财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

局部疫情扰动经济修复节奏

——2021 年 1 月 PMI 数据的点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

李沫

事件：2021 年 1 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.3%，较上月回落 0.6 个百分点；中国非制造业商务活动指数为 52.4%，较上月下降 3.3 个百分点；综合 PMI 产出指数为 52.8%，较上月回落 2.3 个百分点。

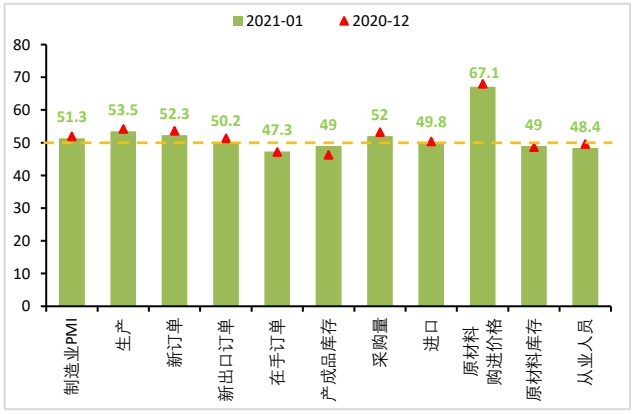
一、春节和疫情因素扰动拖累制造业 PMI 走低，小型企业景气度持续偏弱

受春节临近和局部疫情影响，12 月 PMI 回落 0.6 个百分点至 51.3%（见图 1），但国内外经济继续修复，新旧动能转换提速以及政策支撑作用仍强等多重因素作用下，制造业 PMI 连续 11 个月高于临界值，制造业稳步复苏势头未变。

小型企业 PMI 继续低于临界值。1 月份大型、中型企业 PMI 分别录得 52.1%和 51.4%，分别较上月回落 0.6 和 1.3 个百分点，但持续高于临界值；小型企业较上月提高 0.6 个百分点至 49.4%，但继续低于临界值，小型企业修复持续偏慢（见图 2）。

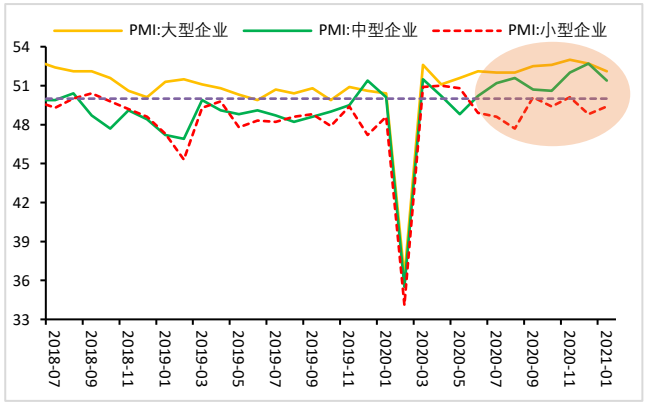
不排除 2 月 PMI 降至 50%临界值以下可能，但随后快速回升不改向上周期趋势。往后看，短期内国内局部散点疫情仍将继续对制造业 PMI 形成扰动，但国内经济修复动能已切换至需求端，加之前期政策效果犹在，预计国内外经济将整体处于向上修复期。预计一季度制造业 PMI 受疫情影响波动加剧，不排除 2 月份 PMI 降至 50%临界值以下的可能，但随后将快速回升，制造业向上周期趋势不会改变。

图 1：1 月 PMI 指数变化情况



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：小型企业 PMI 继续低于临界值



资料来源：WIND，财信研究院

二、生产扩张放缓，需求有所走弱，供需缺口有所扩大

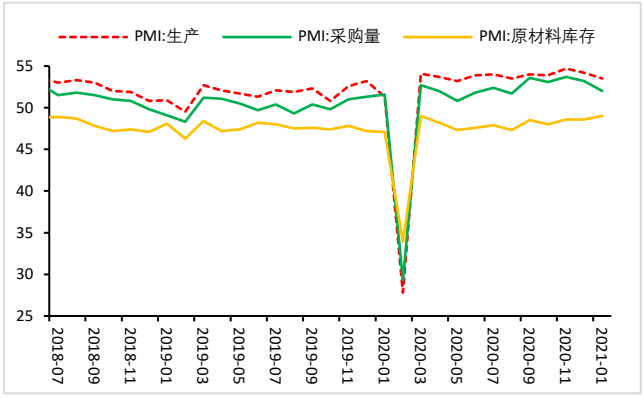
从供给指标看，制造业生产扩张放缓。1 月生产指数为 53.5%，较上月回落 0.7 个百分点，制造业生产扩张边际放缓（见图 3）。主要原因有二：一是春节前制造业企业进

入传统生产淡季；二是局部疫情扰动下，企业生产、采购、运输活动有所放缓。

从需求指标看，制造业需求有所走弱。一是前期国内外购物节透支部分需求，加之国内外疫情爆发，1 月新订单指数较上月回落 1.3 个百分点至 52.3%，制造业需求扩张力度减弱。二是全球疫情蔓延下国际运输受阻，新出口订单指数较上月回落 1.1 个百分点至 50.2%，回升势头趋弱，对国内总需求的支撑作用有所减弱（见图 4）。

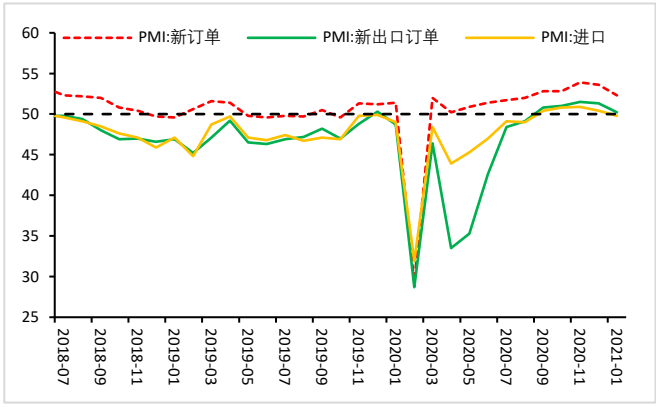
从供需指标看，两者差值有所扩大，但收窄趋势未变。局部疫情对需求的短期冲击大于生产，1 月制造业“生产和新订单指数差”从上月的 0.6%提高至 1.0%，供需缺口有所扩大，但预计随着国内经济的持续修复，制造业供需缺口大概率将继续收窄（见图 5）。

图 3：制造业生产扩张略有放缓



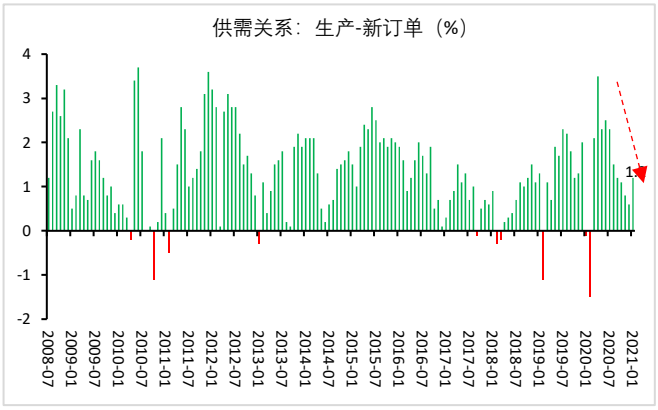
资料来源：WIND，财信研究院

图 4：制造业内外需指标变化情况



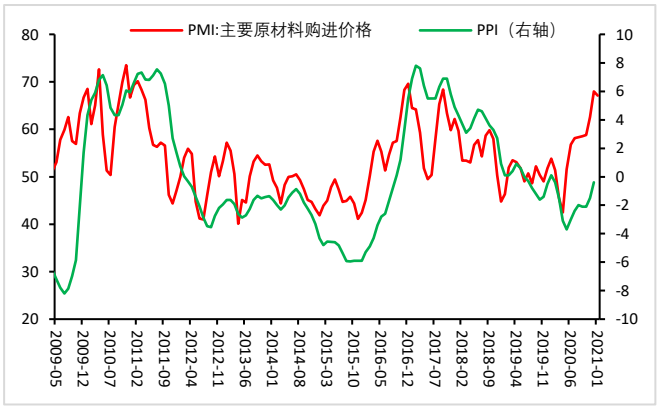
资料来源：WIND，财信研究院

图 5：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：1 月份 PPI 将继续上涨



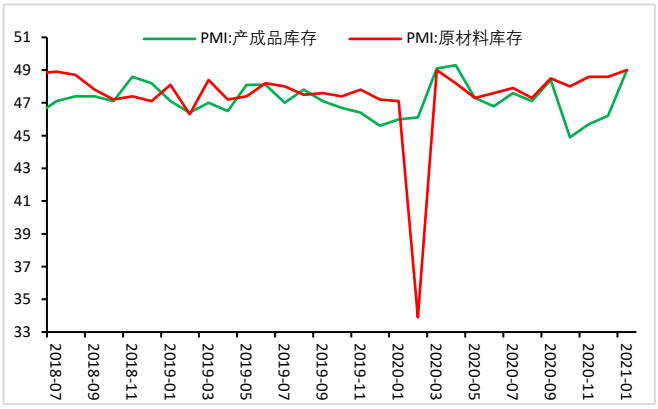
资料来源：WIND，财信研究院

三、预计 1 月 PPI 约增长 0.6%；企业步入主动补库存周期

从价格指标看，预计 1 月 PPI 约增长 0.6%。受国际大宗商品价格继续上涨影响，1 月份 PMI 原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 67.1%和 57.2%，虽然低于上月 0.9 和 1.7 个百分点，但仍处于历史高位区间。原材料价格持续高于出厂价格，中小游企业利润受到挤压。原材料购进价格指数位于高增长区间，预示 1 月工业生产者价格指数 PPI 环比将继续上涨（见图 6），预计 1 月 PPI 同比增长 0.6%左右，全年约增长 2.0%。

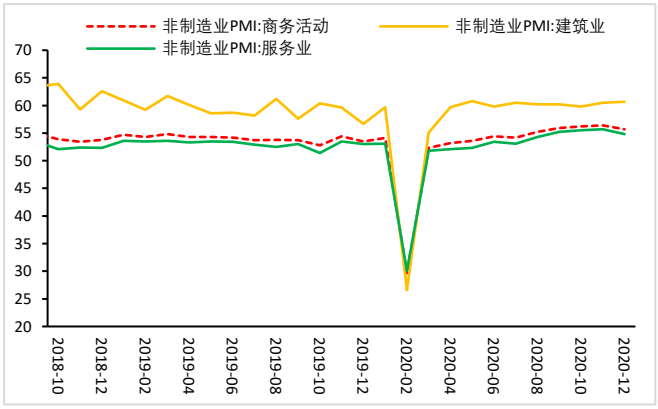
从库存指标看，企业步入主动补库存周期。1 月份产成品库存和原材料库存指数分别为 49.0%和 49.0%，分别较上月提高 2.8 和 0.4 个百分点（见图 7），表明制造业企业已逐步进入主动补库存周期：一是随着近期大宗商品普遍上涨，上游企业囤购原材料的意愿增强；二是需求持续回暖下，企业备货销售的意愿提升，下游产成品库存有所提高。

图 7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：非制造业商务活动指数



资料来源：WIND，财信研究院

四、局部疫情下服务业修复暂时受阻，建筑业景气季节性回落

1 月非制造业商务活动指数为 52.4%，低于上月 3.3 个百分点（见图 8）。分行业看：

服务业尤其是生活性服务业复苏步伐暂时受阻。受国内散点疫情爆发影响，1 月服务业 PMI 较上月回落 3.7 个百分点至 51.1%，服务业尤其是生活性服务业复苏步伐受到较大干扰（见图 8）。分行业看，住宿、餐饮、居民服务、文化娱乐、交通运输等接触性、集聚性服务业 PMI 均降至临界值下方，表明局部疫情对服务业的冲击较大。往后看，疫情拖累下服务业修复暂时性放缓，但随后向上恢复态势不变。

建筑业景气度季节性高位回落。受春节临近和寒潮天气影响，1 月建筑业指数回落 0.7 个百分点至为 60.0%（见图 8）。从分项指标看，建筑业新订单和业务活动预期指数分别下降 4.6 和 9.9 个百分点，基建预期降温下，建筑业订单和企业乐观情绪均回落较多。展望未来，基建低位运行和房地产投资韧性较强支撑下，建筑业 PMI 或将继续高位运行。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告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复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。