2021 年 01 月 31 日

证券研究报告•宏观简评报告

数据点评

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

产需扩张力度回落，谁的锅？

摘要

原材料价格上涨、国内散点疫情，再加上天气因素影响 1 月 PMI，制造业和非制造业 PMI 都有所放缓，但仍处于扩张区间，随着国内疫情稳定、天气转好，预计我国制造业将保持稳定复苏态势。

- **产需两端扩张力度继续回落，小型企业逆势回升。**1 月制造业生产指数和新订单指数分别为 53.5%和 52.3%，尽管继续保持在扩张区间，但已连续两个月呈现下降态势，且 1 月降幅较 12 月进一步扩大。从企业类型看，小型企业生产指数和新订单指数分别逆势回升至 51.4%和 49.4%，定向扶持政策提振企业信心；从行业来看，消费品、有色金属冶炼及压延加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业产需状况较好；纺织、化学原料及化学制品等行业生产与新订单指数均位于临界点以下。

- **价格指数仍处高位，企业被动补库。**1 月份，大宗商品的价格维持上涨态势，其中钢铁类、能源类、矿产类和农产品类价格上升明显；加之春节的节日效应，市场需求有所增加，带动制造业原材料采购价格和产成品销售价格上涨。1 月主要原材料购进价格和出厂价格分别为 67.1%和 57.2%，均处于高位。1 月，原材料库存指数和产成品库存指数均出现回升，企业原材料成本和用工成本增加，加之需求端继续走弱，经济动能有所减弱，企业被动补库存。

- **进出口景气度回落，但通信电子设备等行业势头向好。**由于前期圣诞季海外需求集中释放，叠加全球疫情持续蔓延等因素，1 月新出口订单指数和进口指数分别为 50.2%和 49.8%，较 2020 年 12 月分别下降 1.1 和 0.6 个百分点，同样已连续两个月呈现下降态势，且 1 月降幅较 12 月进一步扩大。但小型企业进口指数和中型企业新出口订单指数均回升至年内较高点。从行业来看，农副食品加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业外贸业务表现较好，相关产业在国际产业链中的影响力和融合度进一步提高。

- **非制造业 PMI：扩张放缓明显，主要受服务业拖累。**2021 年 1 月，非制造业商务活动指数继续回落 3.3 个百分点至 52.4%。分行业看，受冬季低温天气及春节假日临近等因素影响，建筑业高位回落；持续受到国内散点疫情的影响，服务业景气度下降明显，且生活性服务业如餐饮受冲击更大。受国内疫情影响，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，服务业市场需求有所减弱影响，但企业经营成本压力加大，且成本转嫁能力较弱，多重因素导致服务业表现不佳。

- **风险提示：**海内外疫情持续、外需恢复不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡

执业证号：S1250520060001

电话：010-58251911

邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：王润梦

电话：010-58251904

邮箱：wangrm@swsc.com.cn

相关研究

1. 国内流动性不转向，美鸽声嘹亮下经济萎缩 (2021-01-29)
2. 数字经济时代的新起点——2021 新基建投资方向新解 (2021-01-26)
3. 2021 宏观政策平稳过渡，拜登上台挑战重重 (2021-01-22)
4. 蓝色浪潮下的“两个”美国，且看拜登“百日谈” (2021-01-21)
5. 100 万亿捷报背后：扩内需仍待加力 (2021-01-18)
6. 流动性要收紧？鲍威尔如是说 (2021-01-15)
7. 出口强势延续，特殊贸易方式成长较快 (2021-01-14)
8. 牛市+严监管，社融结构多有变 (2021-01-13)
9. 核心 CPI 创新低，PPI 回升加速能持续多久？ (2021-01-11)
10. 起飞的下沉消费，与疯狂的比特币 (2021-01-08)

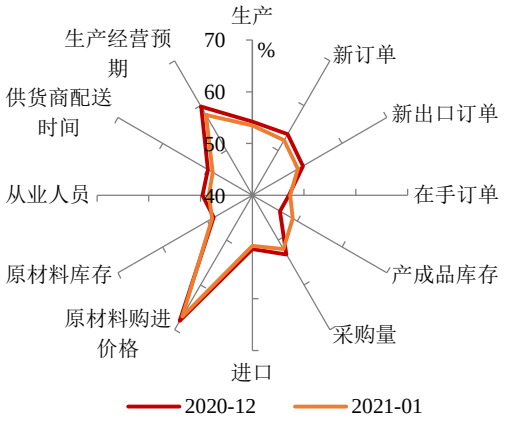
由于局部聚集性疫情，部分企业生产经营受到一定影响，2021 年 1 月，中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 51.3%、52.4%和 52.8%，较 2020 年 12 月回落 0.6、3.3 和 2.3 个百分点，但仍继续保持在荣枯线以上。春节前后是我国制造业传统淡季，制造业 PMI 有小幅回落，预计此后仍将保持稳定复苏态势。1 月非制造业 PMI，尤其服务业商务活动指数回落较多，疫情影响显著。

1 产需两端继续回落，小型企业逆势回升

1 月制造业生产指数和新订单指数分别为 53.5%和 52.3%，较 12 月回落 0.7 和 1.3 个百分点，尽管继续保持在扩张区间，但已连续两个月呈现下降态势，且 1 月降幅较 12 月进一步扩大（2020 年 12 月生产指数和新订单指数分别较 11 月回落 0.5 和 0.3 个百分点）。**但小型企业复苏态势向好。**1 月，大、中型企业 PMI 分别为 52.1%、51.4%，虽连续高于临界点，但比 12 月分别回落 0.6、1.3 个百分点，小型企业 PMI 为 49.4%，较 12 月回升 0.6 个百分点。从分项指标看，1 月小型企业生产指数和新订单指数分别上升 2.2 和 0.9 个百分点至 51.4%和 49.4%，尽管新订单指数仍处于临界点以下，但考虑到大中型企业生产指数和新订单指数均出现一定程度回落，在流动性短期收紧，原材料价格持续高位运行（主要原材料购进价格指数 67.1%），海外疫情持续高位且订单高峰已过的情况下，小型企业产需状况能够实现逆势回升已经实属不易，也体现出金融支持小微企业政策的进一步落地成效显著。

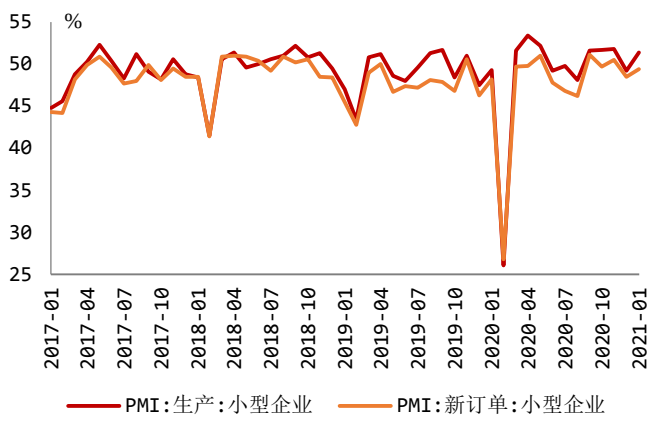
从行业情况看，消费品行业市场需求释放明显。1 月消费品行业生产指数和新订单指数分别为 54.1%和 55.2%，分别较 2020 年 12 月上升 1.5 和 4.3 个百分点，有色金属冶炼及压延加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数也均高于 56.0%，纺织、化学原料及化学制品等行业两个指数则均位于临界点以下，产需有所回落；显示出一方面随着春节假日临近，与居民消费密切相关的消费品行业市场需求释放明显，企业生产活动较为活跃；另一方面，制造业各行业景气程度进一步分化，电子设备和纺织原料等行业产需状况的差异在进出口景气程度上也有所体现。

图 1：PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：1 月小型企业生产指数和新订单指数逆势回升

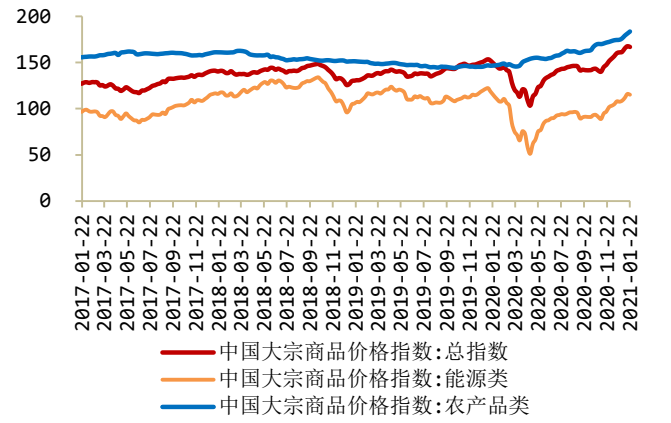


数据来源：wind、西南证券整理

2 价格指数仍处高位，企业被动补库

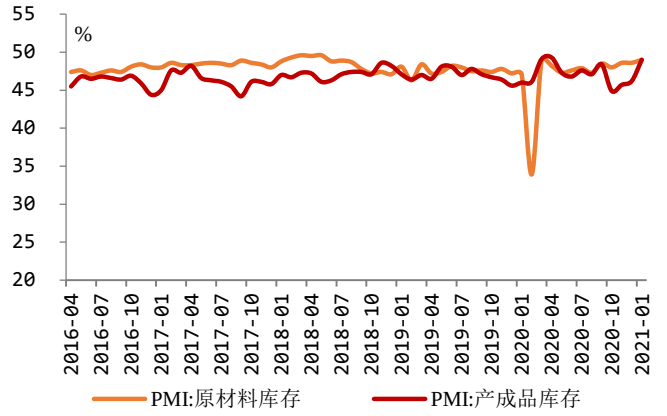
1 月份，主要大宗商品价格维持上涨态势，其中钢铁类、能源类、矿产类和农产品类价格上涨明显；加之节日效应，市场需求有所增加，带动制造业原材料采购价格和产成品销售价格上涨。1 月主要原材料购进价格和出厂价格分别为 67.1%和 57.2%，虽较 2020 年 12 月回落 0.9 和 1.7 个百分点，但仍位于近一年的第二高位。从行业情况看，上游产品价格上涨显著，农副食品加工、石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等上游行业的两个价格指数均高于 70.0%。1 月，原材料库存指数 49%，回升 0.4 个百分点；产成品库存指数 49%，回升 2.8 个百分点。临近春节，原材料成本和企业用工成本增加，加剧了企业成本压力，加之需求端继续走弱，经济动能有所减弱，企业被动补库存。

图 3：大宗商品价格上涨



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：原材料库存和产成品库存上升



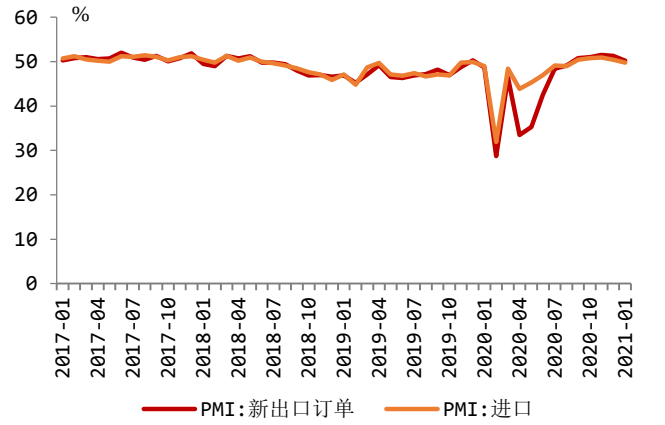
数据来源：wind、西南证券整理

3 进出口景气度回落，但通信电子设备等行业势头向好

1 月新出口订单指数和进口指数分别为 50.2%和 49.8%，较 2020 年 12 月分别回落 1.1 和 0.6 个百分点，同样已连续两个月呈现下降态势，且 1 月降幅较 12 月进一步扩大（2020 年 12 月新出口订单指数和进口指数分别较 11 月回落 0.2 和 0.5 个百分点）。**从企业类型看，中型企业新出口订单增多，小型企业进口恢复明显。**1 月小型企业进口指数上升 3.5 个百分点至 53.9%，已经接近年内最高水平，相比之下，大型企业和中型企业的进口指数分别较 12 月下降 0.7 和 1.8 个百分点至 49%和 50.7%；出口来看，由于前期圣诞季海外需求集中释放，叠加全球疫情持续蔓延等因素，部分企业外贸订单有所减少，大型企业和小型企业新出口订单指数分别下降 1.9 和 2.9 个百分点至 50.2%和 45.4%，但中型企业新出口订单指数上升 1.3 个百分点至 51.9%，达到年内次高点。

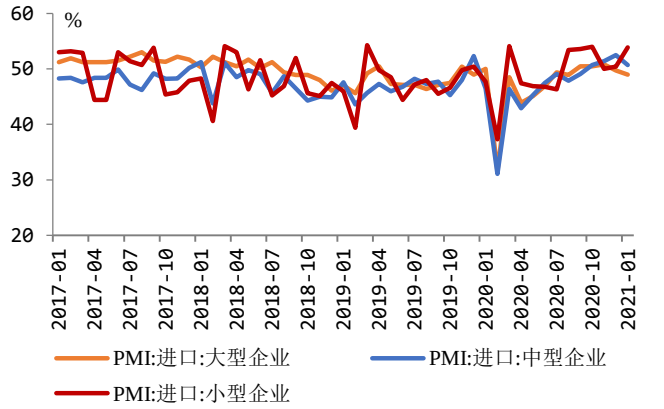
从行业来看，农副食品加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业新出口订单指数和进口指数均位于 51.0%以上，反映出这些行业的外贸业务有所增加。在全球防疫形势依然严峻的大背景下，我国通信电子设备等行业进出口景气程度的稳定回暖体现出了我国相关产业在国际产业链中的影响力和融合度进一步提高。

图 5：制造业进出口景气度继续回落



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：小型企业进口指数表现较好



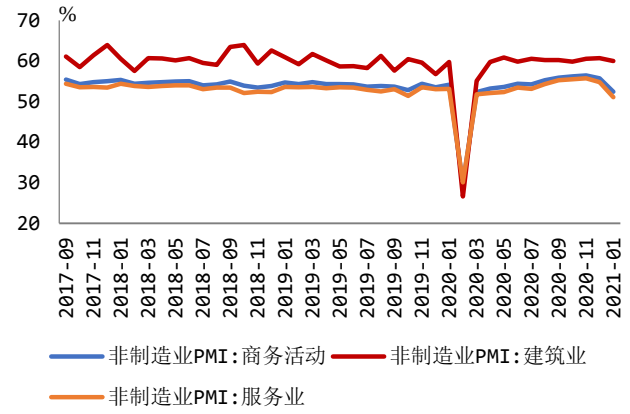
数据来源：wind、西南证券整理

4 非制造业 PMI 扩张放缓明显，主要受服务业拖累

非制造业稳步复苏势头继续放缓。继 2020 年 12 月非制造业商务活动指数回落 0.7 个百分点后，2021 年 1 月，非制造业商务活动指数继续回落 3.3 个百分点，为 52.4%。分行业看，建筑业高位回落，商务活动指数为 60%，低于 2020 年 12 月 0.7 个百分点，受冬季低温天气及春节假日临近等因素影响；服务业景气度下降明显，服务业商务活动指数为 51.1%，较 2020 年 12 月回落 3.7 个百分点，服务业指数回落持续受到国内散点疫情的影响，且生活性服务业如餐饮受冲击更大，1 月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 2020 年 12 月 2.0 和 6.3 个百分点，生产性服务业仍保持较高景气水平，生活性服务业景气度则回落至收缩区间。

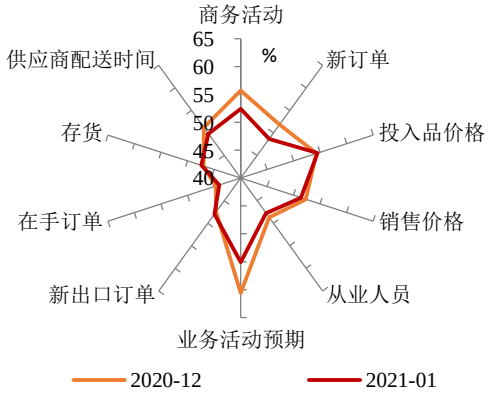
服务业面临需求下降和成本上升双重压力。从行业情况看，电信广播电视卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业商务活动指数连续 3 个月位于 60.0%以上高位景气区间，业务总量持续较快增长；然而受国内疫情影响，住宿、餐饮、文化体育娱乐、居民服务等接触式、聚集性消费行业商务活动指数回落幅度较为明显，均位于收缩区间；另外，近期一些地区物流放缓，加之商务往来和居民出行减少，道路运输、航空运输等行业商务活动指数降至临界点以下，行业活跃度有所下降。非制造业市场继续放缓复苏步伐，从市场需求看，新订单指数为 48.3%，低于 2020 年 12 月 2.9 个百分点，主要受服务业市场需求有所减弱影响，服务业新订单指数为 48.3%，比 2020 年 12 月下降 2.9 个百分点；从价格指数看，服务业投入品价格指数为 53.5%，高于 2020 年 12 月 0.4 个百分点，服务业企业经营成本压力加大；但服务业企业将成本转嫁给消费者的能力较弱，服务业销售价格指数为 51.1%，比 2020 年 12 月回落 0.9 个百分点；同时，服务业用工景气度也有所回落，服务业从业人员指数为 46.9%，比 2020 年 12 月下降 1.1 个百分点。

图 7：1 月非制造业指数持续复苏



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

表 1：PMI 情况

指标	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01
中采制造业PMI																
PMI总指数	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3
生产量	50.8	52.6	53.2	51.3	27.8	54.1	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7	54.2	53.5
雇员	47.3	47.3	47.3	47.5	31.8	50.9	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6	49.3	49.5	49.6	48.4
新订单	49.6	51.3	51.2	51.4	29.3	52.0	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9	53.6	52.3
出口订单	47.0	48.8	50.3	48.7	28.7	46.4	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5	51.3	50.2
现有订货	44.9	44.9	45.0	46.3	35.6	46.3	43.6	44.1	44.8	45.6	46.0	46.1	47.2	46.7	47.1	47.3
产成品库存	46.7	46.4	45.6	46.0	46.1	49.1	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7	46.2	49.0
原材料库存	47.4	47.8	47.2	47.1	33.9	49.0	48.2	47.3	47.6	47.9	47.3	48.5	48.0	48.6	48.6	49.0
采购量	49.8	51.0	51.3	51.6	29.3	52.7	52.0	50.8	51.8	52.4	51.7	53.6	53.1	53.7	53.2	52.0
购进价格	50.4	49.0	51.8	53.8	51.4	45.5	42.5	51.6	56.8	58.1	58.3	58.5	58.8	62.6	68.0	67.1
供应商配送时间	50.1	50.5	51.1	49.9	32.1	48.2	50.1	50.5	50.5	50.4	50.4	50.7	50.6	50.1	49.9	48.8
进口	46.9	49.8	49.9	49.0	31.9	48.4	43.9	45.3	47.0	49.1	49.0	50.4	50.8	50.9	50.4	49.8
中采服务业PMI	51.4	53.5	53.0	53.1	30.1	51.8	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7	54.8	51.1
中采建筑业PMI	60.4	59.6	56.7	59.7	26.6	55.1	59.7	60.8	59.8	60.5	60.2	60.2	59.8	60.5	60.7	60.0
综合PMI产出指数	52.0	53.7	53.4	53.0	28.9	53.0	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	55.1	52.8
非制造业商务活动指数	52.8	54.4	53.5	54.1	29.6	52.3	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.9	56.2	56.4	55.7	52.4
财新制造业PMI	51.7	51.8	51.5	51.1	40.3	50.1	49.4	50.7	51.2	52.8	53.1	53.0	53.6	54.9	53.0	

数据来源：wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn