日期：2021 年 02 月 01 日

疫情叠加淡季效应 制造业增长放缓

——2021 年 1 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：**

疫情叠加淡季效应，制造业增长放缓

1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，比上月回落 0.6 个百分点。受部分地区疫情爆发以及春节前后传统制造业淡季影响，制造业景气度有所下降。供需两端扩张力度弱于上月，生产指数和新订单指数分别为 53.5%和 52.3%，较上月回落 0.7 和 1.3 个百分点，继续保持在扩张区间。进出口景气度也有所回落，主要受前期节日海外需求集中释放以及国内需求放缓等影响。本月新出口订单指数和进口指数分别为 50.2%和 49.8%，低于上月 1.1 和 0.6 个百分点。价格指数维持高位，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 67.1%和 57.2%，虽低于上月 0.9 和 1.7 个百分点，但持续位于较高运行水平。从企业类型来看，大中型企业景气度总体稳定，小型企业景气度回升。从行业来看，春节临近带动消费品行业回升。非制造业方面同样有所回落。1 月份，非制造业商务活动指数为 52.4%，低于上月 3.3 个百分点。受疫情影响，服务业商务活动指数低于上月 3.7 个百分点，为 51.1%，其中生产性服务业仍保持较高景气水平，生活性服务业景气度则回落至收缩区间。而建筑业也呈现高位回落。受低温天气以及春节假期临近等因素影响，建筑业进入施工淡季。1 月份综合 PMI 产出指数为 52.8%，低于上月 2.3 个百分点，表明近期我国企业生产经营活动扩张力度有所减弱。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性向好，债市走稳回升。

后疫情时代经济增长态势明了

1 月 PMI 继续回落，各项指标均有所下降，主要受疫情以及传统淡季影响。而价格指数虽有回落，但仍在高位运行，将有助于改善工业品的通缩。疫情方面，部分地区疫情虽出现反复，但经济运行已基本恢复正常，尤其相较于海外疫情，国内疫情显然已处于可控状态。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：1 月官方制造业 PMI 数据公布

1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，比上月回落 0.6 个百分点，连续 11 个月位于临界点以上，表明制造业继续保持扩张，但步伐有所放缓。从企业规模看，大、中型企业 PMI 分别为 52.1%和 51.4%，比上月回落 0.6 和 1.3 个百分点，但均高于临界点；小型企业 PMI 为 49.4%，比上月回升 0.6 个百分点，仍低于临界点。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。1 月份，综合 PMI 产出指数为 52.8%，比上月回落 2.3 个百分点，表明近期我国企业生产经营活动总体保持扩张，但扩张力度有所减弱。

事件解析：数据特征和变动原因

1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，比上月回落 0.6 个百分点。受部分地区疫情爆发以及春节前后传统制造业淡季影响，制造业景气度有所下降，但仍连续 11 个月位于临界点以上。供需两端扩张力度弱于上月，生产指数和新订单指数分别为 53.5%和 52.3%，较上月回落 0.7 和 1.3 个百分点，继续保持在扩张区间。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。从地区情况看，本月河北、吉林、黑龙江等地受疫情影响较为明显，有调查企业反映近期生产、采购、运输等活动面临一些困难。进出口景气度也有所回落，主要受前期节日海外需求集中释放以及国内需求放缓等影响。本月新出口订单指数和进口指数分别为 50.2%和 49.8%，低于上月 1.1 和 0.6 个百分点。虽然制造业进出口景气水平总体有所回落，但农副食品加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业新出口订单指数和进口指数均位于 51.0%以上，反映出这些行业的外贸业务比上月有所增加。价格指数维持高位，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 67.1%和 57.2%，虽低于上月 0.9 和 1.7 个百分点，但持续位于较高运行水平。从行业情况看，农副食品加工、石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等上游行业的两个价格指数均高于 70.0%，表明相关行业原材料采购价格和产品销售价格上涨明显。

从企业类型来看，大中型企业景气度总体稳定，小型企业景气度回

升。大、中型企业 PMI 分别为 52.1%和 51.4%，虽低于上月 0.6 和 1.3 个百分点，但均位于景气区间，其中大型企业 PMI 连续 8 个月位于 52.0%及以上，对支撑制造业稳步恢复发挥了重要作用。小型企业 PMI 为 49.4%，虽比上月回升 0.6 个百分点，但继续位于临界点以下，景气度仍偏弱。

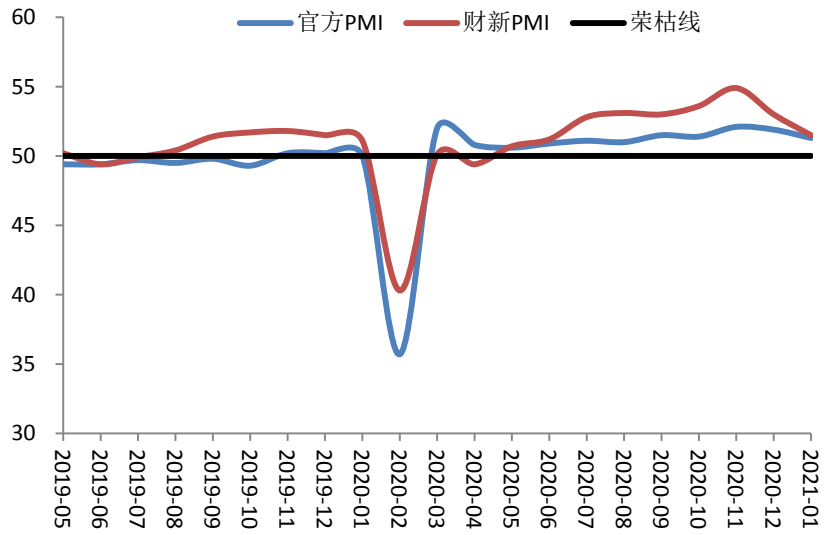
从行业来看，春节临近带动消费品行业回升。消费品行业 PMI 为 52.3%，高于上月 1.8 个百分点，行业增长加快。从产需情况看，消费品行业生产指数和新订单指数均高于制造业总体，分别为 54.1%和 55.2%，比上月上升 1.5 和 4.3 个百分点，显示出随着春节假日临近，与居民消费密切相关的消费品行业市场需求释放明显，企业生产活动较为活跃。

但本月从业人员指数和供应商配送时间指数均有较大幅度回落，反映出春节和疫情对于企业用工以及物流配送的影响。

非制造业方面同样有所回落。1 月份，非制造业商务活动指数为 52.4%，低于上月 3.3 个百分点。受疫情影响，服务业商务活动指数低于上月 3.7 个百分点，为 51.1%，其中生产性服务业仍保持较高景气水平，生活性服务业景气度则回落至收缩区间。而建筑业也呈现高位回落。受低温天气以及春节假期临近等因素影响，建筑业进入施工淡季，商务活动指数和新订单指数分别为 60.0%和 51.2%，低于上月 0.7 和 4.6 个百分点，建筑业生产活动和市场需求扩张放缓。

1 月份，综合 PMI 产出指数为 52.8%，低于上月 2.3 个百分点，表明近期我国企业生产经营活动总体保持扩张，但扩张力度有所减弱。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 53.5%和 52.4%，均有所回落。

图 1：官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI（%）

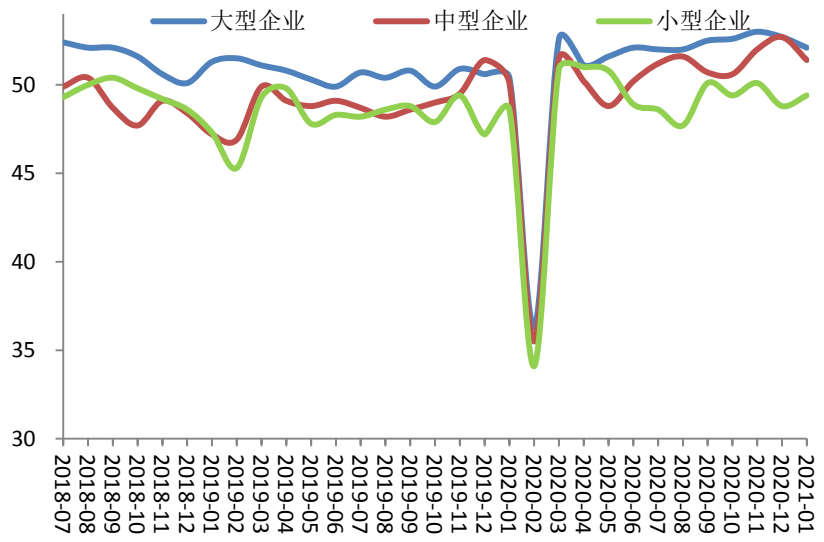


数据来源：wind，上海证券研究所

1. 小型企业景气度有所改善

从企业规模看，大中型企业景气度总体稳定，小型企业景气度回升。大、中型企业 PMI 分别为 52.1%和 51.4%，虽低于上月 0.6 和 1.3 个百分点，但均位于景气区间，其中大型企业 PMI 连续 8 个月位于 52.0%及以上，对支撑制造业稳步恢复发挥了重要作用。小型企业 PMI 为 49.4%，虽比上月回升 0.6 个百分点，但继续位于临界点以下，景气度仍偏弱。

图 2：大中小型企业 PMI（%）

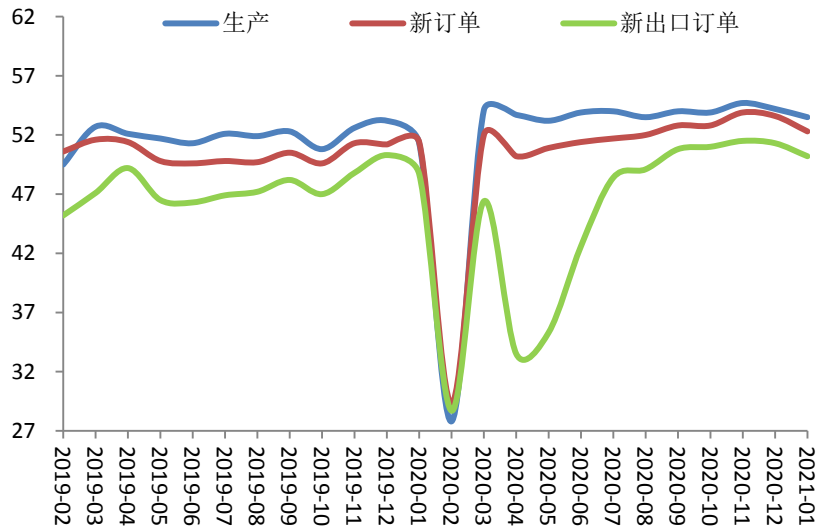


数据来源：wind，上海证券研究所

2. 供需两端均有所放缓

1 月生产指数和新订单指数分别为 53.5%和 52.3%，较上月回落 0.7 和 1.3 个百分点，继续保持在扩张区间。外贸景气度有所回落，本月新出口订单指数和进口指数分别为 50.2%和 49.8%，低于上月 1.1 和 0.6 个百分点。从最新的数据显示，欧盟 PM 有所回落，法国略有回升；德国高位回落。日本则再次落入收缩区间。海外疫情爆发对各国经济仍有影响。

图 3：新订单及生产指数（%）

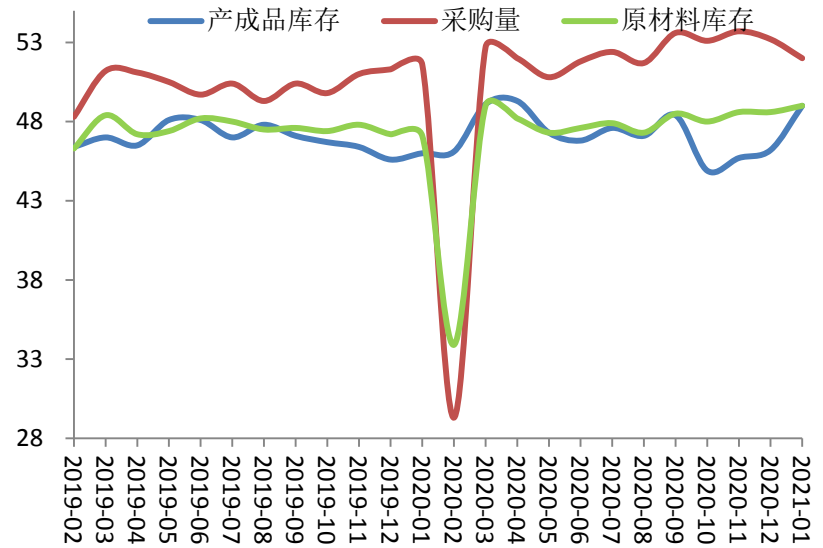


数据来源：wind，上海证券研究所

3.库存回升

1 月，原材料库存指数为 49%，上升 0.4 个百分点。产成品库存指数为 49%，上升 2.8 个百分点。采购量指数为 52%，下降 1.2 个百分点。总体来看，；临近春节，企业生产需求均有所放缓，库存有所回升。

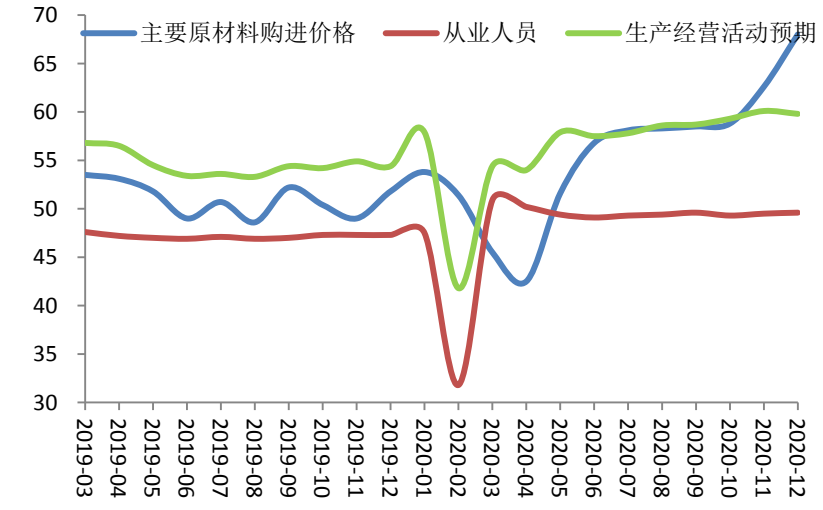
图 4：库存及采购量指数（%）



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 67.1%和 57.2%，虽低于上月 0.9 和 1.7 个百分点，但持续位于较高运行水平。从业人员指数为 48.4%，比上月下降 1.2 个百分点，表明制造业企业用工景气度有所下降。 供应商配送时间指数为 48.8%，比上月下降 1.1 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月放慢。

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

疫情叠加淡季效应，制造业增长放缓

1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，比上月回落 0.

6 个百分点。受部分地区疫情爆发以及春节前后传统制造业淡季影响，制造业景气度有所下降，但仍连续 11 个月位于临界点以上。供需两端扩张力度弱于上月，生产指数和新订单指数分别为 53.5%和 52.3%，较上月回落 0.7 和 1.3 个百分点，继续保持在扩张区间。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。从地区情况看，本月河北、吉林、黑龙江等地受疫情影响较为明显，有调查企业反映近期生产、采购、运输等活动面临一些困难。进出口景气度也有所回落，主要受前期节日海外需求集中释放以及国内需求放缓等影响。本月新出口订单指数和进口指数分别为 50.2%和 49.8%，低于上月 1.1 和 0.6 个百分点。虽然制造业进出口景气水平总体有所回落，但农副食品加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业新出口订单指数和进口指数均位于 51.0%以上，反映出这些行业的外贸业务比上月有所增加。价格指数维持高位，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 67.1%和 57.2%，虽低于上月 0.9 和 1.7 个百分点，但持续位于较高运行水平。从行业情况看，农副食品加工、石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等上游行业的两个价格指数均高于 70.0%，表明相关行业原材料采购价格和产品销售价格上涨明显。

从企业类型来看，大中型企业景气度总体稳定，小型企业景气度回升。大、中型企业 PMI 分别为 52.1%和 51.4%，虽低于上月 0.6 和 1.3 个百分点，但均位于景气区间，其中大型企业 PMI 连续 8 个月位于 52.0%及以上，对支撑制造业稳步恢复发挥了重要作用。小型企业 PMI 为 49.4%，虽比上月回升 0.6 个百分点，但继续位于临界点以下，景气度仍偏弱。

从行业来看，春节临近带动消费品行业回升。消费品行业 PMI 为 52.3%，高于上月 1.8 个百分点，行业增长加快。从产需情况看，消费品行业生产指数和新订单指数均高于制造业总体，分别为 54.1%和 55.2%，比上月上升 1.5 和 4.3 个百分点，显示出随着春节假日临近，与居民消费密切相关的消费品行业市场需求释放明显，企业生产活动较为活跃。

但本月从业人员指数和供应商配送时间指数均有较大幅度回落，反映出春节和疫情对于企业用工以及物流配送的影响。

非制造业方面同样有所回落。1 月份，非制造业商务活动指数为 52.4%，低于上月 3.3 个百分点。受疫情影响，服务业商务活动指数低

于上月 3.7 个百分点，为 51.1%，其中生产性服务业仍保持较高景气水平，生活性服务业景气度则回落至收缩区间。而建筑业也呈现高位回落。受低温天气以及春节假期临近等因素影响，建筑业进入施工淡季，商务活动指数和新订单指数分别为 60.0%和 51.2%，低于上月 0.7 和 4.6 个百分点,建筑业生产活动和市场需求扩张放缓。1 月份，综合 PMI 产出指数为 52.8%，低于上月 2.3 个百分点，表明近期我国企业生产经营活动总体保持扩张，但扩张力度有所减弱。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 53.5%和 52.4%，均有所回落。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性向好，债市走稳回升。

事件预测：趋势判断

后疫情时代经济增长态势明了

1 月 PMI 继续回落，各项指标均有所下降，主要受疫情以及传统淡季影响。而价格指数虽有回落，但仍在高位运行，将有助于改善工业品的通缩。疫情方面，部分地区疫情虽出现反复，但经济运行已基本恢复正常，尤其相较于海外疫情，国内疫情显然已处于可控状态。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。