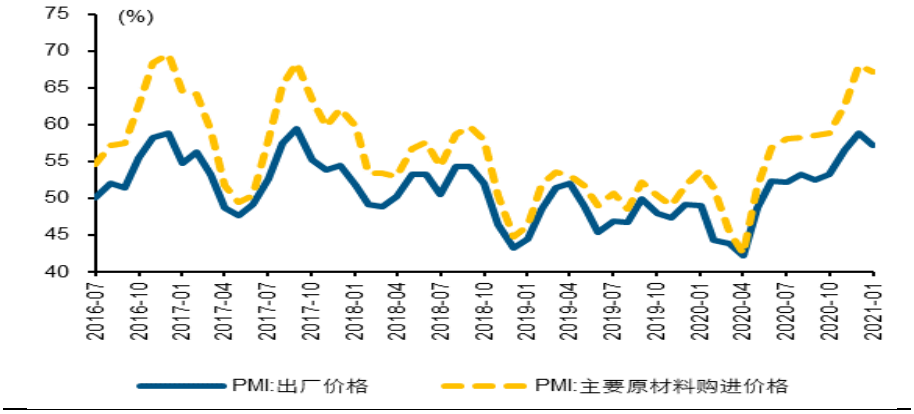


资料来源：Wind，国元证券研究所

2.原材料价格出现回落，与出厂价格剪刀差仍扩大

1 月主要原材料购进价格指数为 67.1%，较上月回落 0.9 个百分点，为 2020 年 4 月以来首次出现回落；出厂价格指数为 57.2%，较上月回落了 1.7 个百分点。1 月钢铁煤炭等上游原材料走高回落，淡季效应下需求继续走弱，其中建筑钢材成交量数据远少于去年四季度旺季窗口期。自去年 10 月以来原材料购进价格指数和出厂价格指数两者剪刀差不断扩大，体现出上游原材料价格仍然较强势。

图 3：出厂价格指数与主要原材料购进价格指数



资料来源：Wind，国元证券研究中心

3.制造业生产边际放缓，服务业受到显著冲击

1 月大中小型企业制造业 PMI 分别为 52.1%、51.4%、49.4%，较上月分别回落 0.6，回落 1.3，上升 0.6 个百分点。自 2020 年 3 月以来，大型企业 PMI 指数已连续 11 个月处于荣枯线以上，仍处于较高景气区间；自 2020 年 6 月以来，中型企业 PMI 指数已连续 8 个月处于荣枯线以上，也处于高景气区间。小型企业 PMI 指数虽有所回升，但仍处于荣枯线以下。在原材料价格强势、冷冬制造淡季和国内疫情再度反复的多重冲击下，制造业生产边际放缓。

1 月非制造业 PMI 为 52.4%，较上月下降 3.3 个百分点。其中服务业 PMI 指数为 51.1%，较上月下降 3.7 个百分点。建筑业 PMI 指数为 60%，较上月下降 0.7 个百分点。非制造业 PMI 回落幅度较大，主要与服务业回落相关，随着疫情再度零星爆发，各地防控措施导致部分居民提前返乡隔离，春节消费未达预期，居民服务型消费有所回落，餐饮、住宿、休闲娱乐等行业景气度显著下行。建筑业方面，1 月起推行“三道红线”，在这一新规则下，房企将难以通过举债扩大规模，房企的债务偿还或将大部分只能依赖于销售回款，更为严格的政策监管导致了建筑业景气回落，但仍处于高景气区间。

图 4：制造业生产复苏放缓

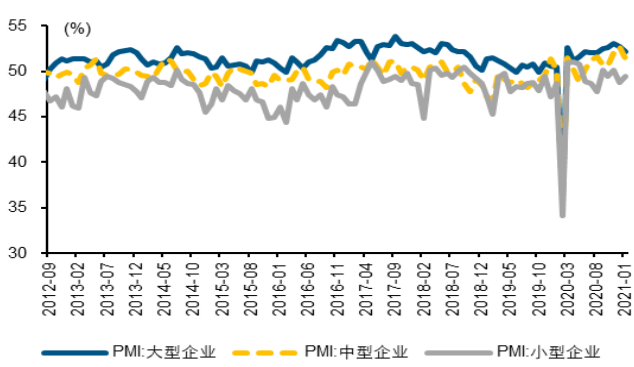
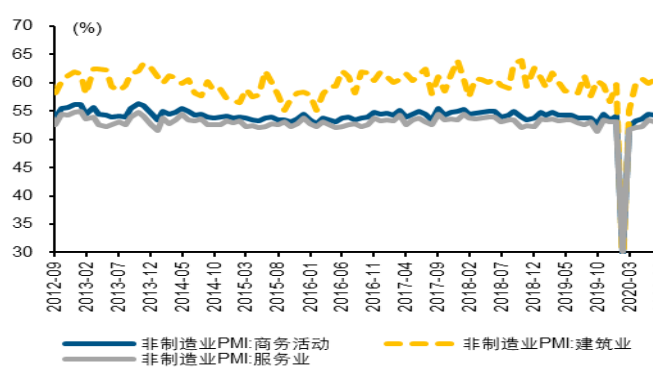


图 5：服务业受到显著冲击



资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

风险提示：疫情发展超预期，中美摩擦超预期，政策不及预期。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188