

2021年03月04日

策略研究

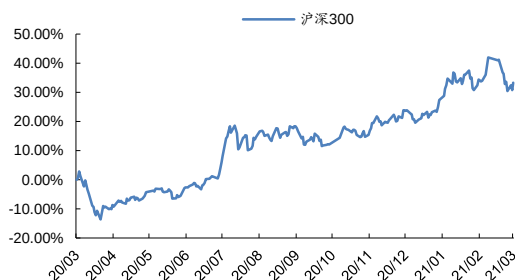
研究所

证券分析师: 李浩 S0350519100003
021-68930177 lih07@ghzq.com.cn
证券分析师: 纪翔 S0350520040001
021-60338168 jix@ghzq.com.cn

制造业供需增长强劲，警惕输入型通胀

——美国 2 月 ISM 制造业 PMI 点评报告

最近一年大盘走势



相关报告

《策略点评报告：流动性预期转稳，盈利驱动将凸显》——2021-01-27

《策略点评报告：美国 12 月制造业 PMI 超预期，供应商生产意愿强烈》——2021-01-10

《策略点评报告：深主板与中小板拟合并，深交所指数有望迎新一轮增长》——2020-11-22

《深化要素市场改革点评：释放要素红利，焕发经济新动能》——2020-04-14

《策略点评报告：消费券四两拨千斤，内需将助力经济企稳》——2020-03-31

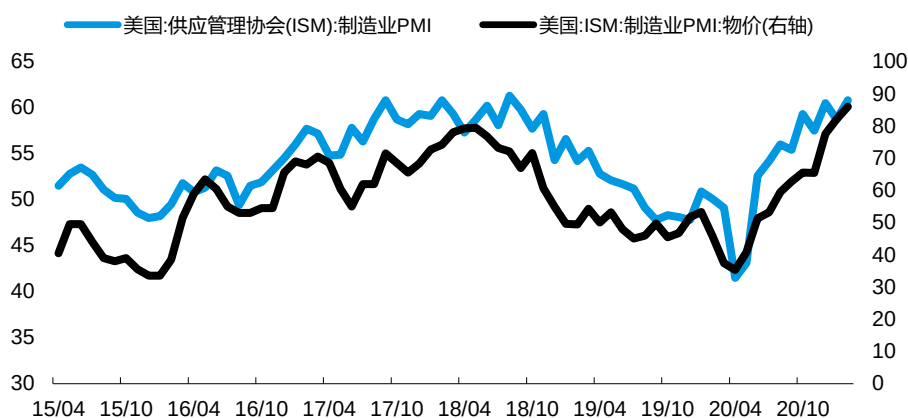
投资要点：

- **美国制造业产出指数大幅反弹，物价指数飙升，原材料和产成品呈被动去库存特征，海外定价商品价格有望进一步上行：**（1）2 月美国产出 PMI 数值为 63.2，环比上升 2.5 个百分点，供应商交付 PMI 录得 72.0，连续 7 个月环比改善。在疫情风险逐步减弱，疫苗接种进程加速的利好下，美国制造业生产活动大幅改善，下游需求向好。（2）美国制造业物价 PMI 创 2008 年 7 月以来最高，生产原材料的短缺是导致生产成本飙升的主因，下游需求的超预期增长导致制造业库存特征由去年四季度的主动补库存转为被动去库存。当前生产商补库存意愿强烈，原材料供需格局偏紧，海外定价商品价格有望继续上行。（3）美国在超额放水刺激经济的同时也抬高了杠杆，商品价格的上涨将推动全球通胀上行，当下需警惕输入型通胀加剧带来的企业利润缩水和流动性收紧问题。
- **美国制造业新订单增长强于产出，出口景气回升，供需缺口出现收窄迹象：**（1）2 月美国新订单和产出 PMI 分别为 64.8 和 63.2，相比 1 月前值分别改善 3.7 和 2.5 个百分点，订单库存 PMI 为 64.0，1 月前值为 59.7，环比大幅上升。与 1 月相比，2 月美国制造业需求出现明显反弹。之前我们在 12 月美国 PMI 数据点评中提到，确认经济上行的信号是需求而非供应，目前美国经济上行的验证信号已开始显现。（2）2 月美国出口景气上升，新出口订单 PMI 增长，进口 PMI 小幅回落，供需缺口出现收窄迹象。
- **美国制造业就业加速改善，就业指数已超越去年 10 月高点：**2 月美国制造业就业 PMI 录得 54.4，相较于 1 月回升 1.8 个百分点，已超过去年 10 月的就业指数高点（53.2）。随着就业问题的改善，美国供应和需求两端的限制也将逐步解除，海外供需缺口将随之收窄，海外通胀上行压力增加。
- **风险提示：**流动性收紧超预期；经济发展不及预期；中美摩擦加剧；疫情超预期恶化

事件:

美国 2 月 ISM 制造业 PMI 超预期，物价指数创 2008 年 7 月以来最高：美国 2 月 ISM 制造业 PMI 录得数值 60.8，预期值 58.9，前值 58.7，环比改善 2.1 个百分点，超市场预期。物价分项 PMI 录得数值 86.0，创 2008 年 7 月以来最高。2 月，在全球疫情趋缓、疫苗接种加速和拜登 1.9 万美元刺激政策逐步落地的环境下，美国的供给、需求和就业数据都录得强劲增长。需要关注的是，当前市场对全球经济上行的预期已较为一致，对经济的关注点已从需求转向通胀。近期，由原材料价格大幅上涨引起的物价指数飙升，大概率也将推动消费通胀的上行，可能会为经济滞胀埋下隐患。

图 1: 美国 2 月 ISM 制造业 PMI 创新高



资料来源：Wind，国海证券研究所

表 1: 美国 ISM 制造业 PMI 及分项数据

	ISM 制造业 PMI	新订单	产出	就业	供应商交付	自有库存	客户库存	物价	订单库存	新出口订单	进口
2020-02	50.10	49.80	50.30	46.90	57.30	46.50	41.80	45.90	50.30	51.20	42.60
2020-03	49.10	42.20	47.70	43.80	65.00	46.90	43.40	37.40	45.90	46.60	42.10
2020-04	41.50	27.10	27.50	27.50	76.00	49.70	48.80	35.30	37.80	35.30	42.70
2020-05	43.10	31.80	33.20	32.10	68.00	50.40	46.20	40.80	38.20	39.50	41.30
2020-06	52.60	56.40	57.30	42.10	56.90	50.50	44.60	51.30	45.30	47.60	48.80
2020-07	54.20	61.50	62.10	44.30	55.80	47.00	41.60	53.20	51.80	50.40	53.10
2020-08	56.00	67.60	63.30	46.40	58.20	44.40	38.10	59.50	54.60	53.30	55.60
2020-09	55.40	60.20	61.00	49.60	59.00	47.10	37.90	62.80	55.20	54.30	54.00
2020-10	59.30	67.90	63.00	53.20	60.50	51.90	36.70	65.50	55.70	55.70	58.10
2020-11	57.50	65.10	60.80	48.40	61.70	51.20	36.30	65.40	56.90	57.80	55.10
2020-12	60.50	67.50	64.70	51.70	67.70	51.00	37.90	77.60	59.10	57.50	54.60
2021-01	58.70	61.10	60.70	52.60	68.20	50.80	33.10	82.10	59.70	54.90	56.80
2021-02	60.80	64.80	63.20	54.40	72.00	49.70	32.50	86.00	64.00	57.20	56.10
环比变化	2.10	3.70	2.50	1.80	3.80	-1.10	-0.60	3.90	4.30	2.30	-0.70

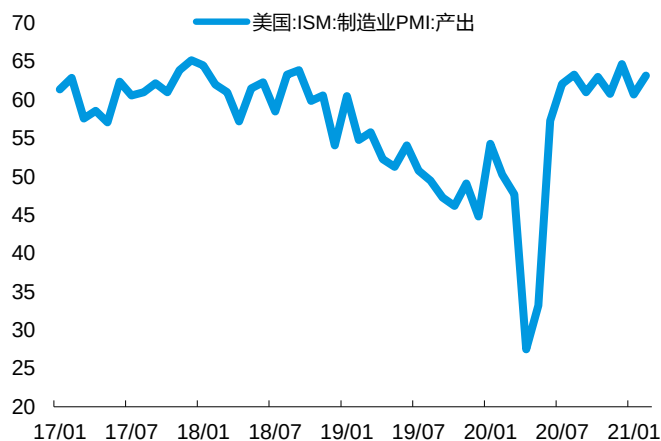
资料来源：Wind，国海证券研究所

评论:

1、供应：2月美国产出指数大幅反弹，生产原材料的短缺是推高生产成本的主因

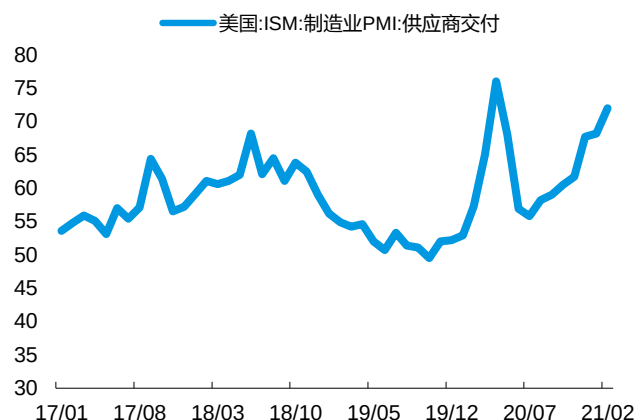
2月美国产出 PMI 数值为 63.2，相比 1 月前值反弹 2.5 个百分点；供应商交付 PMI 录得 72.0，1 月前值为 68.2，连续 7 个月环比改善。产出数据表明，2 月，在疫情风险逐步减弱和疫苗进展加速的推动下，美国制造业生产活动大幅改善，下游需求向好，这与 1 月中旬以来市场对全球经济上行的预期一致。

图 2：2 月美国产出 PMI 反弹



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：2 月美国供应商交付 PMI 延续上行态势

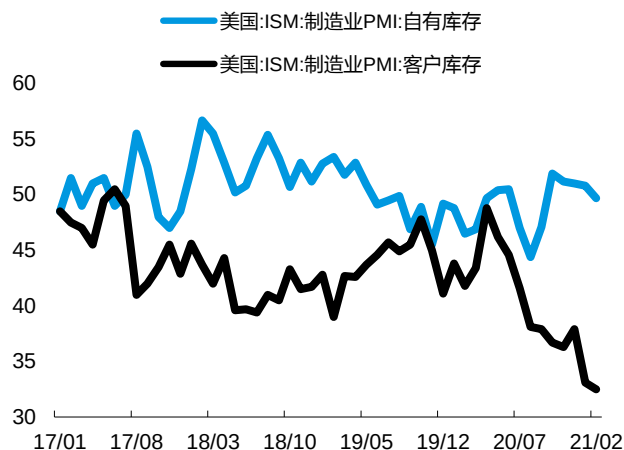


资料来源：Wind，国海证券研究所

2 月美国自有库存（原材料库存）PMI 和客户库存（产成品库存）PMI 分别为 49.7 和 32.5，环比减少 1.1 和 0.6 个百分点。2021 年以来，美国制造业库存指数出现下行趋势，我们认为下游需求的超预期增长是导致制造业库存特征由主动补库存转为被动去库存的主要原因。2 月美国客户库存指数下行速率的减缓反映了生产水平的改善，但自有库存的加速下行，则表明原材料供应仍然偏紧。在库存下行的态势下，海外定价商品的价格仍有望进一步上涨。

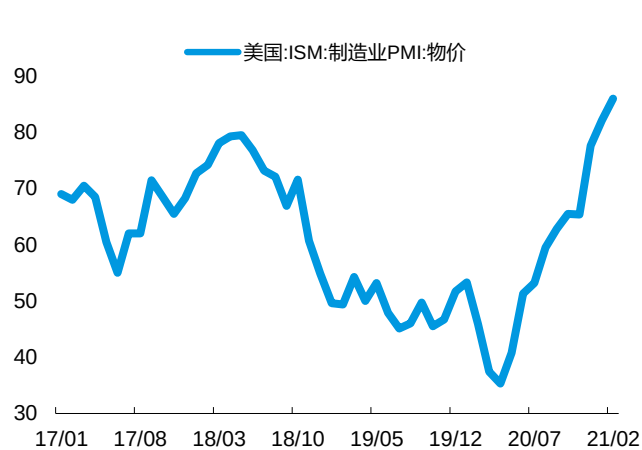
2 月美国物价 PMI 创 2008 年 7 月以来最高，从 82.1 升至 86.0，环比增涨 3.9 个百分点，生产原材料的短缺是推高生产成本飙升的主因。当前生产商补库存意愿强烈，原材料供需格局持续收紧，生产端的提价也将推动消费通胀的上行。在当前美国超额放水刺激经济的环境下，需求和供给已逐渐形成一致性预期，商品价格的上涨将推动全球通胀上行，当下需警惕输入型通胀加剧带来的企业利润缩水和流动性收紧问题。

图 4: 2 月美国制造业产商库存指数下行



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 5: 2 月美国物价 PMI 创 2008 年 7 月以来最高



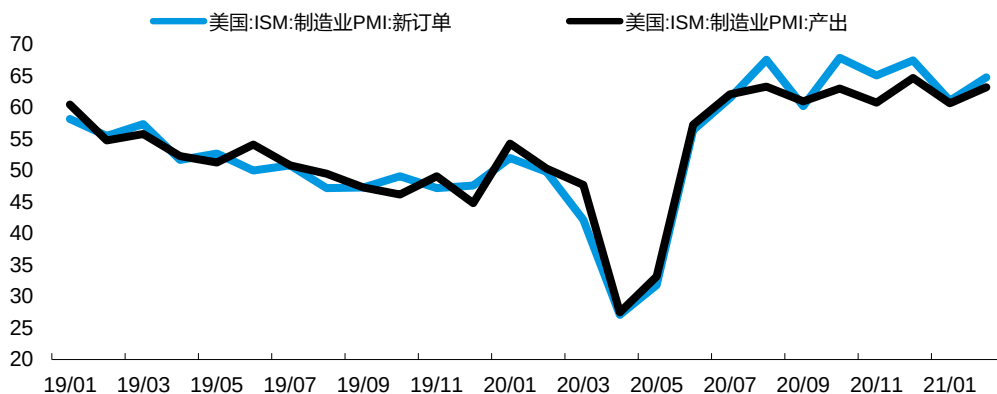
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2、需求: 2 月美国制造业需求明显反弹, 出口景气度回升, 供需缺口出现收窄迹象

2 月美国新订单和产出 PMI 分别为 64.8 和 63.2, 相比 1 月前值分别改善 3.7 和 2.5 个百分点, 新订单回升强于产出。与 1 月的情况对比, 2 月美国制造业需求出现明显反弹。

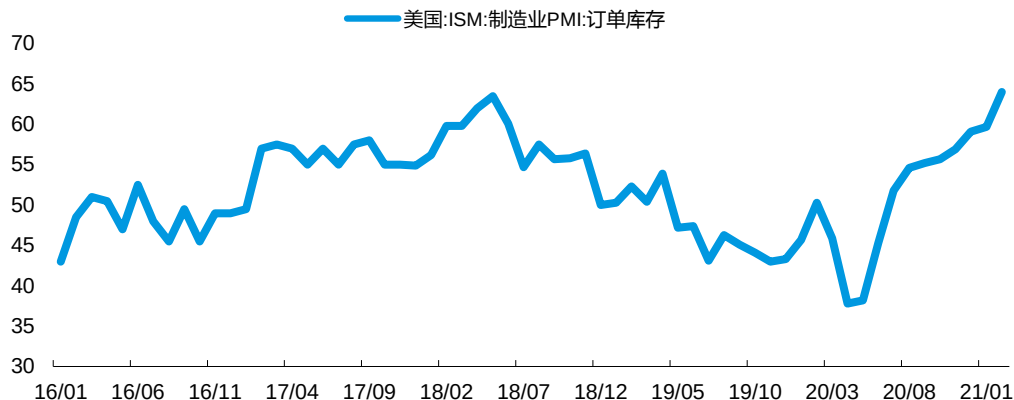
2 月美国订单库存 PMI 为 64.0, 1 月前值为 59.7, 环比大幅上升。今年 1 月中下旬以来, 随着全球疫情态势的缓和以及疫苗接种的加速推进, 海外工厂的生产效率和商品运输效率逐步恢复, 订单库存的加速积压可以反映出海外需求的恢复在进一步增强。之前我们在 12 月美国 PMI 数据点评中提到, 确认经济上行的信号是需求而非供应, 目前经济上行的验证信号已开始显现。

图 6: 2 月美国新订单 PMI 回升强于产出 PMI



资料来源: Wind, 国海证券研究所

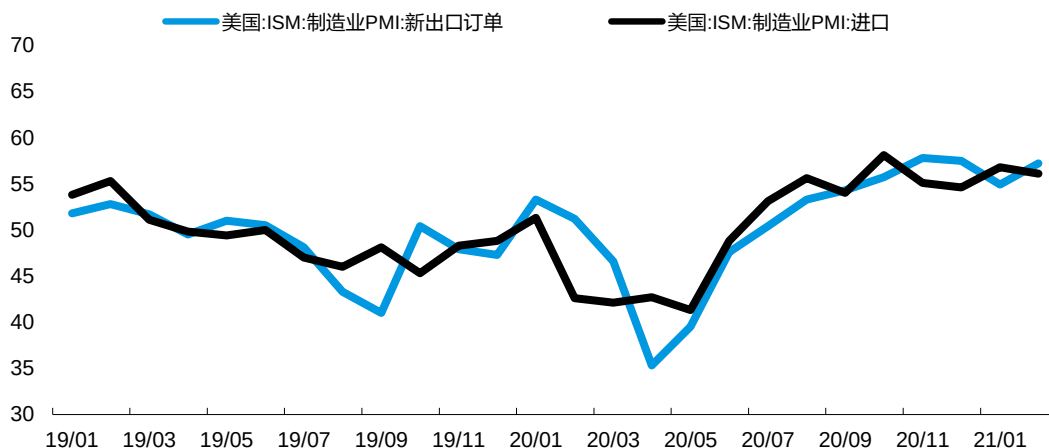
图 7: 2 月美国订单库存 PMI 环比大幅上升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

从进出口方面来看, 2 月美国出口景气反弹, 新出口订单 PMI 回升, 进口 PMI 小幅回落, 供需缺口出现收窄迹象。美国 2 月进口 PMI 录得 56.1, 较 1 月前值下降 0.7 个百分点; 新出口订单 PMI 录得 57.2, 1 月前值为 54.9, 环比回升 2.3 个百分点。从进口指数观察美国内部需求, 新出口订单指数观察非美国国家需求, 我们能看到 2 月整体需求景气度较好, 美国与非美国国家之间的供需缺口相较去年已出现收窄迹象。

图 8: 2 月美国新出口订单 PMI 回升, 进口 PMI 小幅回落



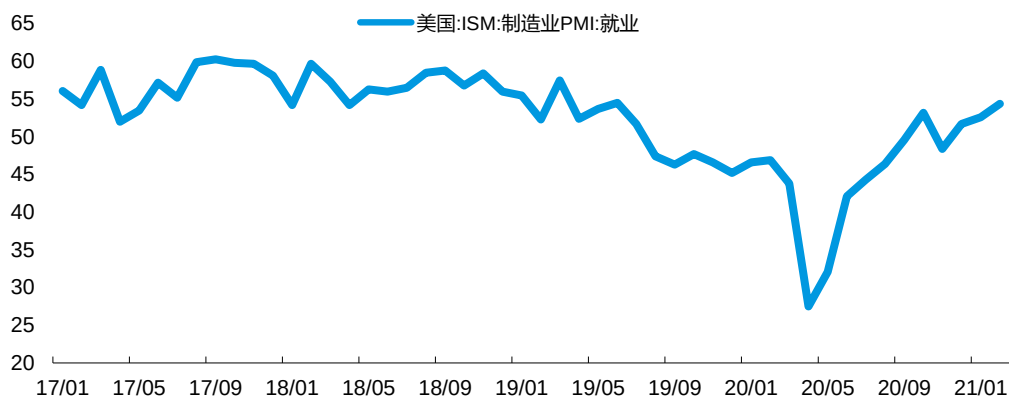
资料来源: Wind, 国海证券研究所

3、就业方面: 2 月美国制造业就业加速改善, 就业指数已超越去年 10 月高点

2 月美国制造业就业 PMI 录得 54.4, 相较于 1 月回升 1.8 个百分点, 已超越去年 10 月的制造业就业指数高点 (53.2)。随着疫情的趋缓, 美国制造业就业指数正逐步接近疫情前均值水平。就业问题的改善将帮助美国逐步解除供应和需求

两端的限制，海外的供需缺口将随之收窄。

图 9：2 月美国制造业就业加速改善



资料来源：Wind，国海证券研究所

4、风险提示

流动性收紧超预期；经济发展不及预期；中美摩擦加剧；疫情超预期恶化

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17758

