民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

疫情导致 PMI 小幅回落，但仍处于扩张区间

—点评 1 月 PMI 数据

宏观事件点评 2021 年 2 月 1 日

报告摘要：

- **1 月 PMI 受到疫情和春节影响小幅度回落，但是仍然保持在扩张的区间。**春节前后天气转寒冷，我国制造业进入传统淡季，加上局部聚集性疫情原因，对部分企业的生产经营造成了一定影响。

- **制造业处于春节淡季，需求和生产都有所减缓，库存增加；受到季节和疫情影响，建筑业和服务业的新增订单双双下滑。**1 月制造业 PMI 为 51.3%，比上月降低了 0.6 个百分点，持平于市场预期的 51.3%，虽然有所减缓，但是仍然位于荣枯线上方，显示制造业仍然保持在扩张的区间。但是 2021 年受到疫情和节气的影响，建筑业和服务业的新增订单，都双双有所下滑，同比分别下降 8.24 和 5.66 个百分点。

- **春节淡季叠加疫情，供需扩张力度都有所放缓，原材料购进、出厂和销售价格全线下滑，但是仍然处于高位，产成品库存相对回升。**1 月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%，分别比上月下降了 0.9 和 1.7 个百分点，但跟 2020 年年初相比较，价格仍然处于相对较高的水平。受到需求的制约，产成品的库存有所增加。

- **大型企业和中型企业 PMI 减小，小型企业 PMI 增加。**相对于大中型企业进口订单下滑，小型企业的进口订单增加了 3.5 个百分点到 53.9%，生产指数增加了 2.2 个百分点到 51.4%，小型企业主要原材料购进价格下降明显，从 66.7%降到 61.7%，促进了进口订单的增加。从用工人数和产成品库存来看，大中小型企业的用工持续偏弱，需求放缓，产成品库存皆有所回升。

- **我国的经济仍然保持在持续扩张的态势，虽然短期受到了冬季疫情冲击，生产和需求都有所放缓，但是并未改变经济持续恢复和扩张的长期趋势。**其中，小型企业表现出了相对亮眼的恢复活力，这体现了我国政策制对于支持小型企业的政策效应正在显现。

- **风险提示：**
  全球疫情持续恶化，中国政策过快收紧等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，持平预期 51.3，比上月回落 0.6 个百分点。

1 月份，非制造业商务活动指数为 52.4%，较上月回落 3.3 个百分点。

1 月份，综合 PMI 产出指数为 52.8%，比上月回落 2.3 个百分点。

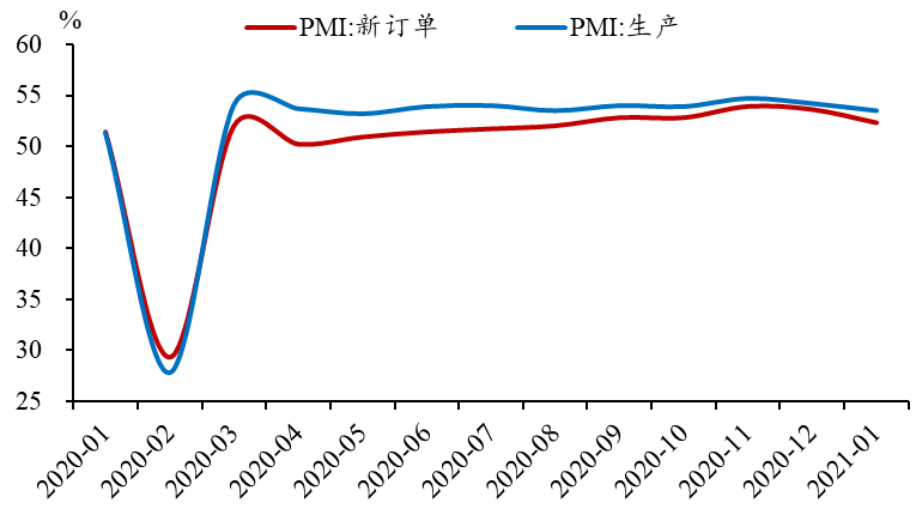
1 月各项 PMI 受到疫情和春节影响小幅度回落，但是仍然保持在扩张的区间。春节前后天气转寒冷，我国制造业进入传统淡季，加上局部聚集性疫情原因，对于部分企业的生产经营造成了一定影响。统计局公布数据显示，1 月份，制造业 PMI 降至 51.3%，比上月回落 0.6 个百分点，但仍然处于扩张水平，连续 7 个月位于 51.0%及以上区间，与预期 51.3%持平。

1 受到疫情影响，PMI 扩张幅度有所放缓

受到局部疫情聚集性影响，PMI 生产和需求都有所下降（见图 1）。其中 PMI 新订单指标从 53.5%下降到 52.3%，PMI 生产指数从 54.2%下降到 53.5%。统计局表示：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%，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。

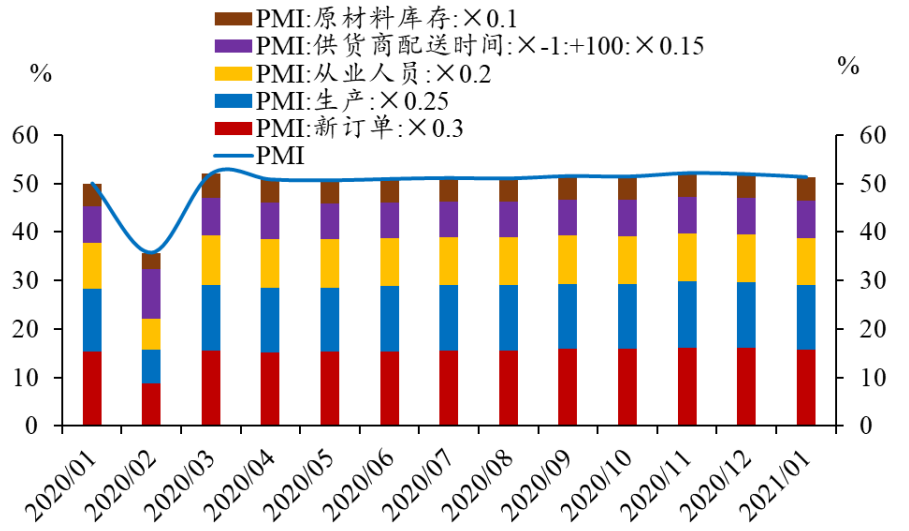
其一，制造业处于春节淡季，需求和生产都有所减缓，库存增加。1 月制造业 PMI 为 51.3%，比上月降低了 0.6 个百分点，持平于市场预期的 51.3%，虽然有所减缓，但是仍然位于荣枯线上方，显示制造业仍然保持在扩张的区间。如图 2 对 PMI 进行分解，新订单指数减少 0.38 个百分点，生产指数减小 0.17 个百分点，从业人员指数减小 0.24 个百分点，受到疫情影响，供货商配送时间也有所增加，对 PMI 造成压力，库存有 0.04 个百分点的上升（图 2）。

图 1：PMI 生产和需求都有所下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

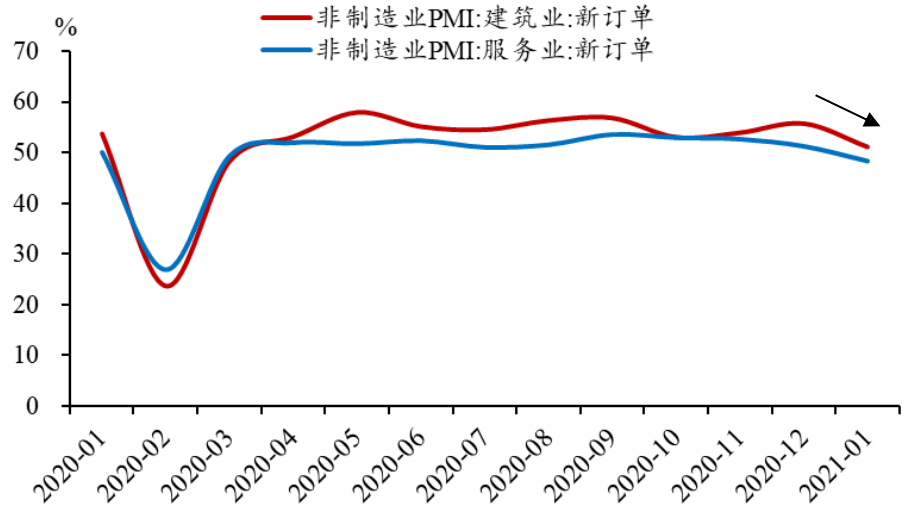
图 2：制造业 PMI 分解结果



资料来源：Wind，民生证券研究院

其二，建筑业和服务业的新增订单，受到季节和疫情影响，双双下滑。从历年经验来看，2018 年和 2019 年春节，建筑业新增订单在一月份都有所下滑，环比下降 9.12%和 1.24%，但是服务业新增订单有所上升，分别上升 1.77%和 1.83%；2020 年春节建筑业新增订单环比增加 1.7%，但是服务业的需求持平。但是 2021 年受到疫情和节气的影响，建筑业和服务业的新增订单，都双双有所下滑，同比分别下降 8.24 和 5.66 个百分点（见图 3）。

图 3：2021 年春节制造业和服务业新增订单环比双双下滑

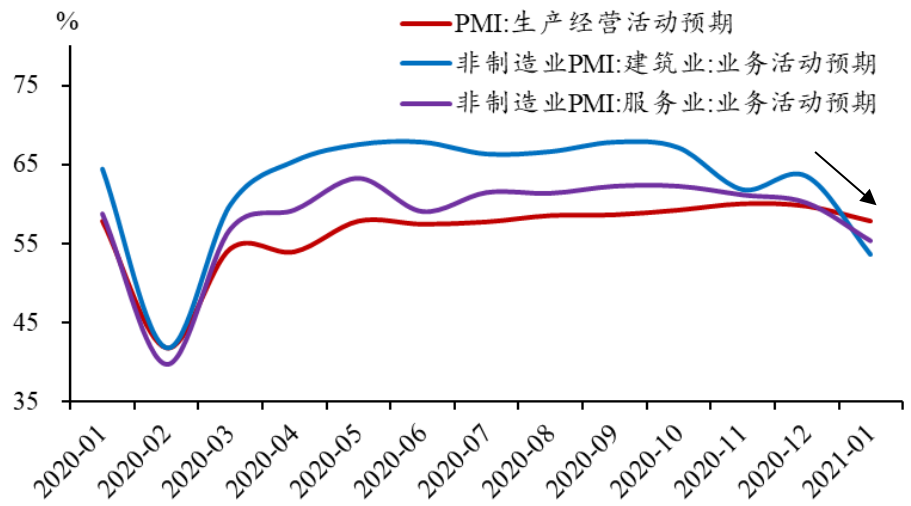


资料来源：Wind，民生证券研究院

企业生产经营活动预期低迷，其中建筑业受到冲击最大，服务业其次。如图 4 所示，1 月份，制造业、建筑业和服务业企业预期指数均持续处于下降状态。其中，制造业生产经营活动预期指数为 57.9%，比上月下降了 1.9 个百分点；建筑业高位回落，受低温天气及春节假日临近等因素影响，进入施工淡季，业务活动预期指数为 53.6%，比上月

下降了 9.9 个百分点；服务业受局部聚集性疫情等影响，预期指数为 55.3%，比上月下降了 4.8 个百分点。其中，建筑业受到的负面影响为最多，服务业受到的冲击为其次。

图 4：10 月制造业需求和生产都好于季节性



资料来源：Wind，民生证券研究院

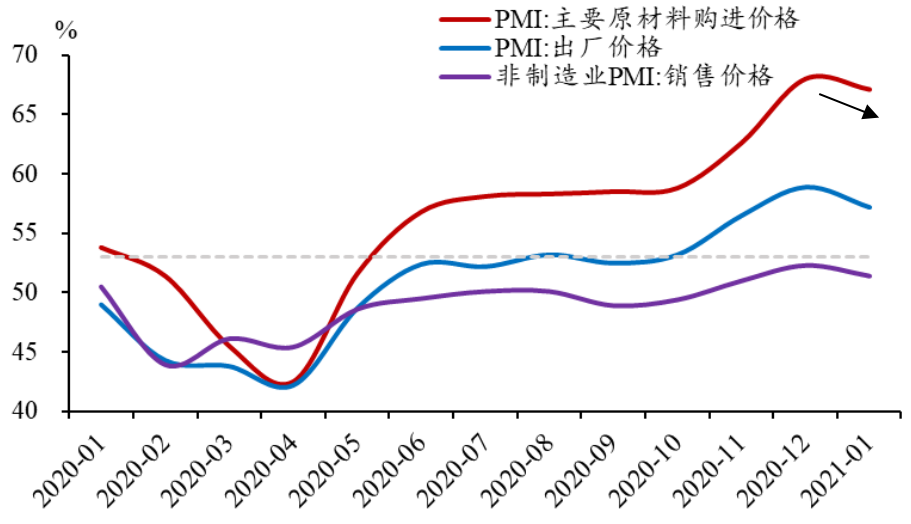
2 价格小幅度下滑，企业生产预期减弱，库存增加

春节淡季叠加疫情，供需扩张力度放缓都有所放缓。

一，生产需求有些疲软，原材料购进、出厂和销售价格全线下滑，但仍然处于高位。

1 月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%，分别比上月下降了 0.9 和 1.7 个百分点（见图 5），但跟 2020 年年初相比较，价格仍然处于相对较高的水平。

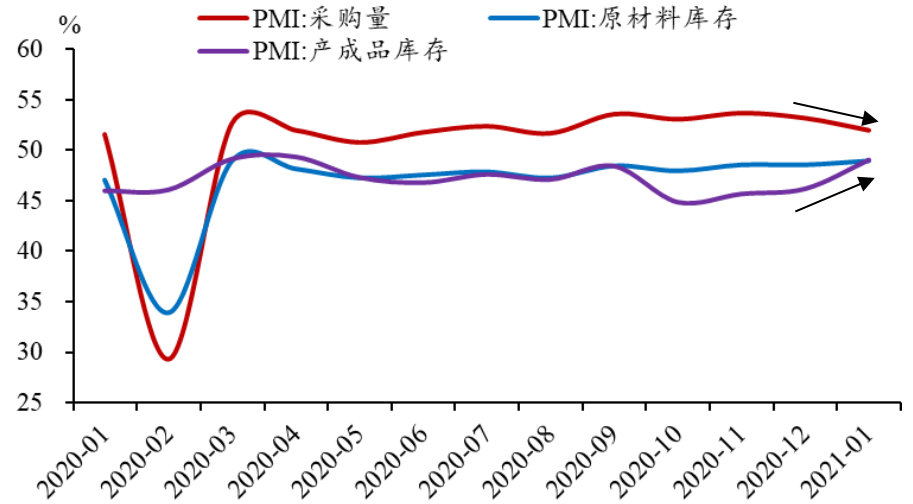
图 5：需求有些疲软，出厂价格和购进价格双双下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

二，产成品库存相对回升。1 月主要采购量下降 1.2 个百分点，到 52%；原材料库存增加 0.4 个百分点到 49%，产成品库存增加 2.8 个百分比到 49%，说明生产经营在持续好转，但是受到需求的制约，产成品的库存有所增加（见图 6）。

图 6：产成品库存降幅大于季节性，被动去库存现象再度出现



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 大中型企业生产经营受到影响，小型企业逐步恢复

关于不同体量的企业表现，我们观察到：

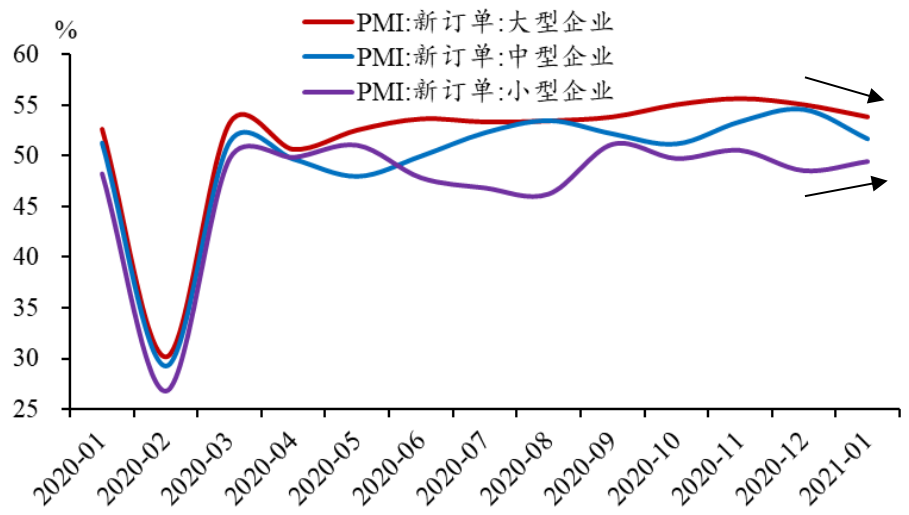
一是大型企业和中型企业 PMI 减小，小型企业 PMI 增加。1 月大型企业和中型企业 PMI 都保持在景气区间，大型企业低于上个月 0.6 个百分点，中型企业低于上个月 1.3 个百分点，小型企业 PMI 为 49.4%，比上个月回升了 0.6 个百分点，虽然仍然处于临界点下方，但是小型企业表现相对亮眼。其中大型企业 PMI 连续 11 个月在临界值以上，支持了我国制造业生产发展。

二是小型企业的原材料购进价格降低，进口订单和生产增加。分析小型企业的 PMI 组成数据来看，我们可以观察到，相对于大中型企业进口订单下滑，小型企业的进口订单增加了 3.5 个百分点到 53.9%（见图 7），新出口订单减小了 2.9 个百分点到 45.4%。相较大中型企业生产放缓，小型企业生产指数增加了 2.2 个百分点到 51.4%，产成品库存增加了 2 个百分点到 47.4%。此外，小型企业主要原材料购进价格下降明显，从 66.7%降到 61.7%，促进了进口订单的增加。

三是大中小型企业用工都持续偏弱，需求放缓，导致产成品库存皆有所增加。由于疫情导致部分员工无法到岗、部分人员提前返乡等使企业用工缺口增加。大型企业 1 月从业人员指数下降了 1.1 个百分点至 48.6%，中型企业从业人员指数下降了 1.2 个百分点到 49%，小型企业从业人员指数下降了 1.5 个百分点到 47%（见图 8）。同时，年底大中小型企业的产成品库存都有所增加，大型企业的产成品库存增加了 3 个百分点至 55%；中型企业的产成品库存增加了 2.9 个百分点到 49.4%，小型企业的产成品库存增

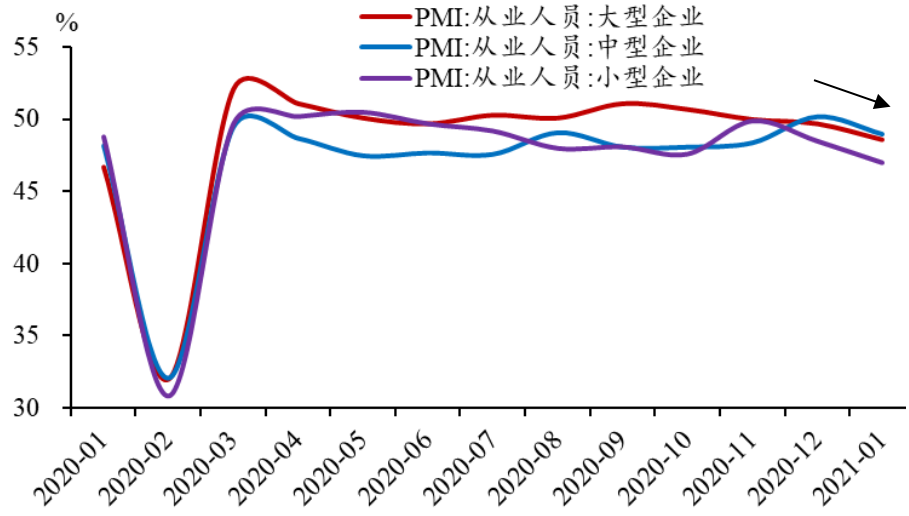
加了 2 个百分点到 47.4%（图 9）。

图 7：大型企业和小型企业需求放缓，小型企业市场需求增加



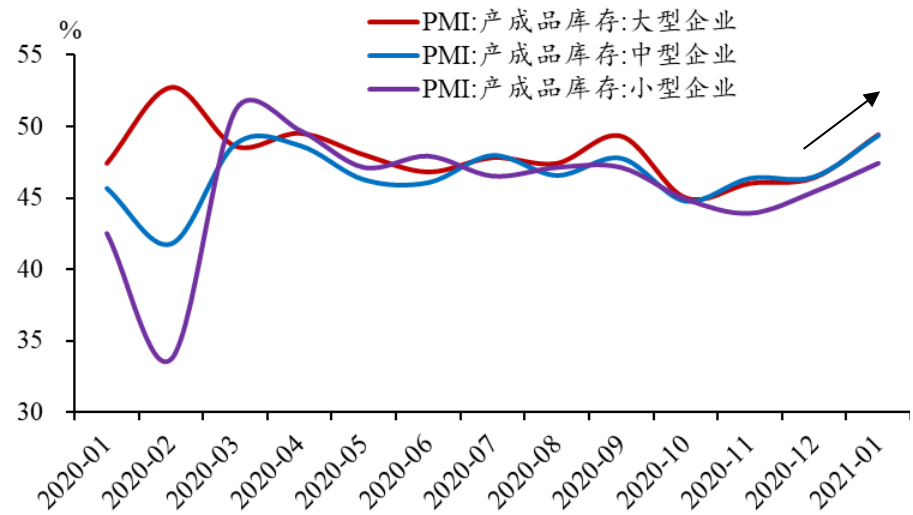
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：大型企业、中型企业和小型企业用工都持续偏弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：大型企业、中型企业和小型企业库存都有所增加



资料来源：Wind，民生证券研究院

4 经济仍然处于扩张态势

综上所述，我国的经济仍然保持在持续扩张的态势，虽然短期受到了冬季疫情冲击，生产和需求都有所放缓，但是并未改变经济持续恢复和扩张的长期趋势。

其中，小型企业表现出了相对亮眼的恢复活力，这体现了我国政策制对于支持小型企业的政策效应正在显现。

风险提示

全球疫情持续恶化，中国政策过快收紧等。

插图目录

图 1：PMI 生产和需求都有所下降.....1
图 2：制造业 PMI 分解结果.....3
图 3：2021 年春节制造业和服务业新增订单环比双双下滑.....3
图 4：10 月制造业需求和生产都好于季节性.....4
图 5：需求有些疲软，出厂价格和购进价格双双下滑.....4
图 6：产成品库存降幅大于季节性，被动去库存现象再度出现.....5
图 7：大型企业和小型企业需求放缓，小型企业市场需求增加.....6
图 8：大型企业、中型企业和小型企业用工都持续偏弱.....6
图 9：大型企业、中型企业和小型企业库存都有所增加.....7

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。