

南华宏观周报 2021 年 2 月 5 日

从三视角感知当下经济修复的节奏

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

核心观点：

1、继四季度 GDP 增速大超预期之后，1 月制造业、非制造业、综合 PMI 指数全线回落，导致该数据回落的原因主要包括以下两点：1、一季度向来属于 PMI 的季节性低点，主要受春节临近以及气温变冷导致很多生产活动受阻；2、从各行业 PMI 回落力度看，服务业季节性特征最不明显但回落幅度却最大，说明除季节性因素外，国内部分地区疫情重卷对当下国内经济复苏也带来了明显的拖累。

2、向后看，2 月属于重要经济数据的空窗期，高频数据更能凸显当下经济复苏的边际情况。从月度频率的 PMI、BCI 指数以及高频的行业数据这三个角度来看，当下经济修复的动能明显趋弱，但中期整体经济状况依旧持稳。具体来说，产需两端趋弱的同时价格指数呈现一定的回落，各企业类型中仅小企业景气度回升但可持续性值得进一步观察。就价格端来看，上游价格走势强于中游，中游工业品价格高位筑顶后回落，或暗示虽然经济修复动能有所趋弱，但 PPI 同比或将持续回升。

风险提示：疫情反复超预期　疫苗接种进度不及预期　政策调整超预期

南华期货研究所
马燕 0571-87839259
mayan@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0012651

戴朝盛 0571-87839255
daichaosheng@nawaa.com
投资咨询资格证号
Z0014822

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

第 1 章 从三视角感知当下经济复苏的节奏 3
1.1. 从 PMI 看当前经济修复动能趋弱 3
1.2. 从 BCI 指数看中期经济整体持稳 5
1.3. 从高频数据角度进一步验证 5
第 2 章 上周重要数据追踪 7
免责申明 9

第1章　从三视角感知当下经济复苏的节奏

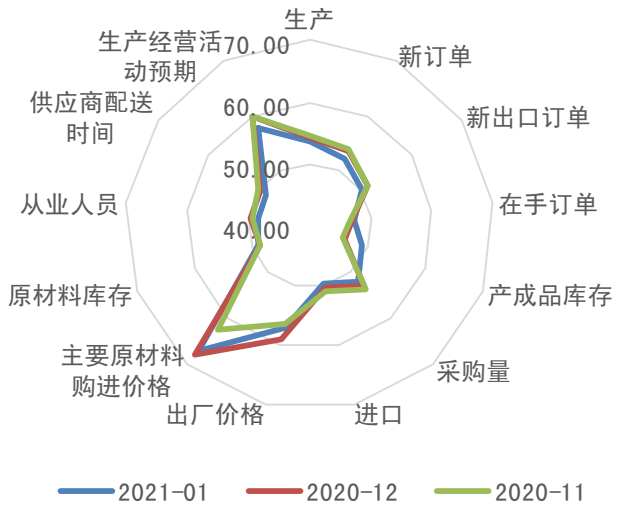
1.1. 从 PMI 看当前经济修复动能趋弱

季节性因素叠加局部疫情散发导致 1 月经济复苏降温。2020 年 1 月份制造业 PMI 为 51.3%，比上个月下降 0.6 个百分点；非制造业 PMI 为 52.4%，比上个月下降 3.3 个百分点；综合 PMI 为 52.8%，比上个月下降 2.3 个百分点。1 月 PMI 数据回落符合市场预期，导致该数据回落的原因主要包括以下两点：1、一季度向来属于 PMI 的季节性低点，主要受春节临近以及气温变冷导致很多生产活动受阻；2、从各行业 PMI 回落力度看，服务业回落幅度明显大于往年，说明除季节性因素外，国内部分地区疫情重卷对当下国内经济复苏也带来了明显的影响。

供需双弱暗示当前经济增长动能放缓。从制造业 PMI 各分项来看，供给端生产指数回落 0.7pcts，需求端内外需均出现不同程度回落，新订单指数回落 1.3pcts，新出口订单指数回落 1.1pcts，供需走弱的同时原材料及产成品库存被动走高，经济动能趋弱信号较为明显。

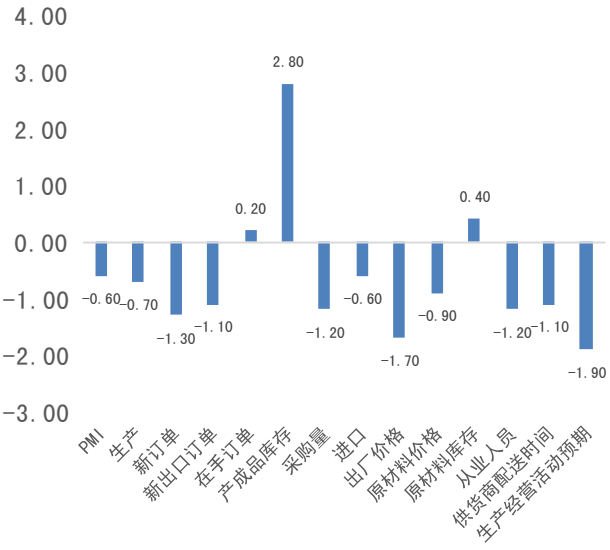
价格类指数虽有回落但仍处于相对高位，或表明 PPI 环比趋缓，但同比仍将持续增长。主要原材料价格指数与出厂价格指数均出现一定回落，虽同步验证经济增长动能趋缓，但相对来说价格指数均位于 55%以上的较快扩张区间，尤其是上游原材料购进价格为 67.1pcts，主要受 1 月以来主要原材料价格上涨较快所致。鉴于原材料价格指数与工业生产品购进价格指数环比之间存在较高的同步性、出厂价格指数与 PPI 环比之间存在较高的同步性，我们认为 2 月 PPI 环比上升幅度略有趋缓，但 PPI 同比仍将持续增长。

图 1.1.1：1 月制造业 PMI 及分项（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：制造业 PMI 及各分项环比变化（%）



数据来源：Wind 南华研究

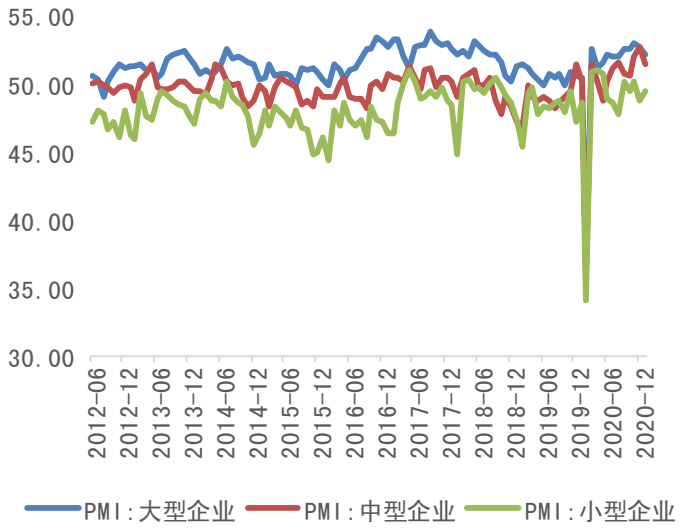
大中企业景气度回落，小企业虽有回升但仍处于荣枯线以下。从不同类型企业 PMI 变化来看，大中型企业 PMI 分别回落 0.6pcts、0.7pcts 至 52.1%、51.4%，小型企业 PMI

请务必阅读正文之后的免责条款部分

回升 0.6pcts 至 49.4%，尽管小企业景气度回升，但仍处于荣枯线以下。从各企业的产需两端来看，小企业景气度回升主要受到供需两端拉动所致，但值得关注的是小企业新订单指数出现较大回落，在当前出口景气度尚可之际小企业外需面临较大回落，在原材料成本不断上涨的当下，小企业景气度走高能否持续值得关注。

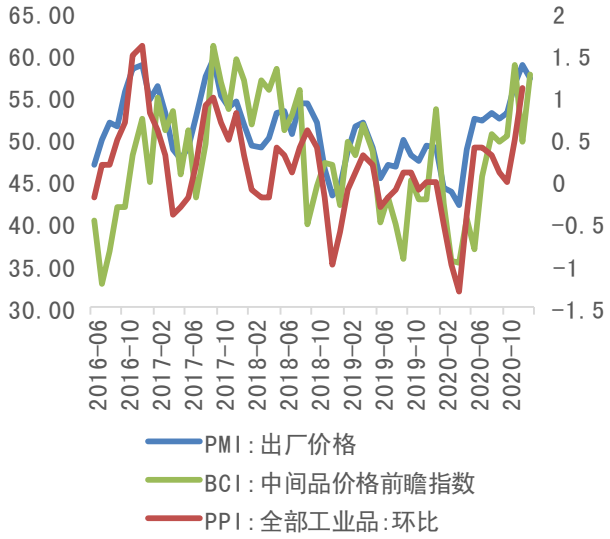
服务业受疫情散发的影响回落最为明显。非制造业中服务业 PMI 回落 3.7pcts 至 51.1%，新订单指数更是回落至 48.3%，跌至荣枯线以下。如果说制造业 PMI 受制于季节性因素以及气候较冷的影响，那么服务业的回落则主要受到疫情反复的影响，尤其是生活性服务业影响较大。具体到行业来看，受疫情散发以及就地过年的大环境影响，一些交运航空类、长线旅游类行业预计受影响较大，对服务业 PMI 或将造成持续拖累。

图 1.1.3：各类型企业 PMI 走势（%）



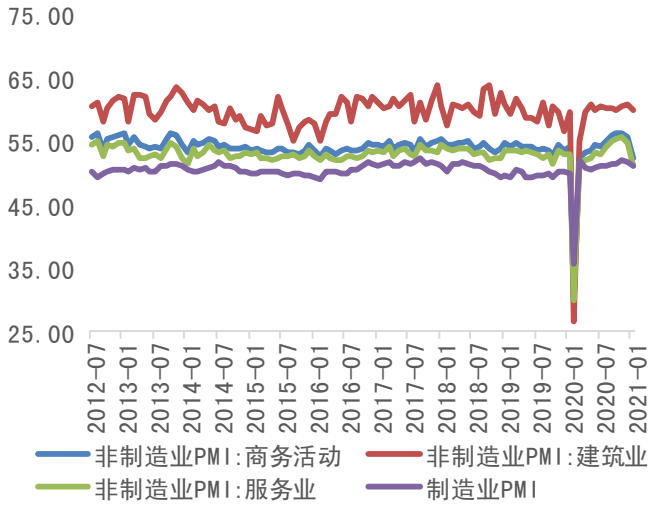
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.4：制造业 PMI 显示当前供需走弱价格回落（%）



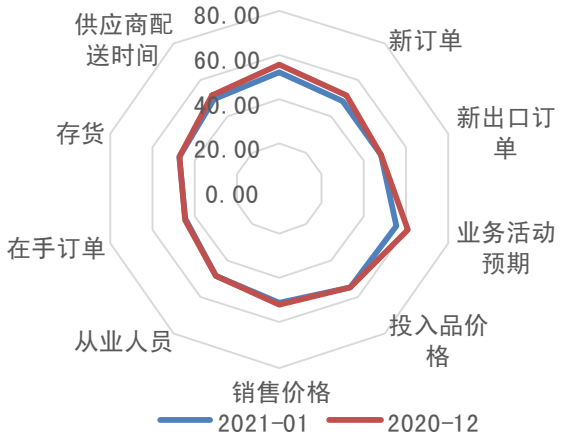
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.5：各非制造业 PMI 恢复情况



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.6：非制造业 PMI 及各分项



数据来源：Wind 南华研究

1.2. 从 BCI 指数看中期经济整体持稳

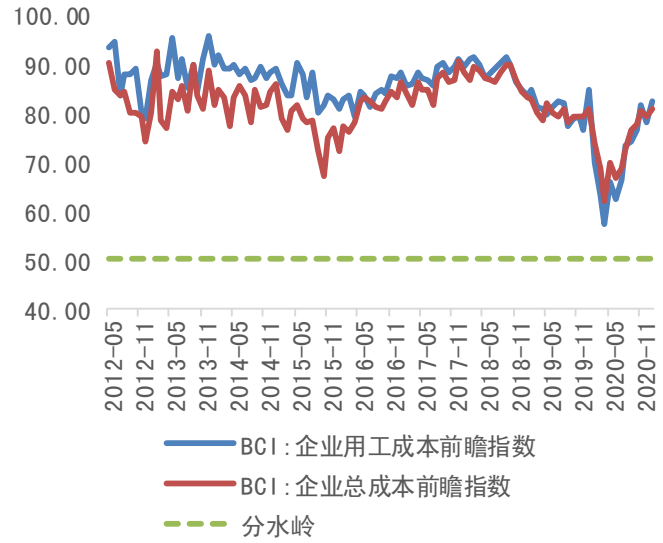
长江商学院 BCI 反映总体经济增长状态，也是我们观察经济景气指数的参考指标之一。该指数是由 4 个分指数以算术平均的方式构成，这 4 个分指数分别为企业销售前瞻指数、企业利润前瞻指数、企业融资环境指数和企业库存前瞻指数，这 4 个分指数中有 3 个为前瞻指数，只有融资环境指数衡量的是当下的状况。该指数下所设指数均为扩散指数，而且其中绝大部分为前瞻指数，因此具有较强的预测作用。BCI 指数以 50 为分界点，50 以上代表改善或变好，50 以下代表恶化或变差，这与 PMI 指数的标准相同，也是一个环比指标。

BCI 与制造业 PMI 自 2012 年 3 月迄今的相关系数为 43%，相比而言，BCI 指数因为其调研对象多为相对优质的民营企业，大多数时候整体表现要强于 PMI，而且波动性明显大于制造业 PMI。

从计算方法上来说，尽管 BCI 与 PMI 的标准相同，但是有两点明显的不同：1）BCI 是各分项指数的算术平均，而 PMI 是加权平均；2）两个指数所考虑和对比的时间周期不同，PMI 是相比自身上月的变化情况进行主观问卷调查，而 BCI 则是针对未来 6 个月与去年同期对比，对比周期更长，相对而言 BCI 的前瞻性更强。

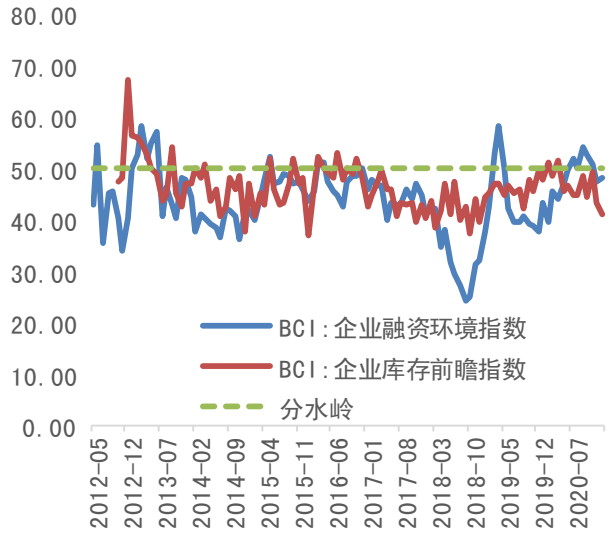
从 BCI 指数反映的信息看，尽管近期经济修复边际趋缓，但中期内整体持稳，前瞻指数中企业销售、利润整体向好，但库存指数及融资环境指数向下，显示当下融资环境趋于收敛、货币政策正在转弯的同时，在国内防控措施较严的当下国内需求受到一定抑制，企业库存被动增加，另外中期内企业投资成本以及劳动力用工成本增加也是值得关注的，这与 PMI 指数中价格指数居于高位也是相印证的。

图 1.2.1：企业用工成本以及总成本上涨（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：企业融资环境及库存情况转差（%）



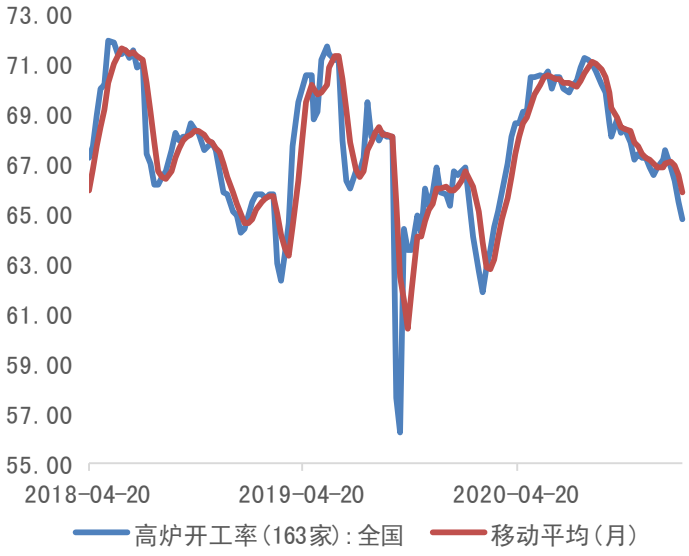
数据来源：Wind 南华研究

1.3. 从高频数据角度进一步验证

从高频的行业数据进一步验证了当前经济复苏中产需双弱、量价回落的特点。从供

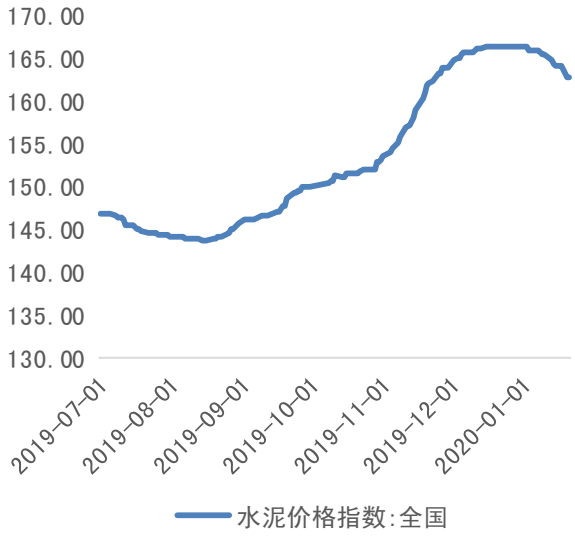
给端来看，高炉开工率自 1 月以来延续高位回落的态势，价格指数呈现出上游原材料价格强势回升、中游工业品价格高位回落的特点，具体到行业上基建地产的上游工业品价格包括黑色系及有色系工业品价格指数受到需求端疲弱的影响呈现出高位回落的疲弱走势，而原油期货价格的强势则印证了原材料价格指数略有回落但整体持续偏强的表现。因此，从行业数据也验证了当下经济动能趋缓、1 月 PPI 同比或进一步转正，与 PMI 数据所呈现的当下经济修复特征相一致。

图 1.3.1：近期高炉开工率走低（%）



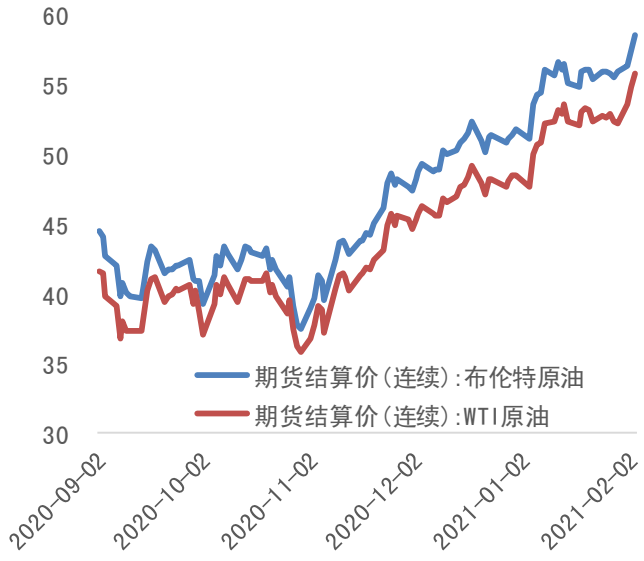
数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.2：水泥价格指数自 1 月以来回落



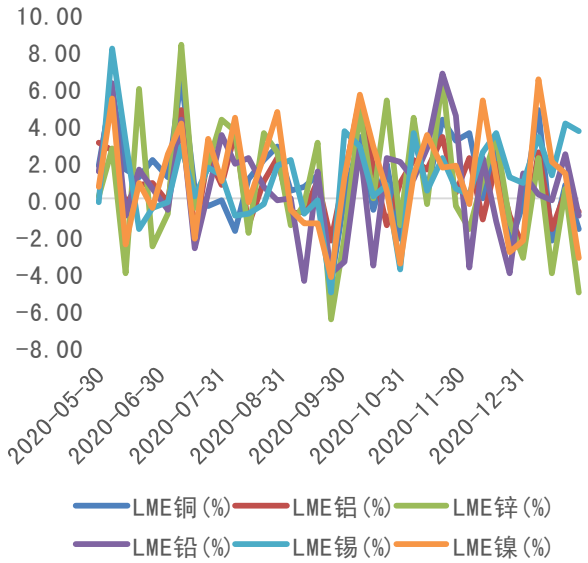
数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.3：原油价格持续反弹



数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.4：LME 有色现货收盘价环比（%）



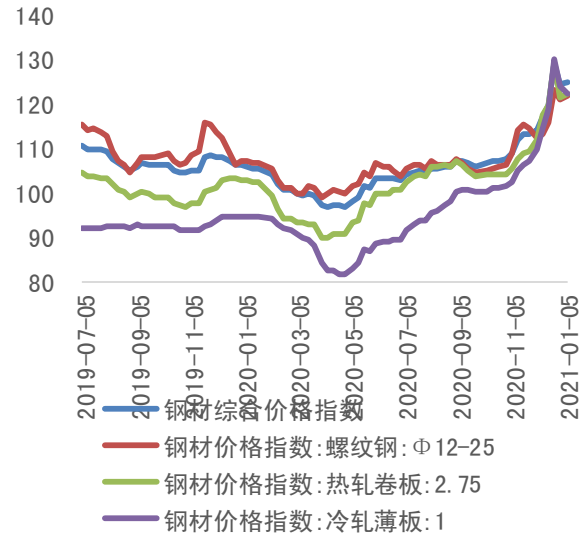
数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.5：铁矿石价格指数



数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.6：钢材综合价格指数



数据来源：Wind 南华研究

第2章 上周重要数据追踪

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
中国	1 月官方制造业 PMI	51.9	51.3	51.3
中国	1 月财新制造业 PMI	53	--	51.5
中国	1 月财新服务业 PMI:经营活动指数	56.3	--	52

数据来源：Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
法国	1 月制造业 PMI	51.1	50.6	51.6
德国	1 月制造业 PMI	58.3	57	57.1
欧盟	1 月欧元区:制造业 PMI	55.2	54.7	54.8
英国	1 月制造业 PMI	57.5	--	54.1
欧盟	12 月欧盟:失业率(%)	7.5	--	7.5
欧盟	12 月欧元区:失业率:季调(%)	8.3	--	8.3
美国	1 月制造业 PMI	60.5	--	58.7
欧盟	第四季度欧元区:实际 GDP(初值):环比:季调(%)	12.4	0.1	-0.7
欧盟	第四季度欧元区:实际 GDP(初值):同比:季调(%)	-4.3	0.9	-5.1
欧盟	12 月欧盟:PPI:同比(%)	-1.8	--	-1
美国	1 月 ADP 就业人数:环比:季调(%)	-0.06	--	0.15

请务必阅读正文之后的免责条款部分

美国	1月非制造业PMI	57.7	--	58.7
美国	1月29日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	-9,910.00	--	-994
美国	12月耐用品:新增订单(百万美元)	233,023.00	--	253,528.00
美国	12月耐用品:新增订单:季调:环比	1.17	--	0.16
美国	1月30日当周初次申请失业金人数:季调(人)	847,000.00	--	--
美国	12月全部制造业:新增订单(百万美元)	469,891.00	--	--
美国	1月失业率:季调(%)	6.7	--	--
美国	1月新增非农就业人数:季调(千人)	-140	--	--

数据来源：Wind 南华研究

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400　8888　910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点