中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观点评报告

2021-02-01

需求顶点或已出现，但回落会较缓慢

——1 月 PMI 点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

1 月份制造业 PMI 明显回落，内需与外需的增长均明显放缓。我们认为需求顶点或已出现。一是由超额储蓄释放和报复性消费推动的美欧消费增长已经达到峰值；二是海外订单转移到我国的过程可能接近尾声；三是我国内需的修复接近完成，进一步增长空间减少。不过在全球经济修复背景下，需求回落会相对缓慢。1 月份非制造业 PMI 大幅回落 3.3 个百分点，国内疫情加剧对生活性服务业的抑制相当显著，而制造业增长放缓拖累生产性服务业。疫情消退之后，生活性服务业会明显修复。



摘要：

事件：1 月份中国制造业 PMI 为 51.3，预期 51.3，前值 51.9；非制造业商务活动指数为 52.4，前值 55.7。

点评：

1）制造业 PMI 明显回落，需求顶点或已出现，但在全球经济修复背景下，需求回落相对缓慢。1 月份制造业 PMI 回落 0.6 至 51.3，连续 2 个月回落。各分项指标中，生产、新订单、新出口订单指数分别回落 0.7、1.3、1.1 个百分点，而且订单指数的回落幅度明显大于生产指数，这导致产成品库存相对累积，产成品库存指数大幅提高 2.8 个百分点至 49.0。总的来讲，制造业 PMI 显示内需与外需的增长均明显放缓。这有三个原因。一是由超额储蓄释放和报复性消费推动的美欧消费的增长在去年四季度已经达到峰值，对我国出口的带动难以为继；二是海外订单转移到我国的过程已经接近尾声，这也使得我国出口增长难以继续扩张；三是我国内需的修复接近完成，进一步增长空间减少。我们认为制造业需求顶点可能已经出现，但在全球经济修复背景下，需求回落相对缓慢。

2）疫情显著抑制生活性服务，制造业增长放缓拖累生产性服务。1 月份，非制造业 PMI 商务活动指数为 52.4，较前值大幅回落 3.3 个百分点。新订单指数亦大幅回落 3.2 至 48.7，并低于临界水平，非制造业需求明显走弱。其中，生产性服务业和生活性服务业商务活动指数分别为 56.2 和 49.1，低于上月 2.0 和 6.3 个百分点。国内疫情的加剧对生活性服务业的抑制相当显著；由于制造业增长放缓，生产性服务业也受到拖累。前者是暂时的，而后者是趋势性的。

3）综合 PMI 产出指数明显回落。1 月份综合 PMI 产出指数为 52.8%，回落 2.3 个百分点。非制造业 PMI 的回落大部分是暂时的，综合产出 PMI 即便回落也不会很快。

风险提示：国内政策收紧、中美关系恶化

宏观研究团队

研究员：
张革
021-60812988
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要：.....1
一、制造业 PMI 明显回落，需求顶点或已出现.....3
二、疫情显著抑制生活性服务，制造业增长放缓拖累生产性服务.....6
（一）非制造业 PMI.....6
（二）服务业 PMI.....7
（三）建筑业 PMI.....8
三、综合 PMI 产出指数明显回落.....9
免责声明.....10

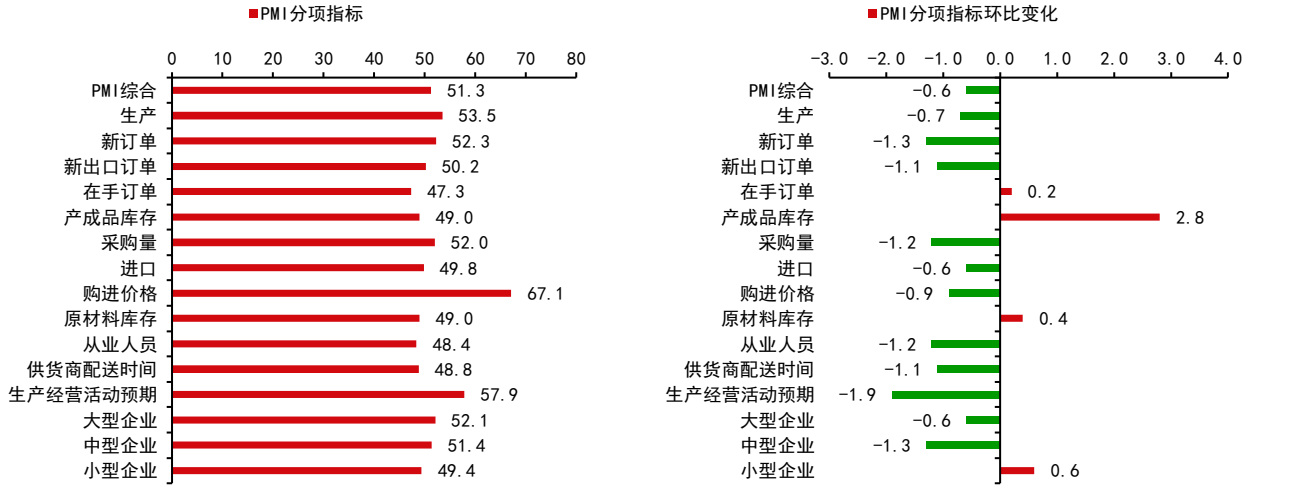
图目录

图表 1： 制造业 PMI 分项指标及其环比变化.....3
图表 2： 制造业 PMI 大型企业、中型企业和小型企业指数.....3
图表 3： 制造业 PMI 综合指数.....4
图表 4： 历年各月制造业 PMI 综合指数.....4
图表 5： 制造业 PMI 新订单指数.....4
图表 6： 历年各月制造业 PMI 新订单指数.....4
图表 7： 制造业 PMI 新出口订单指数.....4
图表 8： 历年各月制造业 PMI 新出口订单指数.....4
图表 9： 制造业 PMI 生产指数.....5
图表 10： 历年各月制造业 PMI 生产指数.....5
图表 11： 制造业 PMI 产成品及原材料库存指数.....5
图表 12： PMI 从业人员指数.....5
图表 13： 非制造业 PMI 主要分项.....6
图表 14： 非制造业 PMI 主要分项的环比变化.....6
图表 15： 非制造业 PMI 商务活动、新订单及新出口订单.....6
图表 16： 非制造业 PMI 投入品价格、销售价格及从业人员.....6
图表 17： 服务业 PMI 主要分项.....7
图表 18： 服务业 PMI 主要分项的环比变化.....7
图表 19： 服务业 PMI 商务活动、新订单及从业人员指数.....7
图表 20： 服务业 PMI 投入品价格、销售价格及业务活动预期.....7
图表 21： 建筑业 PMI 主要分项.....8
图表 22： 建筑业 PMI 主要分项的环比变化.....8
图表 23： 建筑业 PMI 商务活动、新订单及从业人员指数.....8
图表 24： 建筑业 PMI 投入品价格、销售价格及业务活动预期.....8
图表 25： 中国综合 PMI 产出指数.....9

一、制造业 PMI 明显回落，需求顶点或已出现

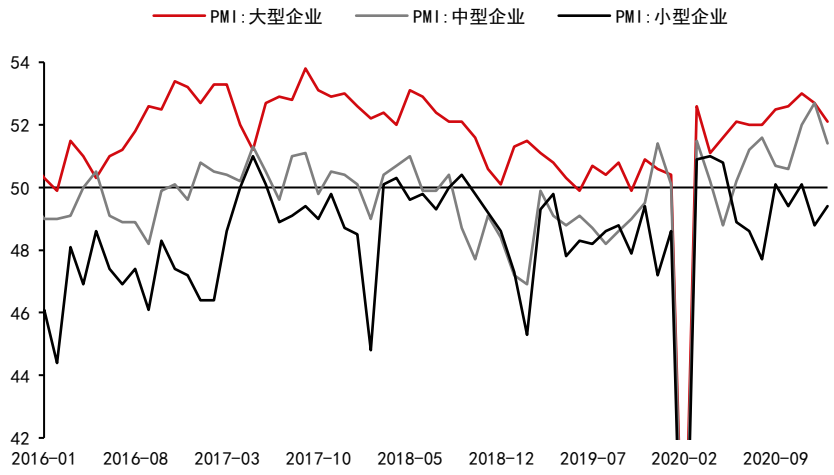
1 月份制造业 PMI 为 51.3，低于前值 51.9，符合市场预期。各分项指标中，生产、新订单、新出口订单指数分别回落 0.7、1.3、1.1 个百分点，回落幅度均较大，而且订单指数的回落幅度明显大于生产指数，这导致产成品库存相对累积，产成品库存指数大幅提高 2.8 个百分点至 49.0。总的来讲，制造业 PMI 显示内需与外需的增长均明显放缓。我们认为这有三个原因。一是由超额储蓄释放和报复性消费推动的美欧消费的增长在去年四季度已经达到峰值，对我国出口的带动难以为继；二是海外订单转移到我国的过程已经接近尾声，这也使得我国出口增长难以继续扩张；三是我国内需的修复接近完成，进一步增长空间减少。**我们认为制造业需求顶点可能已经出现，但在全球经济修复背景下，需求回落相对缓慢。**

图表1： 制造业 PMI 分项指标及其环比变化



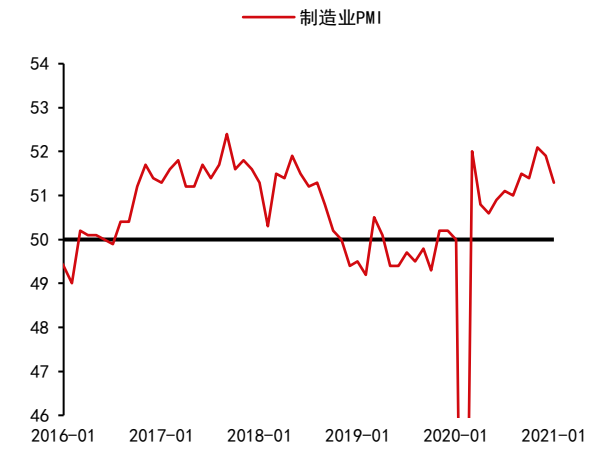
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2： 制造业 PMI 大型企业、中型企业和小型企业指数



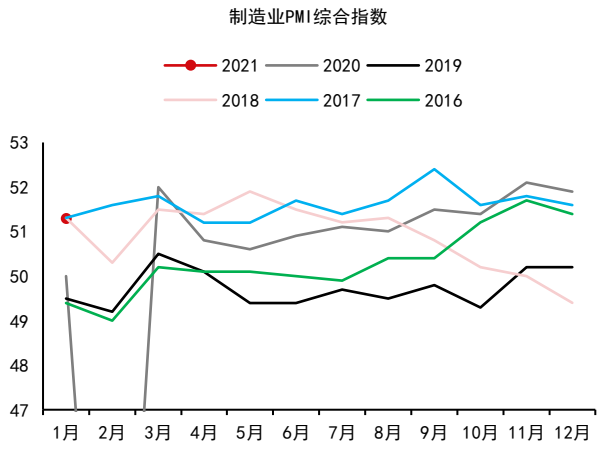
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表3： 制造业 PMI 综合指数



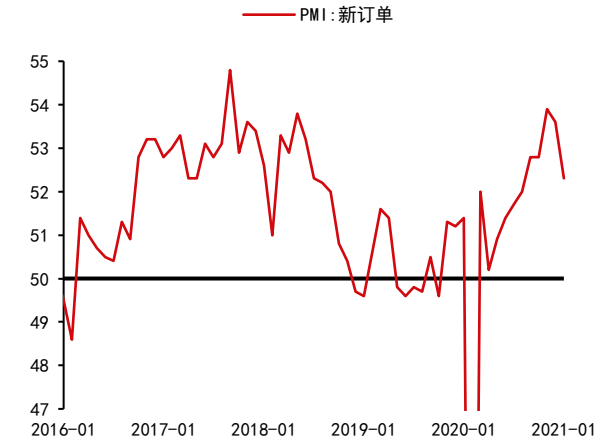
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 历年各月制造业 PMI 综合指数



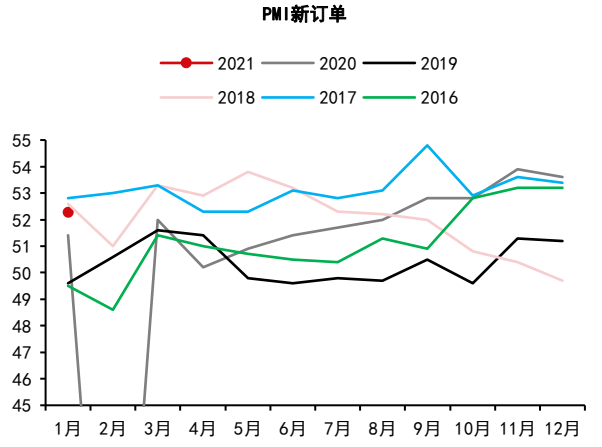
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 制造业 PMI 新订单指数



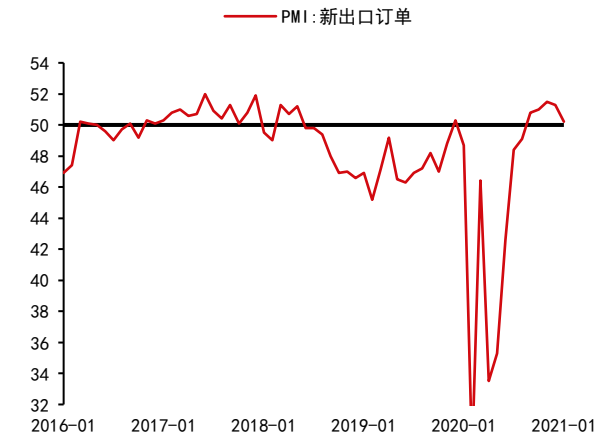
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表6： 历年各月制造业 PMI 新订单指数



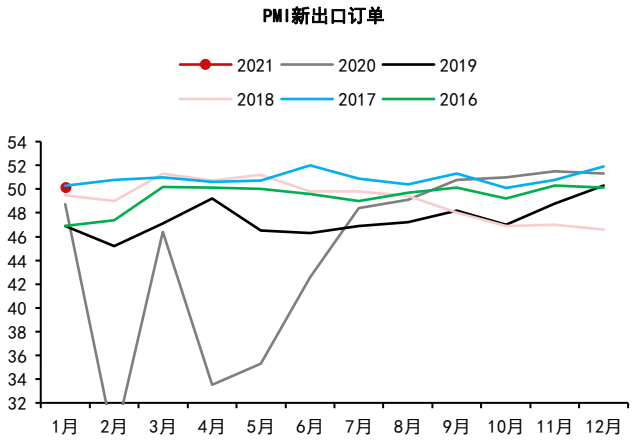
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7： 制造业 PMI 新出口订单指数



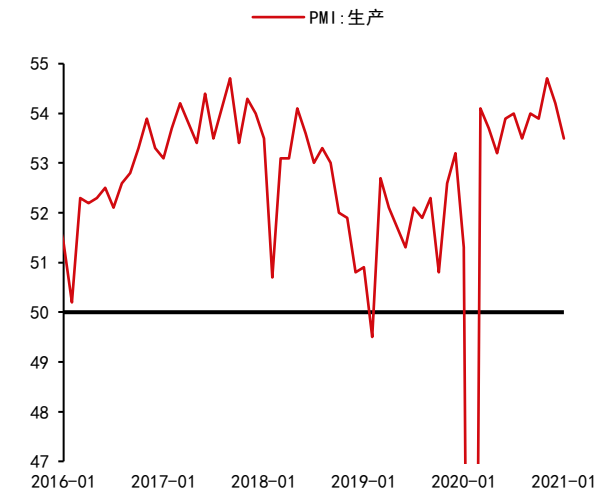
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表8： 历年各月制造业 PMI 新出口订单指数



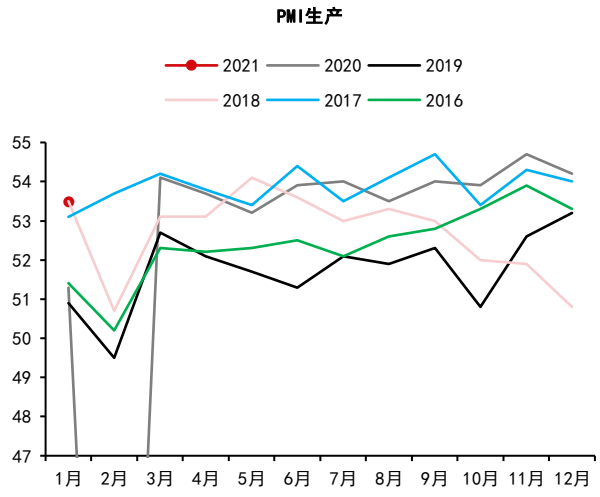
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9： 制造业 PMI 生产指数



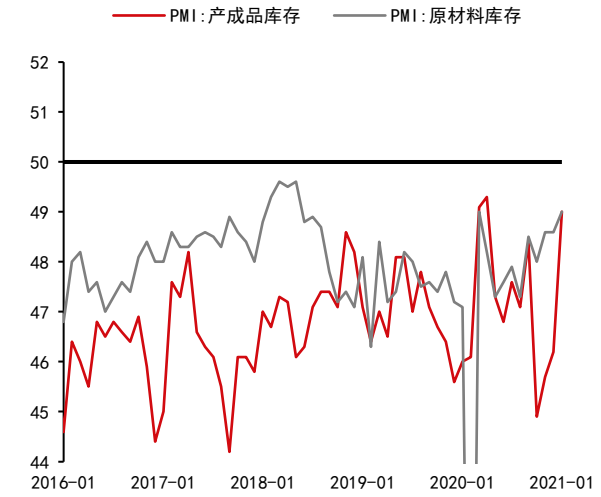
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表10： 历年各月制造业 PMI 生产指数



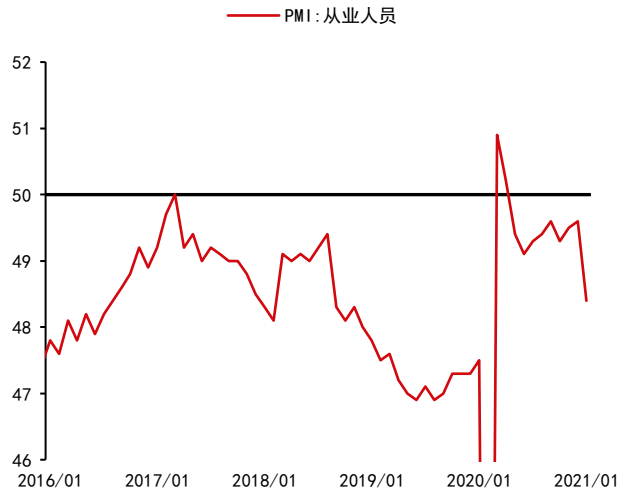
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11： 制造业 PMI 产成品及原材料库存指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12： PMI 从业人员指数



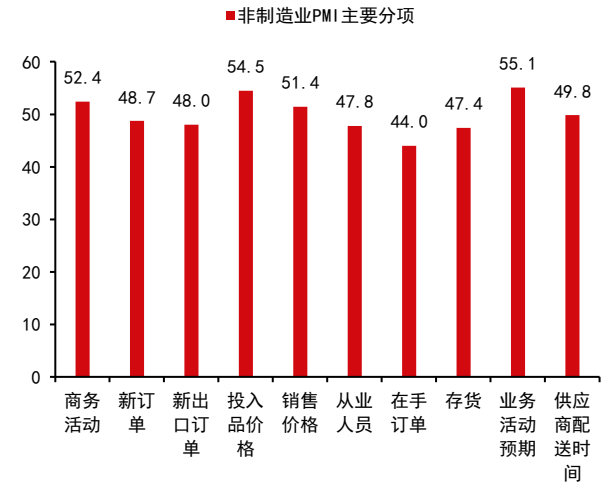
资料来源：Wind 中信期货研究部

二、疫情显著抑制生活性服务，制造业增长放缓拖累生产性服务

（一）非制造业 PMI

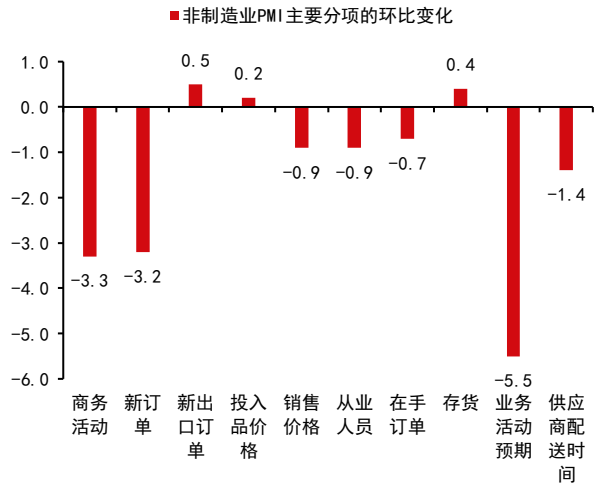
1 月份，非制造业 PMI 商务活动指数为 52.4，较前值大幅回落 3.3 个百分点。新订单指数亦大幅回落 3.2 至 48.7，并低于临界水平，非制造业需求明显走弱。其中，生产性服务业和生活性服务业商务活动指数分别为 56.2 和 49.1，低于上月 2.0 和 6.3 个百分点。**国内疫情的加剧对生活性服务业的抑制相当显著；由于制造业增长放缓，生产性服务业也受到拖累。前者是暂时的，而后者是趋势性的。**

图表13： 非制造业 PMI 主要分项



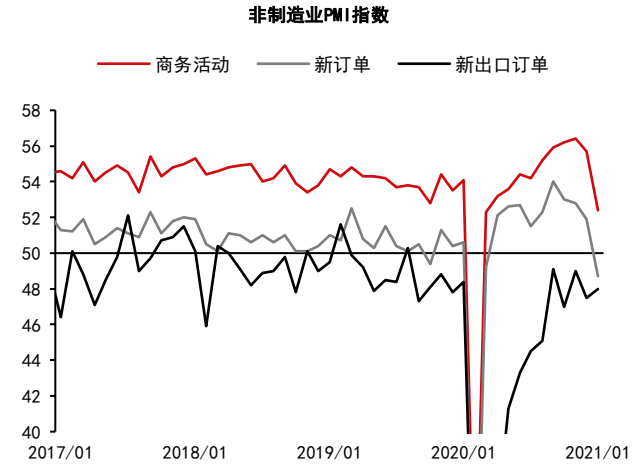
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表14： 非制造业 PMI 主要分项的环比变化



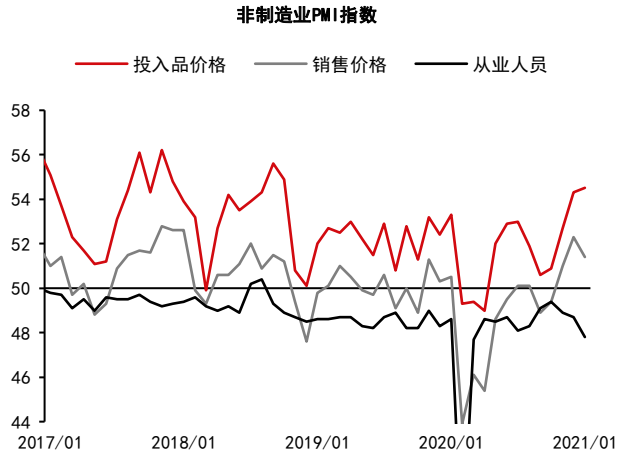
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15： 非制造业 PMI 商务活动、新订单及新出口订单



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表16： 非制造业 PMI 投入品价格、销售价格及从业人员

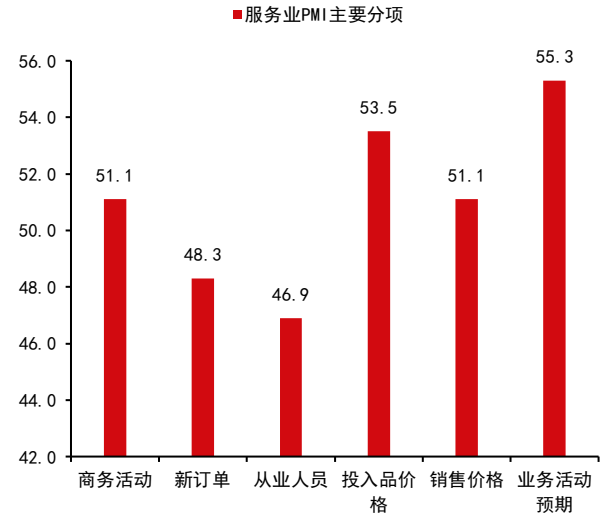


资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）服务业 PMI

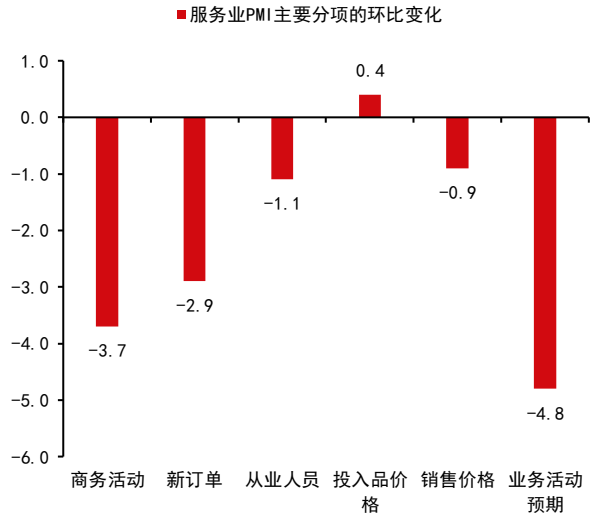
1 月份，服务业商务活动指数为 51.1，大幅回落 3.7 个百分点，并明显低于近几年的正常水平。新订单指数回落 2.9 个百分点至 48.3，并低于临界水平，需求明显走弱。统计局表示，本月住宿、餐饮、文化体育娱乐、居民服务等接触式、聚集性消费行业商务活动指数回落幅度较为明显，均位于收缩区间。这说明**服务业 PMI 的大幅回落主要因为国内疫情扩散对服务业的抑制加大。未来随着疫情的消退，服务业将有所修复**。

图表17： 服务业 PMI 主要分项



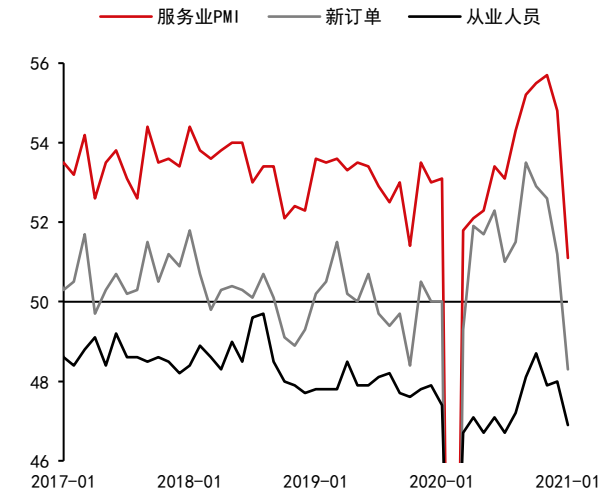
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表18： 服务业 PMI 主要分项的环比变化



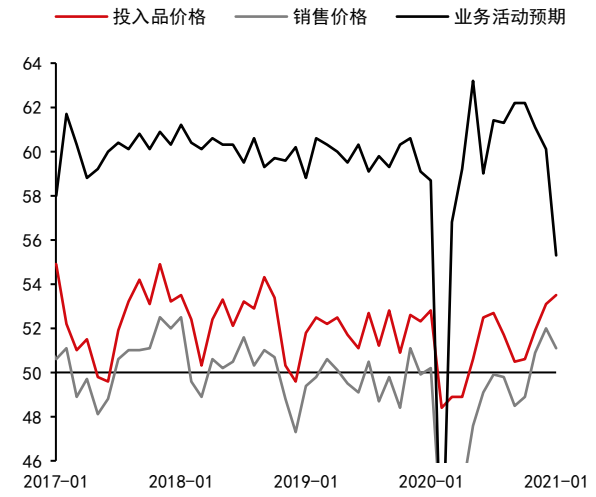
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表19： 服务业 PMI 商务活动、新订单及从业人员指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表20： 服务业 PMI 投入品价格、销售价格及业务活动预期

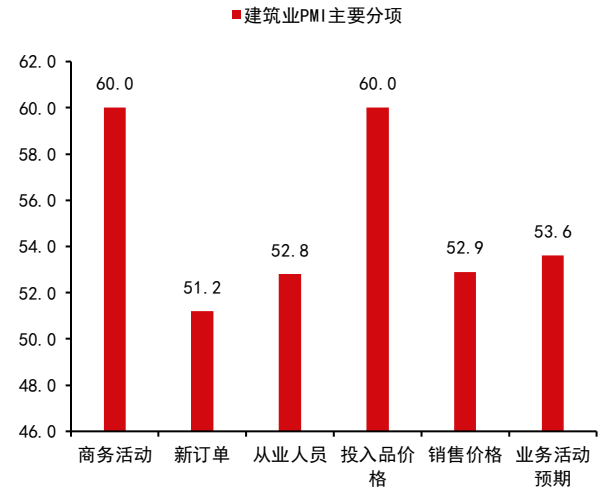


资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）建筑业 PMI

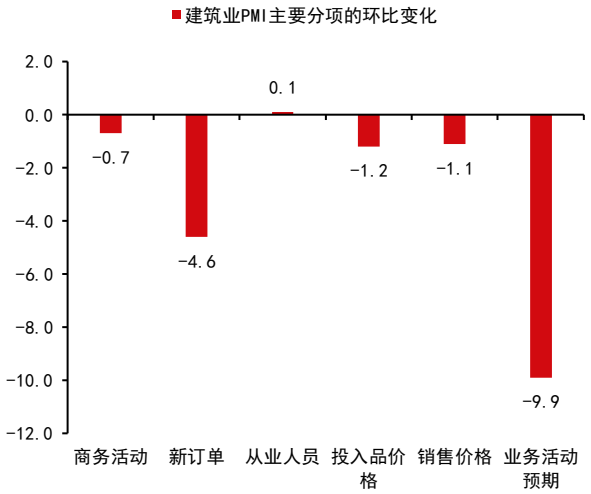
1 月份，建筑业商务活动指数为 60.0，较上月回落 0.7 个百分点。新订单指数大幅回落 4.6 个百分点至 51.2。1 月份寒潮对建筑业需求有一定的负面影响。临近春节，需求也会季节性走弱。**节后复工之后，建筑业将有所修复**。

图表21： 建筑业 PMI 主要分项



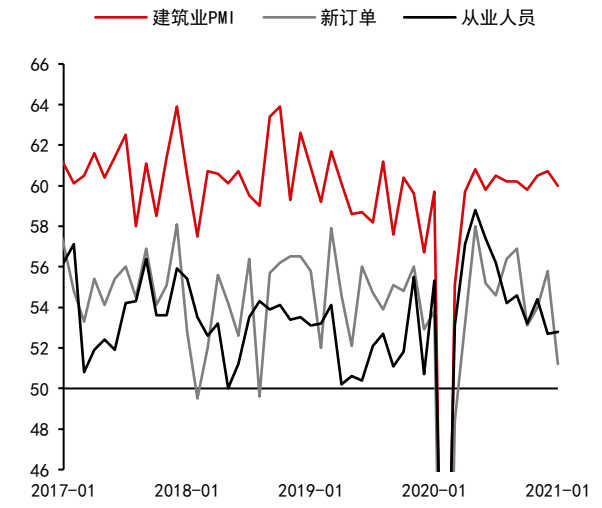
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表22： 建筑业 PMI 主要分项的环比变化



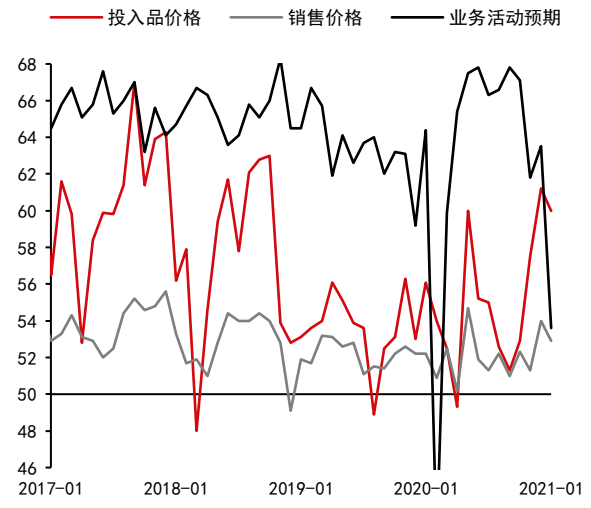
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表23： 建筑业 PMI 商务活动、新订单及从业人员指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表24： 建筑业 PMI 投入品价格、销售价格及业务活动预期

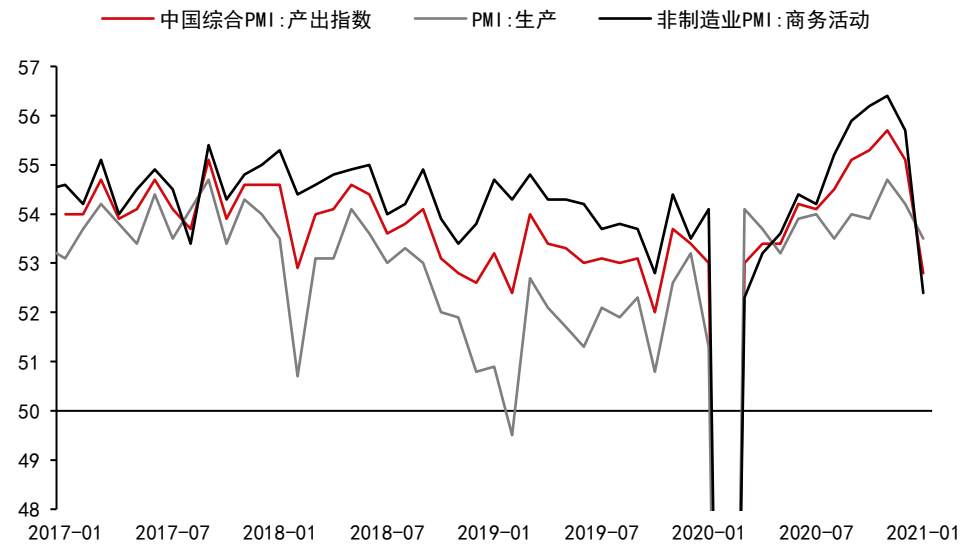


资料来源：Wind 中信期货研究部

三、综合 PMI 产出指数明显回落

1 月份，综合 PMI 产出指数为 52.8%，较上月回落 2.3 个百分点，其中制造业生产指数与非制造业商务活动指数分别回落 0.6、3.3 个百分点。其中，非制造业 PMI 的回落大部分是暂时的。剔除掉短期因素，综合产出即便回落也不会很快。

图表25： 中国综合 PMI 产出指数



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任 何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com