2021 年 02 月 28 日

景气延续回落，非制造业扰动明显

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **制造业 PMI 连续第 3 个月下行、降幅略大约可比年份同期，产需双双回落**

2 月，制造业 PMI 延续下行、低于市场预期，环比降幅大于春节时间相似的可比年份均值，产需分项也普遍回落。2 月制造业 PMI 为 50.6%，低于市场预期（50.7%），环比下降 0.7 个百分点，降幅大于春节可比年份。生产和新订单指数，分别下降 1.6 和 0.8 个百分点，产需双双回落。PMI 生产指数在 2020 年 11 月触及近 8 年高点 54.7%后，已连续第 3 个月下降；新订单指数也从高位区间下行。

对比中美 PMI 走势，疫情“错位”影响下、海内外经济也出现明显“错位”；2021 年，海外国内经济或呈“K 型”走势。2020 年下半年以来，美国制造业 PMI 趋势上行，伴随疫情逐步得到控制，海外经济活动仍处于快速恢复的通道中。海内外经济景气的分化，在商品市场也有体现：2020 年 11 月至今，原油等国际商品大幅上涨，而螺纹钢等内需相关商品则走势震荡，侧面反映了内外需的分化。

● **建筑业 PMI 大幅下降，基建、房地产等投资需求拉动项，均已经趋于下行**

2 月，建筑业 PMI 降幅明显；2020 年下半年来，新订单、业务预期等 PMI 分项趋势性下行，就地过年等短期扰动的影响仍需跟踪。2 月建筑业 PMI 为 54.7%、大幅下降 5.3 个百分点。新订单、业务活动预期 PMI 分项，则分别提高 2.2 和 14.6 个百分点，或受到就地过年、疫情收尾等因素的短期提振。从走势来看，2020 年下半年来，建筑业订单和预期指数便趋势性走弱，节后建筑链景气仍需跟踪。

从宏观指标来看，基建、房地产等前期经济修复过程中的需求拉动项，均已趋于下行。基建投资增速在 2020 年 5 月达到峰值 10.9%后，便趋势性下行，至 12 月已降至 4.2%；其中政府主导的铁路、公路等投资降幅更大，年底已降为负增长。伴随房地产调控加强，2020 年下半年土地成交走低，房地产投资增速也出现走弱迹象；年初以来，政策调控持续加码，或对房地产投资需求形成一定影响。

● **服务业 PMI 回落 0.3 个百分点，伴随疫情、春节等扰动减弱，或将逐步修复**

疫情和春节等扰动下，服务业 PMI 小幅回落；伴随各项扰动减弱，企业对服务业修复预期较好。2 月，服务业 PMI 为 50.8%、回落 0.3 个百分点。春节带来的季节性扰动及节前本土疫情等影响下，部分线下活动相关服务业受到压制，比如餐饮娱乐、旅游出行、交通运输等。但服务业业务活动预期指数为 63.2%，上升 7.9 个百分点，伴随各项短期扰动的减弱，企业对服务业的景气预期相对较好。

“后疫情”时期，全球政策“退潮”是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强。经济“错位”与信用“收缩”交织下，外需强于内需，2021 年海外国内经济或呈“K 型”走势。全球来看，10Y 美债收益率或突破 2%，加大风险资产波动。国内而言，需警惕政策“退潮”过程中，权益类资产估值压缩的风险；“紧信用”与“宽货币”背景下，长端利率债的中期下行趋势较确定。

● **风险提示：**宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-商品视角，看内外需“K 型”分化》-2021.2.22

《宏观经济专题-转债市场的逻辑》-2021.2.21

《宏观经济专题-找准流动性的“脉搏”》-2021.2.21

目 录

1、 PMI 延续回落，重申景气的高点或已出现 3
2、 疫情叠加春节扰动，服务业景气持续承压 5
3、 风险提示 7

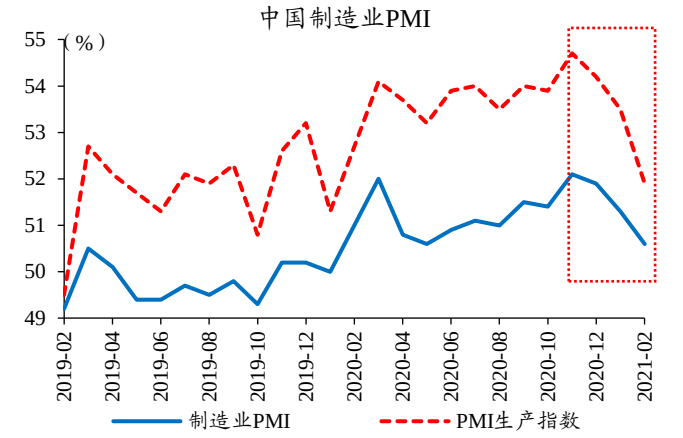
图表目录

图 1: 制造业 PMI 连续第 3 个月回落 3
图 2: 生产、需求相关的指标分项，均有所下行 3
图 3: 12 月工业增加值增速达 7.3%，为近年来较高水平 3
图 4: 社融增速拐点领先经济 2 个季度左右 3
图 5: 2020 年年中以来，基建投资增速趋势性回落 4
图 6: 2020 年年中以来，土地成交持续回落 4
图 7: 中美制造业 PMI 走势分化 4
图 8: 2020 年 11 月以来，国际商品价格大幅拉涨 4
图 9: 服务业 PMI 创下数据记录以来历史次低值 5
图 10: 建筑业 PMI 降幅超季节性 5
图 11: 疫情压制下，餐饮零售增速仍在 0 左右 5
图 12: 交通运输业受到疫情的持续影响 5
图 13: 2021 年春节，旅游出行等消费活动弱于正常年份 6
图 14: 服务业 PMI 预期相对较好 6
图 15: 跨省返乡人口约为 2019 年同期的一半 6
图 16: 建筑业新订单和预期趋势性下行 6

1、 PMI 延续回落，重申景气的高点或已出现

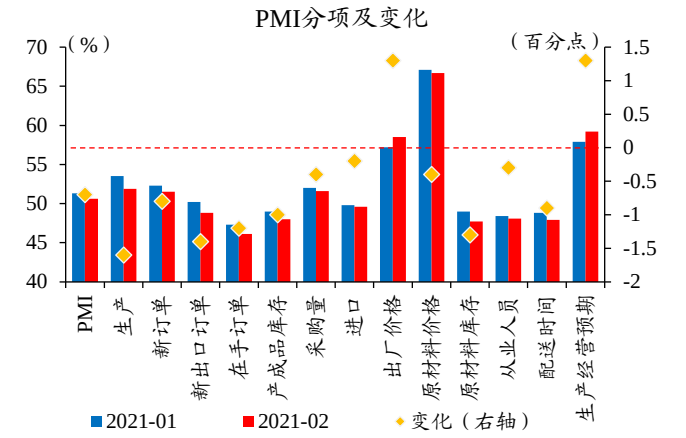
2 月，制造业 PMI 延续下行、低于市场预期，产需分项指标普遍下行。2 月 PMI 为 50.6%，低于市场预期（Wind 平均预期为 50.7%），环比下降 0.7 个百分点。历史来看，春节日期和 2021 年相近的可比年份[1]，2 月 PMI 较 1 月平均下滑 0.5 个百分点，本次降幅超季节性。主要分项来看，生产指数和新订单指数，分别为 51.9%、51.5%，较上月下降 1.6 和 0.8 个百分点，生产和需求景气双双回落。

图1：制造业 PMI 连续第 3 个月回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：生产、需求相关的指标分项，均有所下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

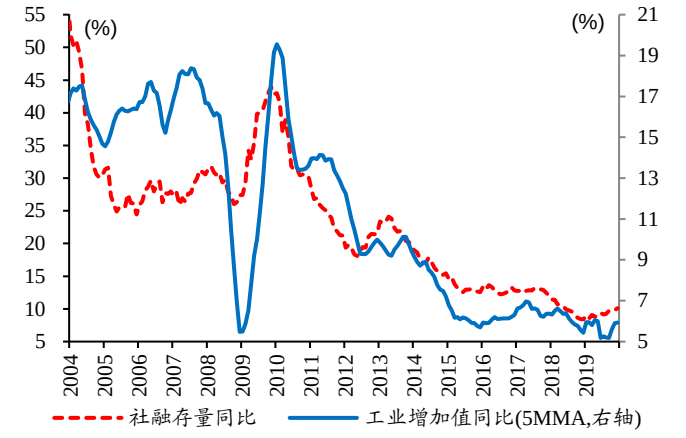
2020 年底以来，PMI 连续 3 个月下行，工业增加值等宏观指标也行至近年高位，经济高点或得到进一步确认。PMI 生产指数在 2020 年 11 月触及近 8 年来的高点 54.7%后，目前已经连续第 3 个月下降。2020 年底，工业增加值增速达 7.3%，为近年来较高水平；社融增速已连续 2 个月明显回落，经验显示，社融增速拐点领先经济 2 个季度左右。

图3：12 月工业增加值增速达 7.3%，为近年来较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：社融增速拐点领先经济 2 个季度左右

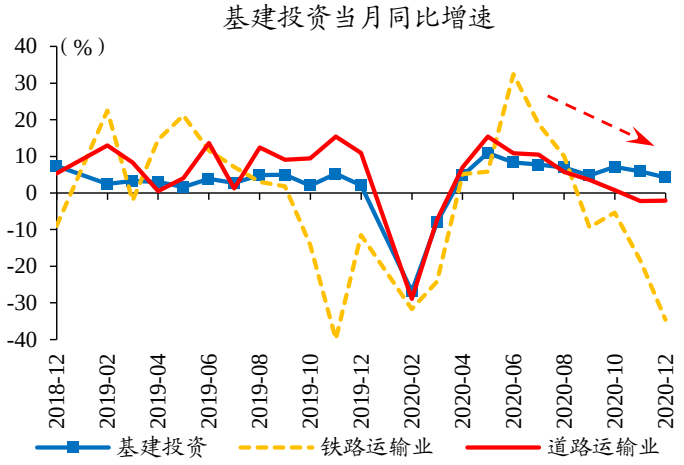


数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 2005 年、2013 年、2018 年，降幅分别为 0.2、0.3、1 个百分点。

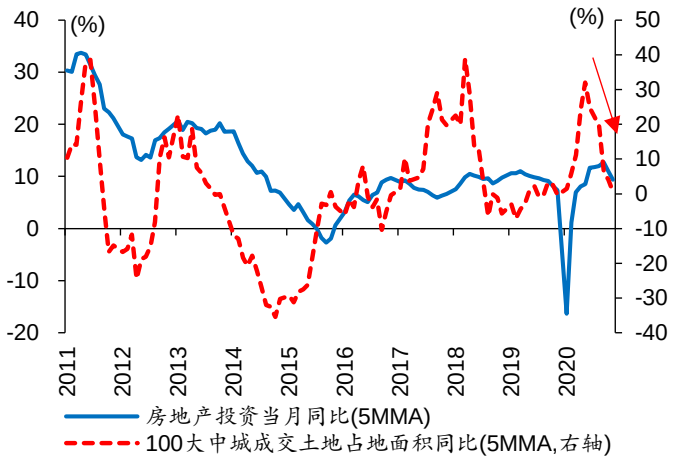
国内主要需求端，基建、房地产、汽车等前期经济修复过程中的拉动项，均趋于回落。基建链在 2020 年 5 月已见顶回落，其中政府主导的铁路、公路等投资，至年底已降为负增长；伴随地产调控加强，土地成交持续回落，投资也已现走弱迹象。汽车的生产和消费，在 2020 年 7 月达到高点后逐步回落，汽车销售增速年底出现加速下滑。总体来看，需求端的拉动力量减弱迹象明显。

图5：2020 年年中以来，基建投资增速趋势性回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

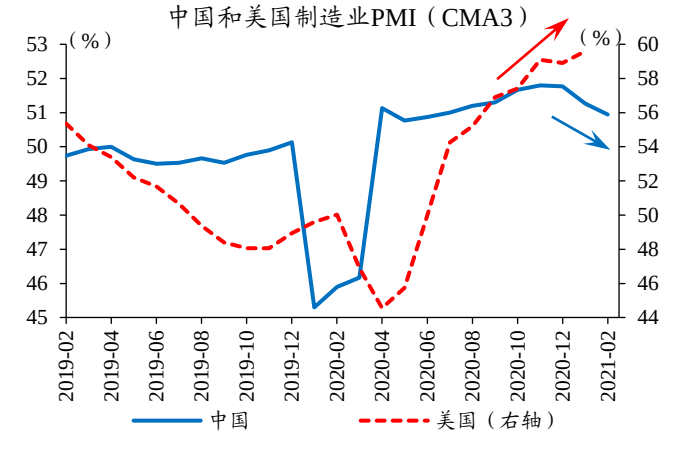
图6：2020 年年中以来，土地成交持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

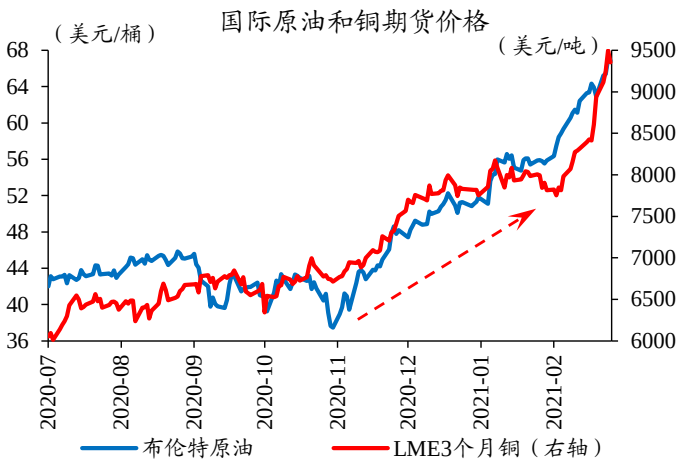
疫情“错位”影响下，海内外经济也出现明显“错位”，海外国内经济或呈“K型”走势。2021 年 1 月，美国制造业 PMI 达 58.7%，处于较高景气区间。2020 年下半年以来，美国经济景气便持续抬升；伴随疫苗加速推广、疫情逐步控制，经济活动仍在快速恢复通道中。商品市场对此也有侧面验证：2020 年 11 月以来，和海外需求密切相关的国际商品价格大涨，原油和铜分别最高上涨 79%和 41.5%（截至 2 月 25 日）；内需相关的商品，如螺纹钢和玻璃，12 月中旬以来行情震荡，折射了国内外需求的分化。

图7：中美制造业 PMI 走势分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年 11 月以来，国际商品价格大幅拉涨

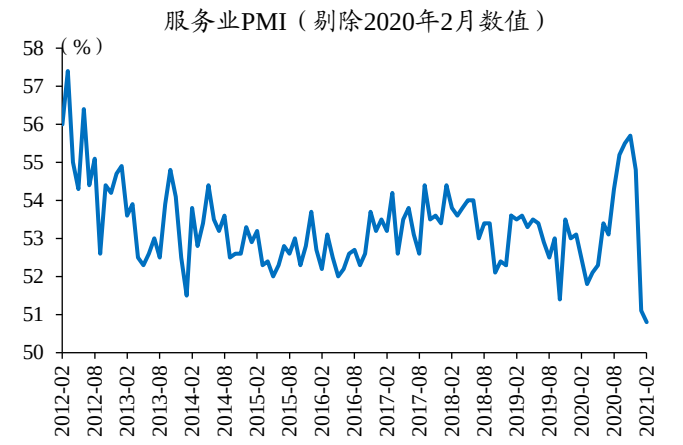


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 疫情叠加春节扰动，服务业景气持续承压

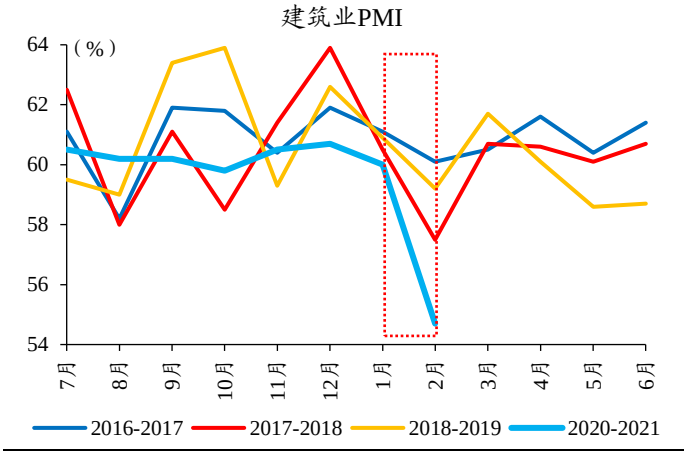
2 月，非制造业延续下行，服务业 PMI 创下除疫情期间外的历史低位，建筑业 PMI 降幅也大于季节性。非制造业 PMI 为 51.4%，较 1 月下降 1 个百分点、连续第 3 个月回落。其中，服务业 PMI 降至 50.8%，进一步回落 0.3 个百分点，为除了疫情当月（2020 年 2 月）的历史低位。2 月建筑业 PMI 为 54.7%、超季节性下降 5.3 个百分点、降幅明显。

图9：服务业 PMI 创下数据记录以来历史次低值



数据来源：Wind、开源证券研究所

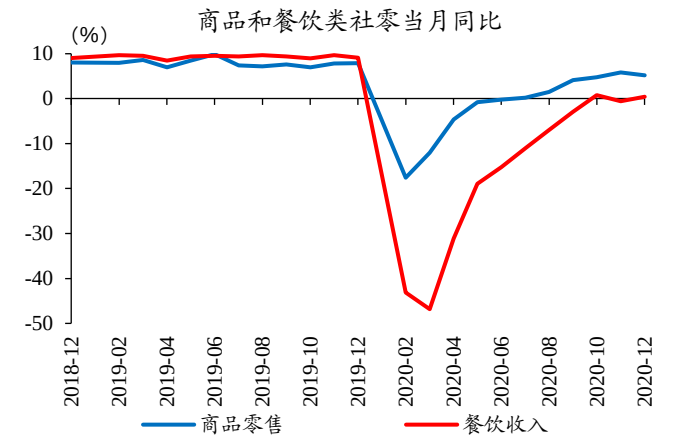
图10：建筑业 PMI 降幅超季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

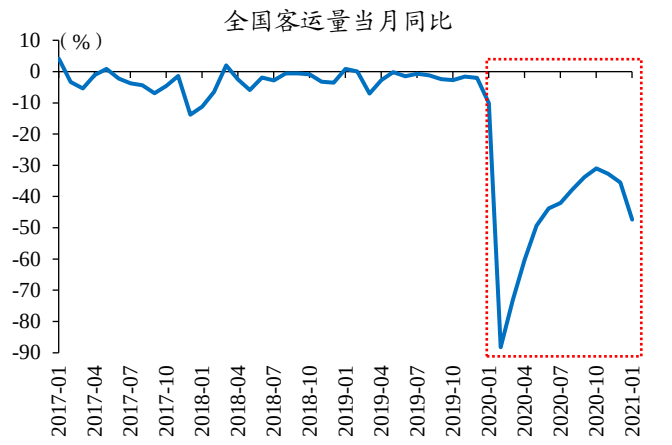
疫情和春节等扰动下，服务业 PMI 小幅回落；伴随各项扰动减弱，企业对服务业修复预期较好。疫情对部分服务业形成了持续压制，比如 2020 年 4 季度，餐饮类消费品零售额基本 0 增长，较疫情前增速降幅近 10 个百分点；春运期间（截至 2 月 26 日），旅客累计发送量较 2019 年同期降幅约 75%，春节假期，旅游收入较 2019 年降幅超 40%。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 63.2%，上升 7.9 个百分点，伴随节前疫情的扰动减弱，企业对服务业景气预期较好。

图11：疫情压制下，餐饮零售增速仍在 0 左右



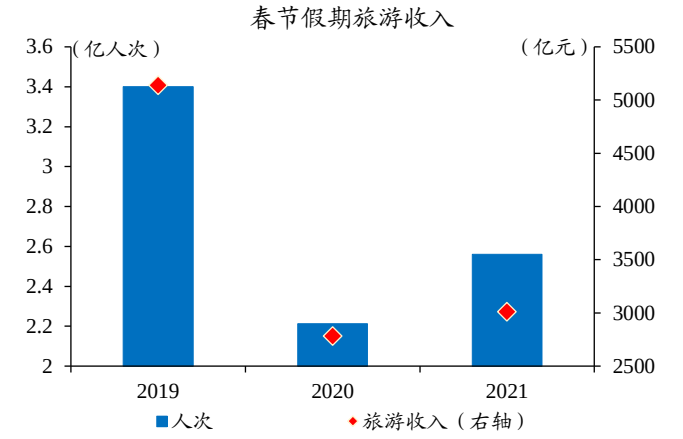
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：交通运输业受到疫情的持续影响



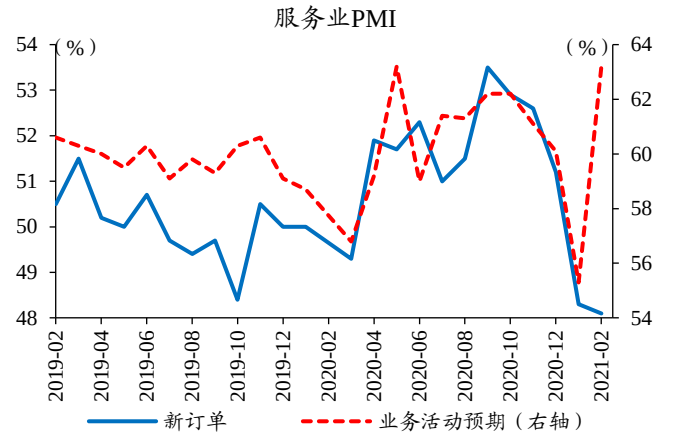
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2021 年春节，旅游出行等消费活动弱于正常年份



数据来源：Wind、开源证券研究所

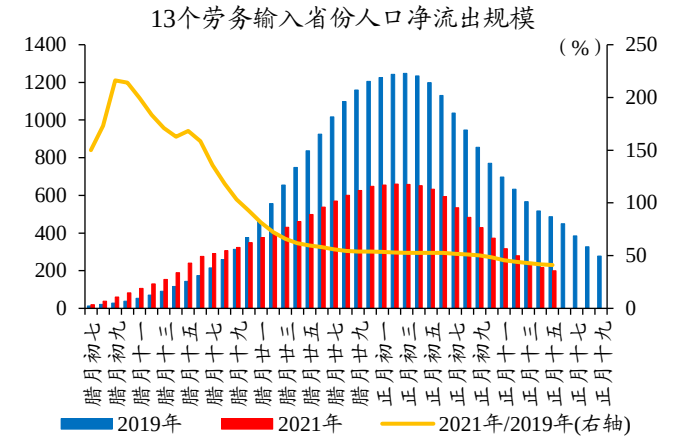
图14：服务业 PMI 预期相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

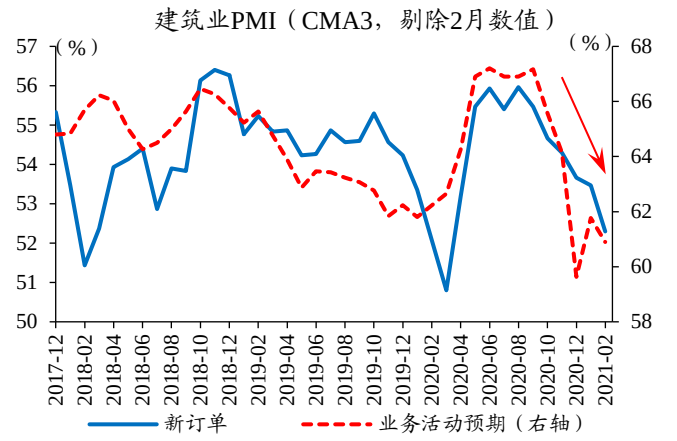
2 月，建筑业 PMI 降幅明显；2020 年下半年来，新订单、业务预期等 PMI 分项趋势性下行，就地过年等短期扰动的影响仍需跟踪。2 月建筑业 PMI（商务活动指数）下降 5.3 个百分点，而新订单、业务活动预期 PMI 分别提高 2.2 和 14.6 个百分点，走势均超季节性。伴随 1 月份国内本土疫情的收尾，建筑业的预期或有所修复；就地过年政策下，劳工输入省份返乡人口，仅为正常年份的一半，对节后复工预期也形成一定支撑。但趋势上来看，2020 年下半年，建筑业预期和订单持续回落，短期因素的扰动程度，仍需进一步跟踪。

图15：跨省返乡人口约为 2019 年同期的一半



数据来源：百度迁徙、开源证券研究所

图16：建筑业新订单和预期趋势性下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申开源宏观观点：随着疫情影响减弱，全球性的政策“退潮”，是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强。经济“错位”与信用“收缩”交织下，外需强于内需，2021 年海外国内经济或呈“K 型”走势。全球来看，10Y 美债收益率或突破 2%，加大风险资产波动。对于中国而言，需要警惕政策“退潮”过程中，权益类资产估值压缩的风险；“紧信用”与“宽货币”背景下，长端利率债的中期下行趋势较为确定。

3、 风险提示

宏观经济或监管政策出现超预期变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn