2021 年 02 月 01 日

宏观研究团队

经济的高点，或已出现

——宏观经济专题

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

● **PMI 连续第二个月下行，价格回落、库存累积，各产需分项指标同步走低**

PMI 连续第二个月下行、产需双双回落，景气的高点或已出现。2021 年 1 月，制造业 PMI 为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点、降幅超季节性。其中，生产指数、新订单指数和新出口订单指数，分别下降 0.7、1.3、1.1 个百分点，产需双双回落。PMI 生产指数在 11 月达到近 8 年多的最高点 54.7%，目前已连续第 2 个月下降；新订单指数也从近几年来的高位回落，似乎都表明景气高点或已出现。

价格、采购量等分项指标同步下降，产成品库存加速累积，对景气高点的确认形成印证。1 月，产成品库存指数上升 2.8 个百分点，单月上行幅度几乎接近 2020 年疫情期间的水平（3 个百分点），在产需回落背景下，制造业加速累库。1 月的 PMI 预期指数、采购量指数，分别下降 1.9 和 1.2 个百分点，企业对生产经营的预期下行。此外，出厂价格和原料价格均由涨转跌，侧面印证了需求边际减弱。

● **2020 年拉动内需修复的三大链条均已出现回落，而制造业投资弹性不宜高估**

2020 年拉动内需修复的 3 大链条（地产链、汽车链、部分基建链），都已经开始下行。2020 年 7 月以来，房地产调控政策收紧，房企拿地快速回落、12 月同比负增；新增居民中长期贷款，12 月也低于上年。伴随近期调控政策进一步加码，房地产链或受压制。基建投资增速，从 6 月起趋势性下行，其中铁路、公路等投资，至年底已降为负增长。政策“退潮”之下，相关链条的景气回落是大势所趋。

2020 年受益于稳增长政策“外溢效应”的汽车链，近期景气加速下行。汽车的生产和消费，在 2020 年 7 月达到高点，随后伴随“外溢效应”的衰减而逐步回落；12 月，在乘用车等拖累下，汽车销售增速加速下滑。**制造业投资在 2020 年的超预期修复，主要受稳增长政策、防疫和外需等逻辑影响。在稳增长政策“退潮”，防疫需求和出口替代效应减弱等影响下，2021 年制造业投资弹性不宜高估。**

● **高频数据显示，经济活动已出现回落；春节返乡对经济的扰动，仍需观察**

内需相关的工业品需求已出现回落，价格多数走低；反映经济活动情况的运输指标，也下行明显。近 1 个月来，各主要高频指标普遍下行，比如高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等，均已降至往年农历同期水平以下。同时，和内需密切相关的大宗商品价格，比如钢铁、煤炭、水泥、玻璃等，年初以来也趋于回落。而全国整车货运流量、物流园区货物吞吐量等，1 月下旬以来下降超 10%。

春节就地过年等政策，对经济的扰动存在不确定性，仍需进一步观察。春节返乡政策下，部分人员为规避春运期间的政策约束，而选择在春运开始之前就提前返乡，对节前生产或形成一定拖累。历史来看，春节假期结束后，生产修复通常需要 2 周左右，而疫情防控政策下，部分返乡人员复工有所推迟。考虑到部分人员就地过年，也会对生产形成一定支撑，春节疫情对经济的实际扰动，仍需跟踪。

● **风险提示：**海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-产需双双回落，景气高点已现》-2021.1.31

《宏观经济专题-流动性“变盘”，这次不一样》-2021.1.31

《宏观经济专题-拨开流动性紧张的“迷雾”》-2021.1.29

目 录

1、 PMI 高位回落，经济高点或已出现 3
2、 中期来看，内需 3 大逻辑均已走弱 4
3、 近期高频数据显示，景气已经回落 7
4、 风险提示 10

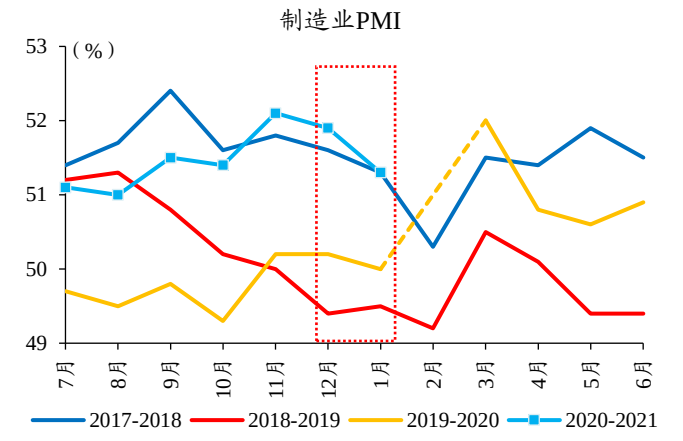
图表目录

图 1： 1 月，制造业 PMI 超季节性下降 3
图 2： 1 月，PMI 生产和新订单指数双双回落 3
图 3： 12 月，工业增加值增速达到 2015 年以来的高位 3
图 4： PMI 生产指数从近 8 年多来的高点连续回落 3
图 5： 库存、价格、采购量等分项指标均指向景气回落 4
图 6： PMI 产成品库存指数大幅上行、累库明显 4
图 7： 1 月，服务业 PMI 创下历史次低 4
图 8： 建筑业新订单和业务活动预期大幅下降 4
图 9： 2020 年经济修复的主线逻辑在于“稳增长”和“外需修复” 5
图 10： 2020 年下半年以来，土地成交面积增速持续回落 5
图 11： 12 月，居民中长期贷款也出现下行 5
图 12： 基建投资当月同比增速，年中以后便趋势性回落 6
图 13： 其中，政府主导的铁路、公路等投资均已负增长 6
图 14： 2020 年地方政府债务率已突破 90% 6
图 15： 2021 年广义财政支出增速或将显著下降 6
图 16： 2020 年下半年，汽车的消费和生产已同步回落 7
图 17： 12 月乘用车拖累汽车总体销售加速回落 7
图 18： 2020 年制造业投资修复遵循多条逻辑线 7
图 19： 稳增长和防疫、外需相关行业投资规模占比较高 7
图 20： 全国高炉开工率低于往年同期 8
图 21： 钢材表观消费量低于 2020 年同期 8
图 22： 水泥出货率低于往年同期 8
图 23： 内需相关的工业品价格回落 8
图 24： 1 月下旬以来，全国公路货运量回落 9
图 25： 1 月中下旬，海运价格回落 9
图 26： 春运开启前，主要省份人口净流出较大 9
图 27： 春节假期结束后，生产修复通常还需要 2 周左右 9

1、 PMI 高位回落，经济高点或已出现

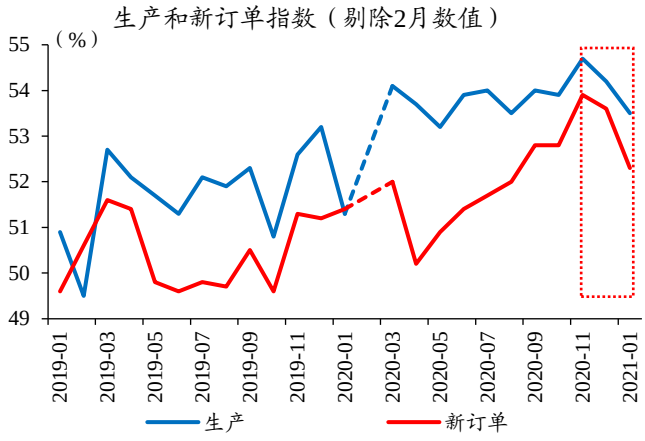
1 月，PMI 连续第二个月下行、产需双双回落，景气的高点或已出现。2021 年 1 月，制造业 PMI 为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点、降幅超季节性。其中，生产指数、新订单指数和新出口订单指数，分别下降 0.7、1.3、1.1 个百分点，产需双双回落。此前，12 月工业增加值增速，便已达到 2015 以来的高位 7.3%；而 PMI 生产指数在 11 月触及近 8 年多的高点 54.7%后，目前已经连续第 2 个月下降，似乎都表明景气高点或已出现。

图1：1 月，制造业 PMI 超季节性下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：1 月，PMI 生产和新订单指数双双回落



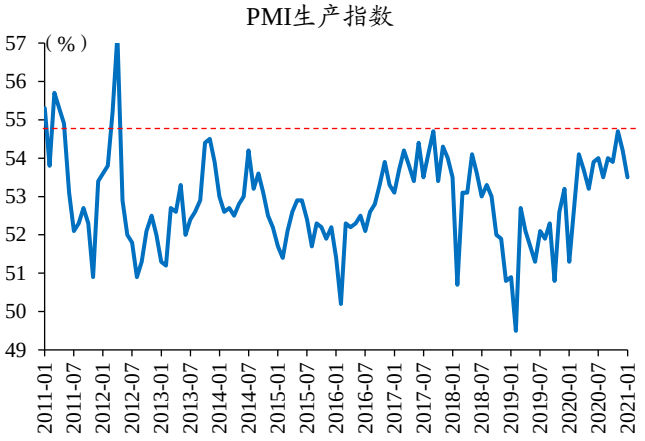
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：12 月，工业增加值增速达到 2015 年以来的高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

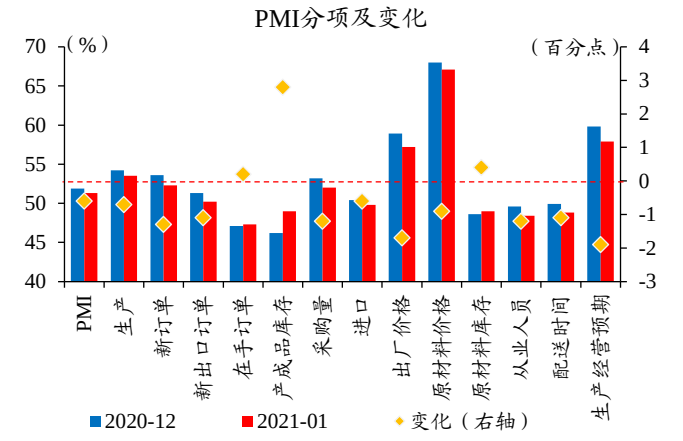
图4：PMI 生产指数从近 8 年多来的高点连续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

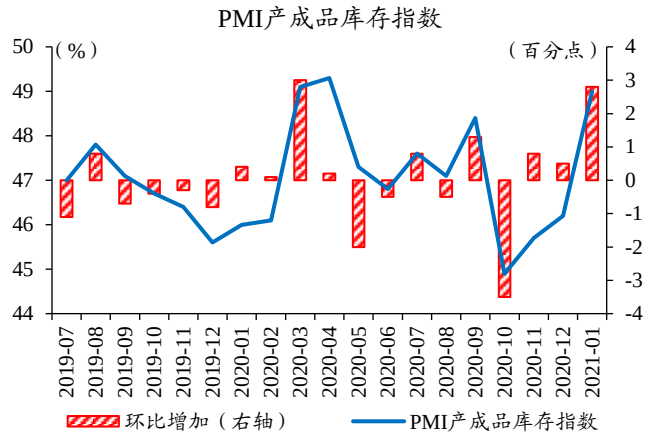
价格、采购量等分项指标同步下降，产成品库存加速累积，对景气高点的确认形成印证。1 月，产成品库存指数上升 2.8 个百分点，单月上行幅度几乎接近 2020 年疫情期间的水平（3 个百分点），在产需回落背景下，制造业加速累库。1 月的 PMI 预期指数、采购量指数，分别下降 1.9 和 1.2 个百分点，企业对生产经营的预期下行。此外，出厂价格和原料价格均由涨转跌，侧面印证了需求边际减弱。

图5：库存、价格、采购量等分项指标均指向景气回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

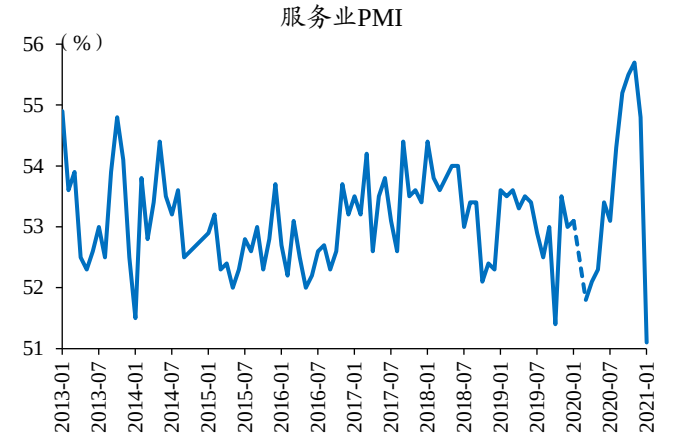
图6：PMI 产成品库存指数大幅上行、累库明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

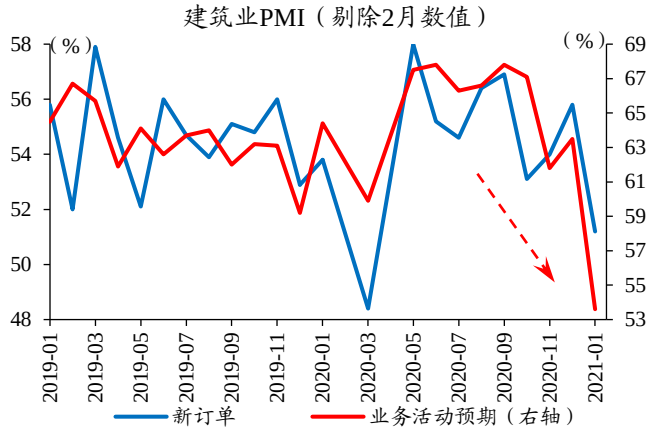
非制造业中，服务业 PMI 创下历史次低点，建筑业新订单和预期均大幅走低。1 月，服务业 PMI 为 51.1%、下滑 3.7 个百分点，创下除疫情当月之外的历史次低点。1 月建筑业 PMI 为 60%、下滑 0.7 个百分点，降幅远小于服务业，维持较高的景气度。但建筑业 PMI 新订单指数和业务活动预期指数，分别下降 4.6 和 9.9 个百分点。考虑到基建和房地产投资均已下行，建筑业 PMI 或指向相关领域的进一步回落。

图7：1 月，服务业 PMI 创下历史次低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：建筑业新订单和业务活动预期大幅下降

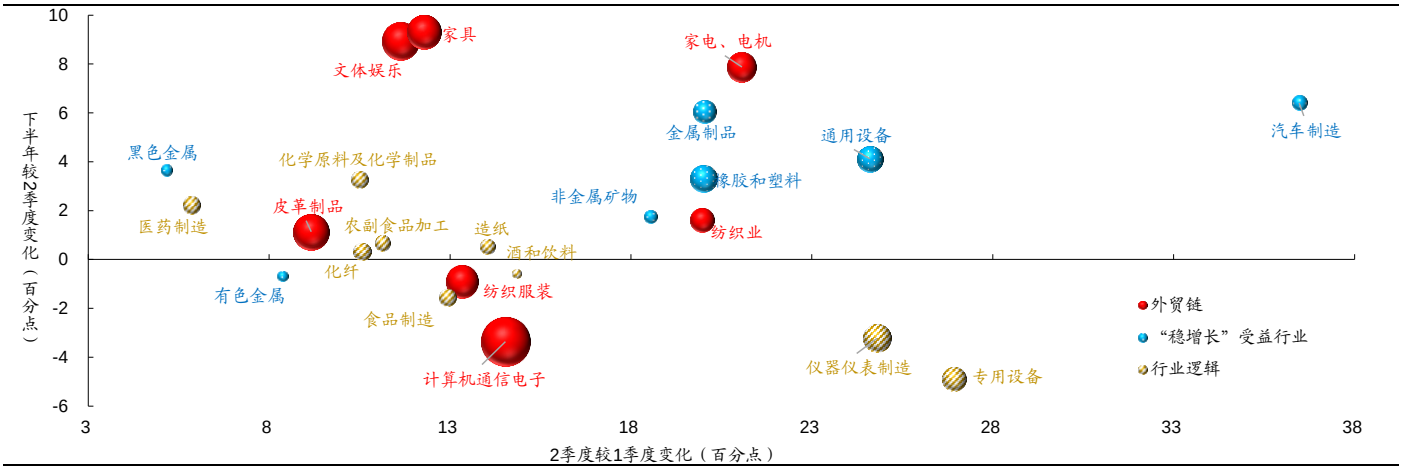


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 中期来看，内需 3 大逻辑均已走弱

回顾 2020 年，内需修复的主线逻辑，主要遵循“稳增长”3 大链条；而当前这些主线都已经下行。2020 年 3 月以来，经济的修复，主要受稳增长指向的 3 个链条（房地产链、汽车链、部分基建链）、以及外需的拉动。生产恢复较快的行业，大多集中在这些链条，以基建、地产链的黑色和通用设备，汽车及上游橡胶制品，外贸链的电气家电、纺织业等，为典型代表。但从近期数据来看，相关链条均已下行。

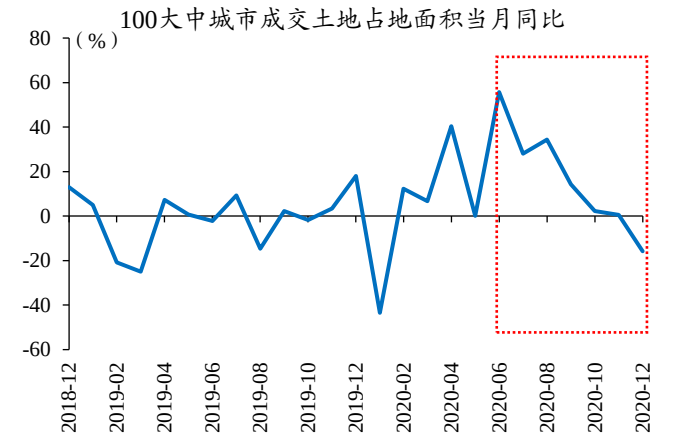
图9：2020 年经济修复的主线逻辑在于“稳增长”和“外需修复”



数据来源：Wind、开源证券研究所

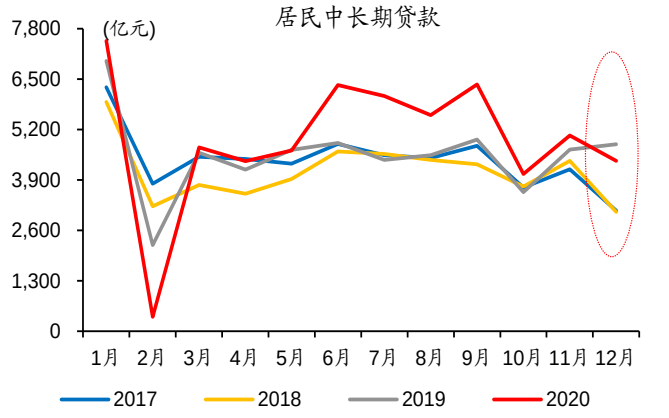
2020 年下半年，伴随房地产政策收紧等影响，房企拿地、居民贷款等，依次出现回落。2020 年 7 月以来，部分城市开始收紧房地产调控政策，土地成交面积增速快速下行，12 月 100 城土地成交面积同比下降 15.8%，较 6 月份的年内高点，增速下滑 70 多个百分点。12 月新增居民中长期贷款也明显回落、已降至 2019 年同期规模之下。伴随近期调控政策的进一步加码，房地产链或受压制。

图10：2020 年下半年以来，土地成交面积增速持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

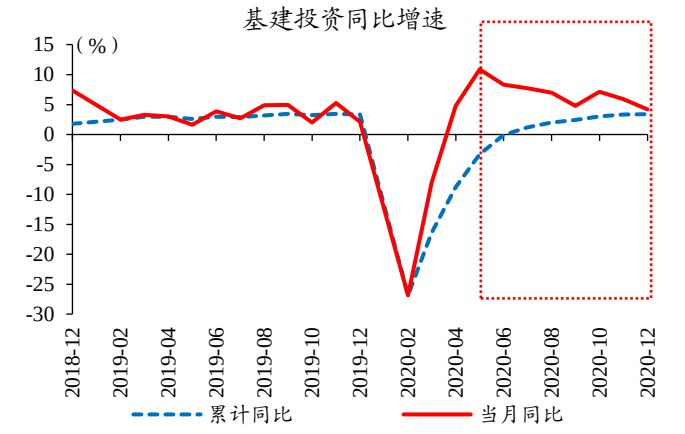
图11：12 月，居民中长期贷款也出现下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

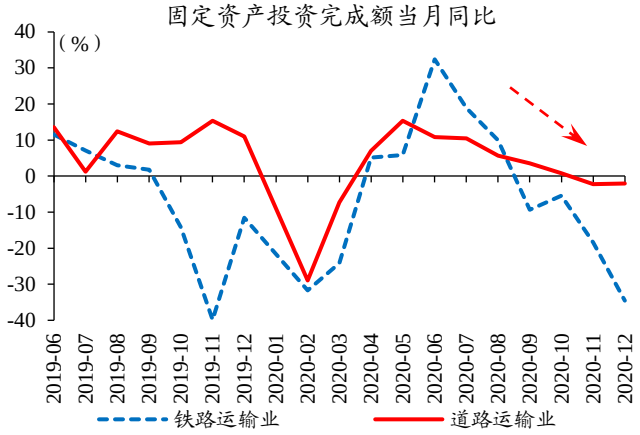
基建投资增速，从 6 月起趋势性下行；政策“退潮”之下，相关链条的景气回落是大势所趋。基建投资增速在 2020 年 5 月达到峰值 10.9%后，便趋势性下行，至 12 月已降至 4.2%。其中，和政府投资密切相关的铁路、公路等投资，在 2020 年下半年增速降幅更大，至年底均降为负值。2020 年的基建投资扩张，本就是非常时期的“非常应对”；在地方政府债务攀升、2021 年政策“退潮”背景下，基建投资对经济的拉动或减弱。

图12：基建投资当月同比增速，年中以后便趋势性回落



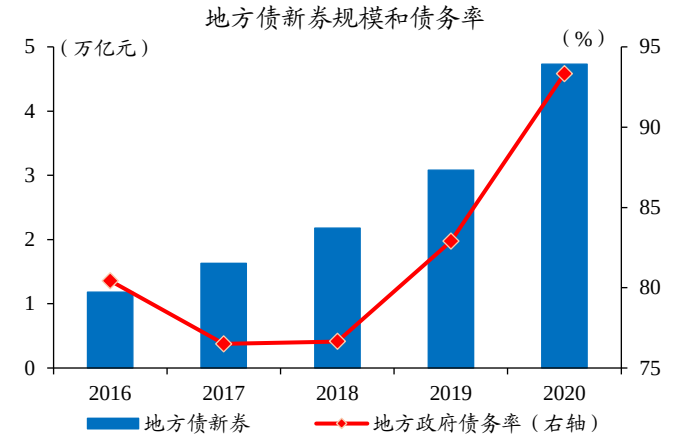
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：其中，政府主导的铁路、公路等投资均已负增长



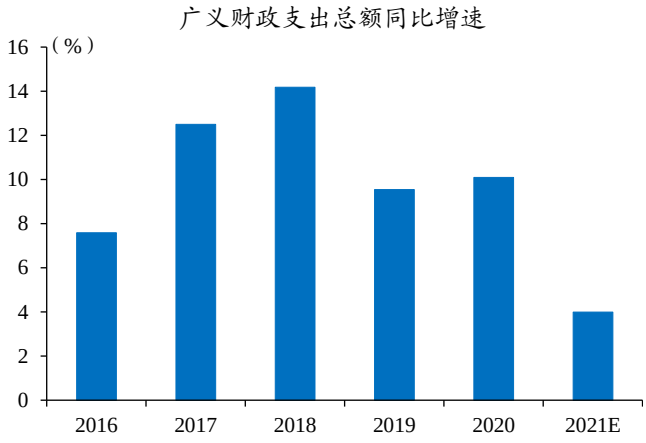
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020 年地方政府债务率已突破 90%



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

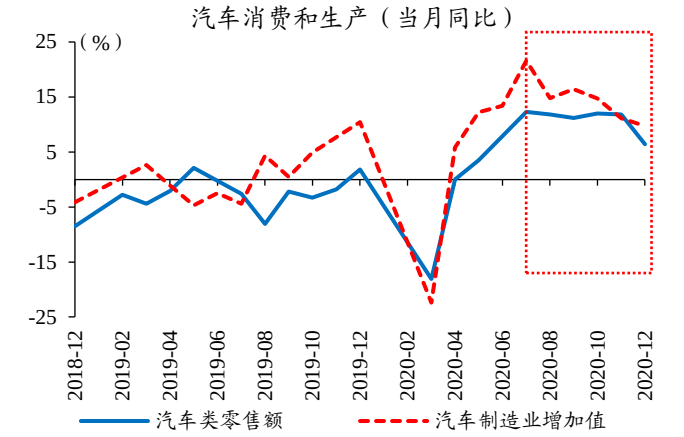
图15：2021 年广义财政支出增速或将显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

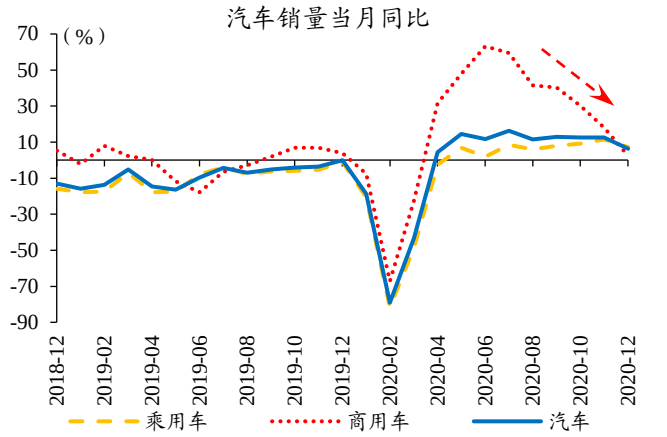
2020 年受益于稳增长政策“外溢效应”的汽车链，近期景气加速下行。2020 年上半年，稳增长政策的溢出效应，对汽车链形成了显著提振，例如汽车制造业、橡胶和塑料制品业等。伴随溢出效应的衰减，2020 年 8 月以来，汽车消费和生产均持续回落。12 月，汽车类零售额和汽车制造业增加值增速，分别较年中高点下滑 5.9 和 11.9 个百分点。而在乘用车销售的拖累下，12 月当月汽车销售增速加速下行。

图16：2020 年下半年，汽车的消费和生产已同步回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

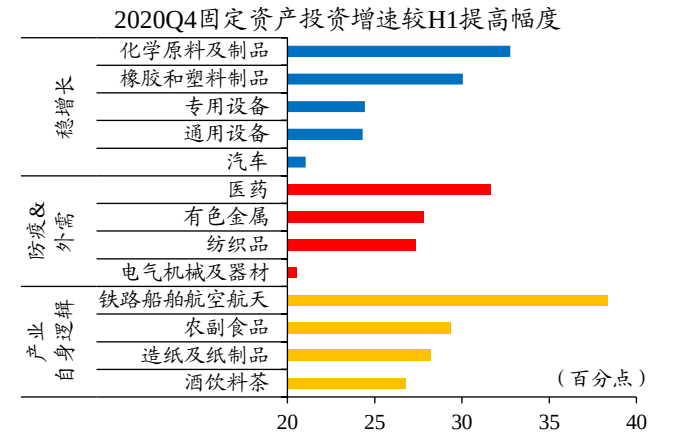
图17：12 月乘用车拖累汽车总体销售加速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

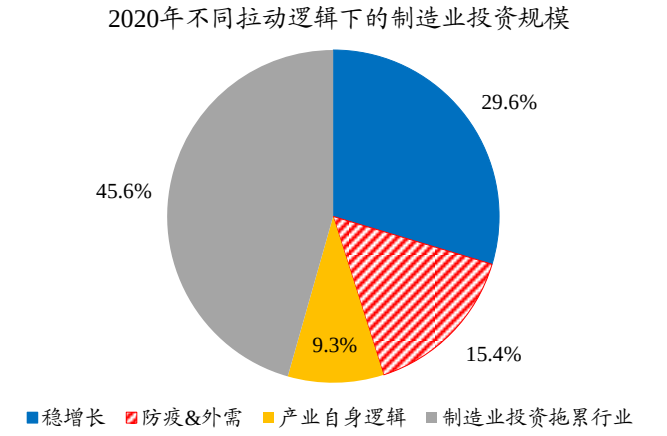
制造业投资在 2020 年的超预期修复，主要受稳增长政策、防疫和外需等逻辑影响，弹性不宜高估。2020 年 4 季度的制造业投资增速，较上半年上升了约 20 个百分点，改善明显。从行业来看，主要是前期稳增长政策，以及防疫和外需等拉动的领域。随着稳增长政策影响衰减，相关行业的景气拉动或逐步回落；而全球疫苗加快推广，在降低防疫需求的同时，海外生产修复也会削弱中国的出口替代效应。2021 年制造业投资弹性不宜高估。

图18：2020 年制造业投资修复遵循多条逻辑线



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：稳增长和防疫、外需相关行业投资规模占比较高

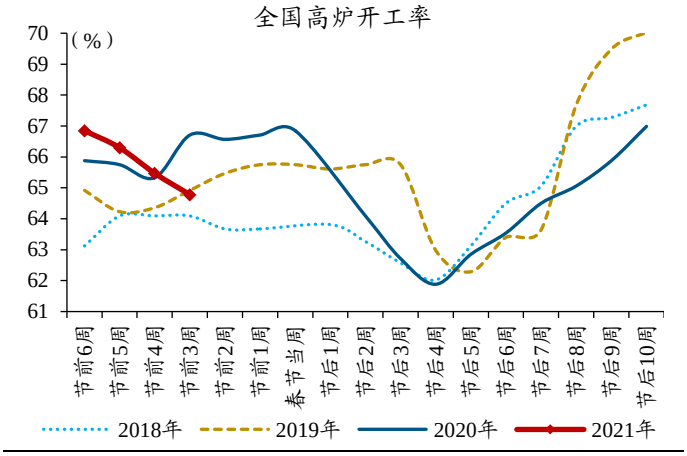


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 近期高频数据显示，景气已经回落

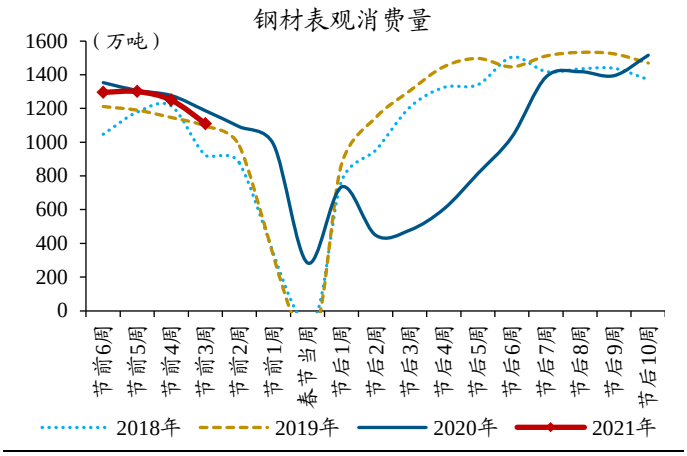
从节前中观高频数据来看，钢材、水泥等工业品需求，已弱于往年同期；内需相关的大宗商品价格，也总体回落。近 1 个月来，各主要高频指标普遍下行，比如高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等，均已降至往年农历同期水平以下。同时，和内需密切相关的大宗商品价格，比如钢铁、煤炭、水泥、玻璃等，年初以来也趋于回落。

图20：全国高炉开工率低于往年同期



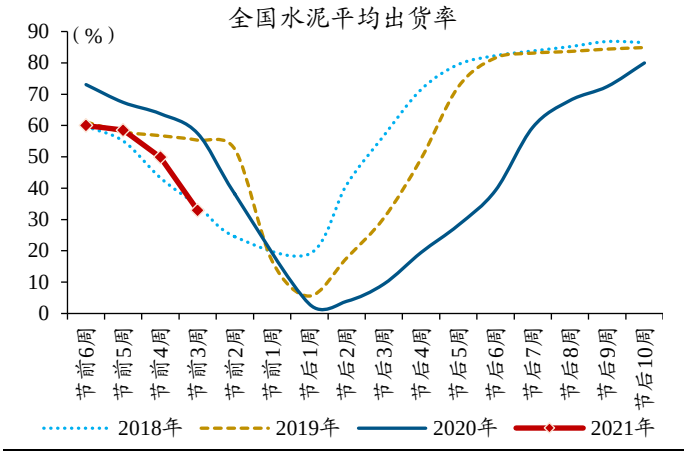
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：钢材表观消费量低于 2020 年同期



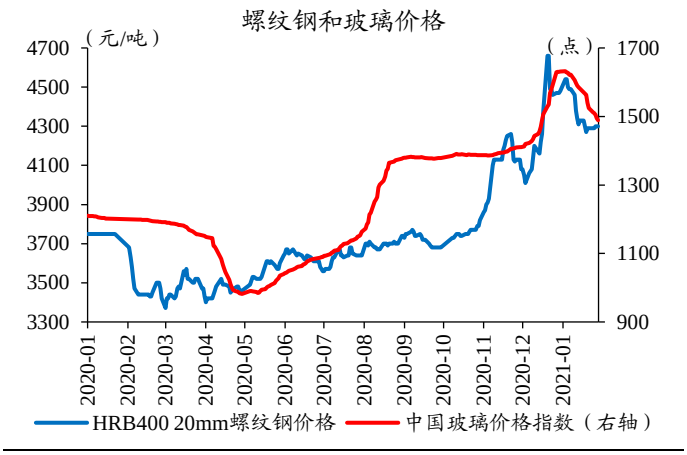
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：水泥出货率低于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

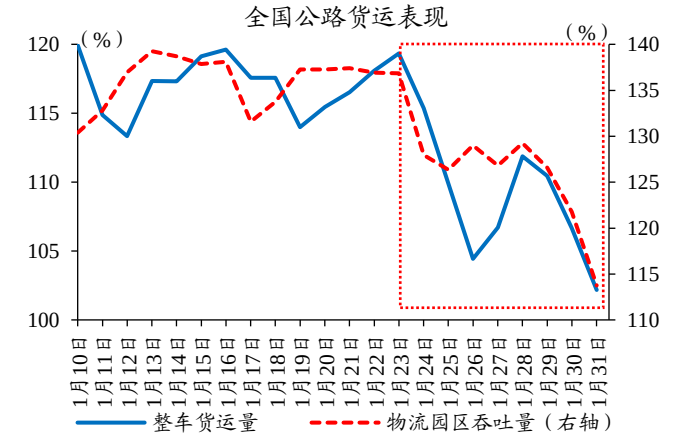
图23：内需相关的工业品价格回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

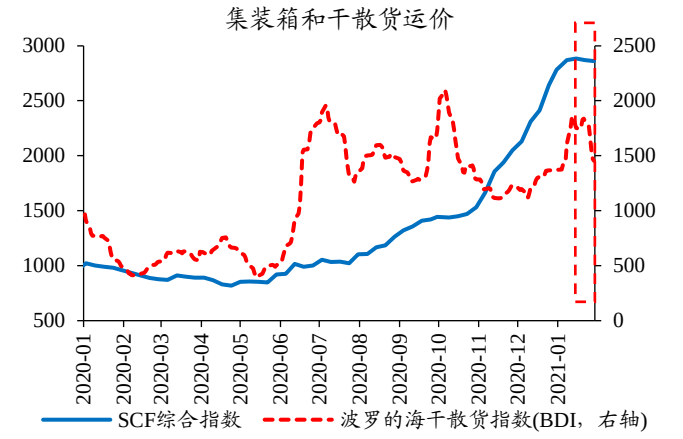
同时，和经济活动密切相关的货物运输活动，近期也下滑明显。比如全国整车货运量、物流园区货物吞吐量等，1 月下旬以来快速回落，1 月底的周环比降幅，分别达 11.4%和 11.1%。国际海运价格也出现下行，比如和矿石、煤炭等工业原料运输相关的 BDI，月底较月中高点已经下跌超过 20%；前期持续上行的出口集装箱运价指数见顶回落，或也侧面反映经济活动的衰减。

图24：1月下旬以来，全国公路货运量回落



数据来源：G7、开源证券研究所

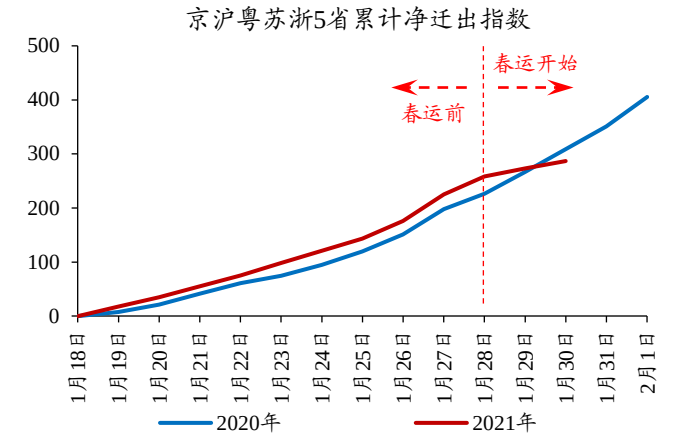
图25：1月中下旬，海运价格回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

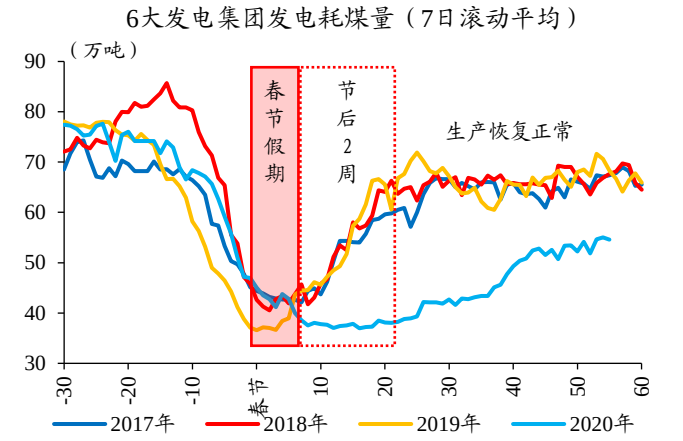
春节就地过年等政策，对经济的扰动存在不确定性，仍需进一步观察。春节返乡政策下，部分外出务工人员为规避春运期间的政策约束，而选择在春运开始之前就提前返乡，对节前生产景气可能形成一定拖累。历史来看，春节假期结束后，生产修复通常需要 2 周左右，疫情防控政策下，部分返乡人员复工或相应推迟。同时考虑到就地过年对生产也会形成一定支撑，春节疫情对经济的扰动仍需进一步观察。

图26：春运开启前，主要省份人口净流出较大



数据来源：百度迁徙、开源证券研究所

图27：春节假期结束后，生产修复通常还需要 2 周左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

2021 年，从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程，信用“收缩”之年，内需或将受到结构性影响。中央经济工作会议要求，“保持宏观杠杆率基本稳定”，总量层面的“稳杠杆”，便意味着结构性的“去杠杆”。在政策“退潮”下，财政刺激举措退出、资管新规过渡期到期等，将带来明显的信用收缩。在这一过程中，内需将受到结构性的影响，传统模式依赖度高的区域、行业，受到的冲击更大；而代表转型方向的新兴产业、传统行业中已基本完成出清过程的行业龙头，受到的冲击会非常小。

经过以上研究，我们发现：

（1）2021 年 1 月，制造业 PMI 为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点、降幅超季节性。PMI 生产指数在 11 月达到近 8 年多的最高点 54.7%，目前已连续第 2 个月下降；新订单指数也从近几年来的高位回落，似乎都表明景气高点或已出现。

（2）2020 年拉动内需修复的 3 大链条（地产链、汽车链、部分基建链），均已走弱。2020 年下半年，伴随政策收紧，房企拿地、居民中长期贷款等，依次下行；基建投资增速，从 6 月起便趋势性回落；汽车链景气，在 12 月也加速下滑。

（3）中观高频数据显示，近期经济活动景气低于往年农历同期近 1 个月来，高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等，均已降至往年农历同期水平以下。全国整车货运流量、物流园区货物吞吐量等，1 月下旬以来下降超 10%。。

（4）春节就地过年等政策，对经济的扰动存在不确定性，仍需进一步观察。春节返乡政策下，部分人员提前返乡，且复工可能有所推迟，对生产形成拖累。同时，部分人员就地过年，则会对生产形成一定支撑，具体的影响仍需跟踪。

4、 风险提示

海内外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