2021 年 01 月 31 日

宏观研究团队

产需双双回落，景气高点已现

——宏观经济点评

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，各主要分项指标，均指向经济景气的高点已经出现**

PMI 连续第二个月下行、产需双双回落，经济景气的高点已经出现。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，均表明景气高点已经出现。

库存、价格、采购量等分项指标，也都同时指向了经济景气的回落。1 月，原材料和产成品库存指数，分别上升 0.4 和 2.8 个百分点；尤其是产成品库存指数，单月上行幅度几乎接近疫情期间的水平（3 个百分点）。产需回落背景下，制造业加速累库。1 月预期指数、采购量指数分别下滑 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有回落，侧面反映了需求减弱。

● **1 月以来的疫情反弹，也对工业和服务业产生扰动，其中服务业受冲击更大**

1 月的景气下滑，还受到疫情的扰动，比如运输受阻、劳工返乡等。疫情对生产的扰动，集中体现在三个方面，一是个别城市“封城”，经济活动按下了“暂停键”；二是局部地区在疫情防控政策下，生产、采购、运输等受到一定阻滞；三是全国“就地过年”政策下，不少外出务工人员为规避春运期间的防疫政策，而选择在春运开始之前就提前返乡。疫情扰动下，1 月的生产活动，受到一定拖累。

此外，服务业受疫情反弹的冲击较为明显，PMI 创下除疫情当月之外的历史次低。1 月，服务业 PMI 为 51.1%、下滑 3.7 个百分点，创下历史次低点。其中，新订单指数为 48.3%、下降 2.9 个百分点，已经落入临界值以下。业务活动预期指数降幅达 4.8 个百分点。疫情反弹和防疫举措收紧，对线下服务等影响较大。

● **建筑业 PMI 保持相对高位，但新订单和预期指数大幅下滑，或指向投资走弱**

非制造业中，建筑业 PMI 保持相对高位，但新订单和预期均大幅走低。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。

重申观点：2021 年，信用“收缩”之年。政策“退潮”下，信用收缩通道已经开启，带来的影响分化会非常明显，不同部门、行业分化或将加大。重点关注“转型”相关产业、前期修复不足的线下消费，及服务于美欧生产活动的出口链等。

● **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-拨开流动性紧张的“迷雾”》-2021.1.29

《宏观经济点评-2020 年财政：支出扩张，“退潮”不改》-2021.1.28

《宏观经济专题-信用收缩阶段，估值多承压》-2021.1.28

目　录

1、 PMI 产需双双回落，经济景气高点已经出现 3
2、 疫情反弹扰动工业生产，对服务业冲击较大 4
3、 建筑业 PMI 保持高位、订单和预期大幅走弱 5
4、 风险提示 5

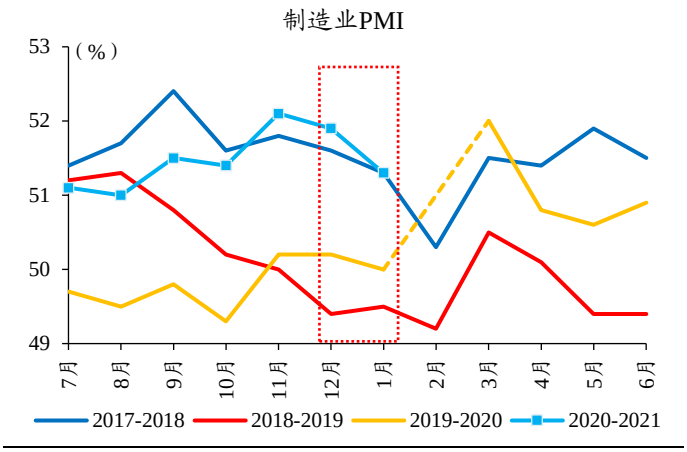
图表目录

图 1: 1 月，制造业 PMI 超季节性下降 3
图 2: PMI 生产指数从近 8 年多来的高点连续回落 3
图 3: 库存、价格、采购量等分项指标均指向景气回落 3
图 4: PMI 产成品库存指数大幅上行、累库明显 3
图 5: 1 月下旬以来，全国货运量回落 4
图 6: 部分外出务工人员，在春运开始前就返程 4
图 7: 1 月，服务业 PMI 创下历史次低 4
图 8: 服务业新订单、业务活动预期指数均下行 4
图 9: 制造业 PMI 维持相对高位 5
图 10: 建筑业新订单和业务活动预期大幅下降 5

1、 PMI 产需双双回落，经济景气高点已经出现

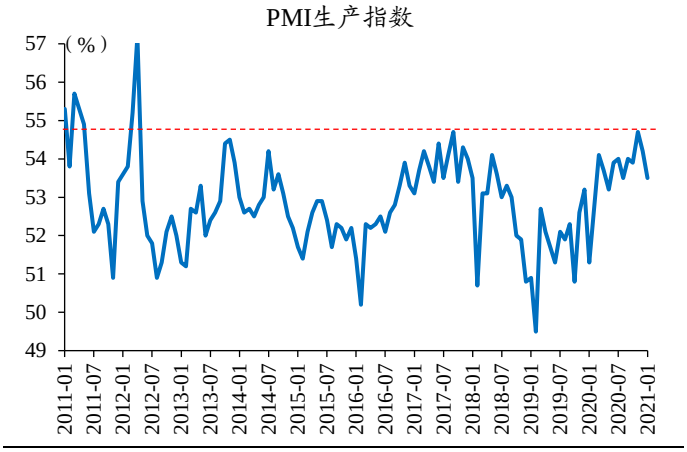
PMI 连续第二个月下行、产需双双回落，经济景气的高点已经出现。2021 年 1 月，制造业 PMI 为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点、降幅超季节性。其中，生产指数、新订单指数和新出口订单指数，分别下降 0.7、1.3、1.1 个百分点，产需双双回落。PMI 生产指数在 11 月达到近 8 年多的最高点 54.7%，目前已连续第 2 个月下降；新订单指数也从近几年来的高位回落，均表明景气高点已经出现。

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

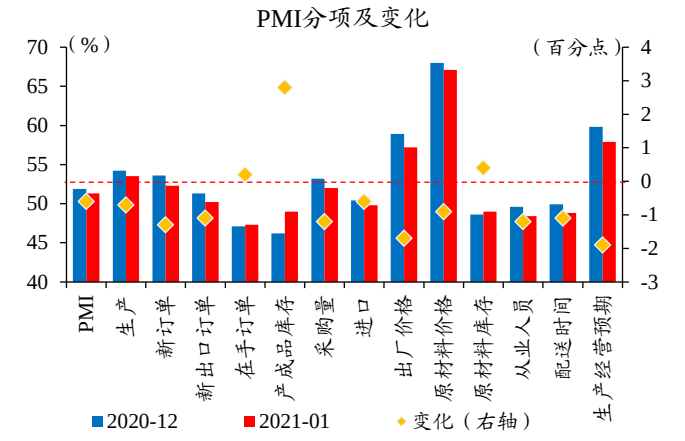
图2：PMI 生产指数从近 8 年多来的高点连续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

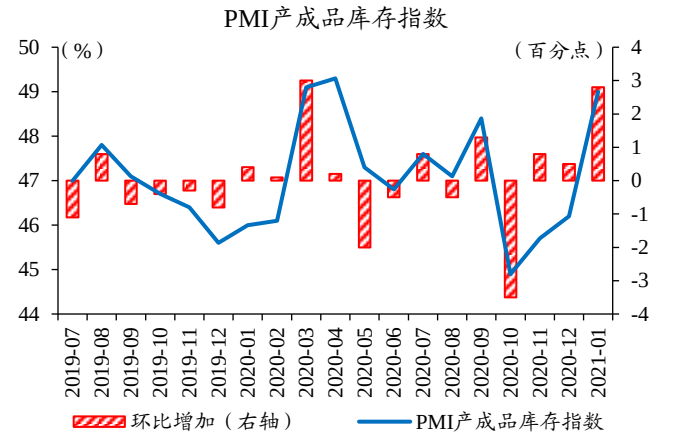
库存、价格、采购量等分项指标，也都同时指向了经济景气的回落。1 月，原材料和产成品库存指数，分别上升 0.4 和 2.8 个百分点；尤其是产成品库存指数，单月上行幅度几乎接近疫情期间的水平（3 个百分点）。产需回落背景下，制造业加速累库。1 月预期指数、采购量指数分别下滑 1.9 和 1.2 个百分点，企业对生产经营的预期下行。此外，出厂价格和原料价格均有回落，侧面反映了需求减弱。

图3：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4：PMI 产成品库存指数大幅上行、累库明显

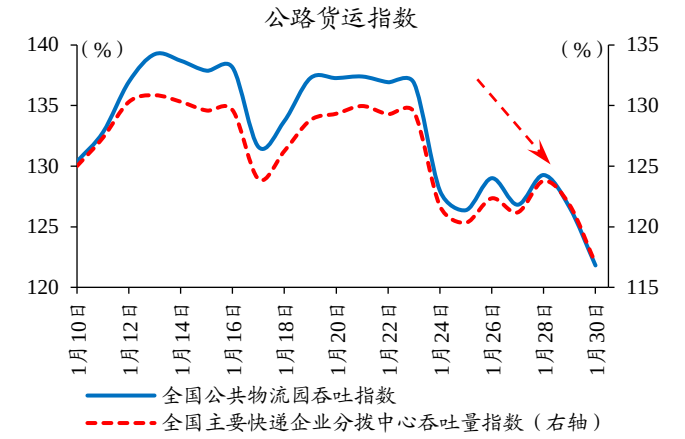


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 疫情反弹扰动工业生产，对服务业冲击较大

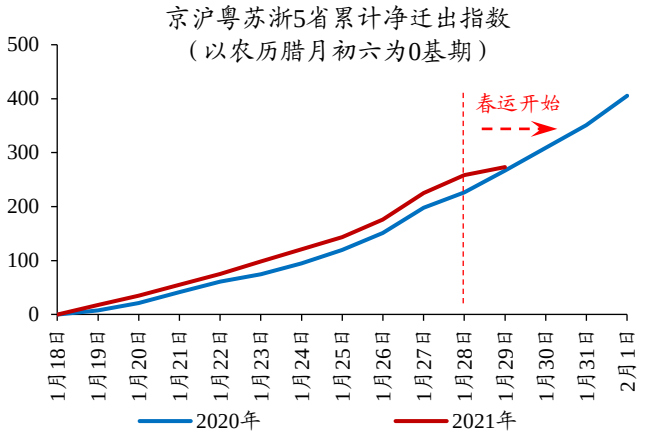
1 月的景气下滑，还受到疫情的扰动，比如运输受阻、劳工返乡等。疫情对生产的扰动，集中体现在三个方面，一是个别城市“封城”，经济活动按下了“暂停键”；二是局部地区在疫情防控政策下，生产、采购、运输等受到一定阻滞；三是全国“就地过年”政策下，不少外出务工人员为规避春运期间的政策约束，而选择在春运开始之前就提前返乡。疫情扰动下，1 月的生产活动，受到一定拖累。

图5：1 月下旬以来，全国货运量回落



数据来源：G7、开源证券研究所

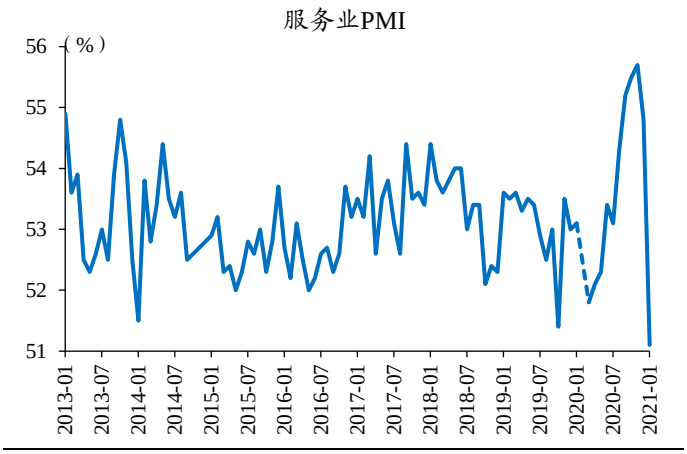
图6：部分外出务工人员，在春运开始前就返程



数据来源：百度迁徙、开源证券研究所

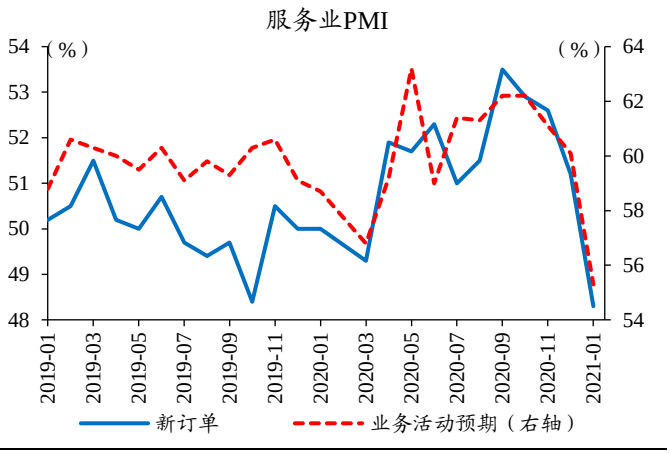
此外，服务业受疫情反弹的冲击较为明显，PMI 创下除疫情当月之外的历史次低。1 月，服务业 PMI 为 51.1%、下滑 3.7 个百分点，创下历史次低点。其中，新订单指数为 48.3%、下降 2.9 个百分点，已经落入临界值以下。业务活动预期指数降幅达 4.8 个百分点。疫情反弹和防疫举措收紧，对线下服务等影响较大。

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：服务业新订单、业务活动预期指数均下行

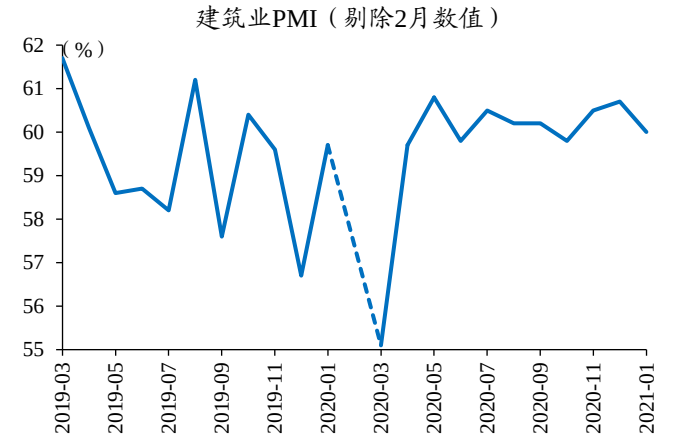


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 建筑业 PMI 保持高位、订单和预期大幅走弱

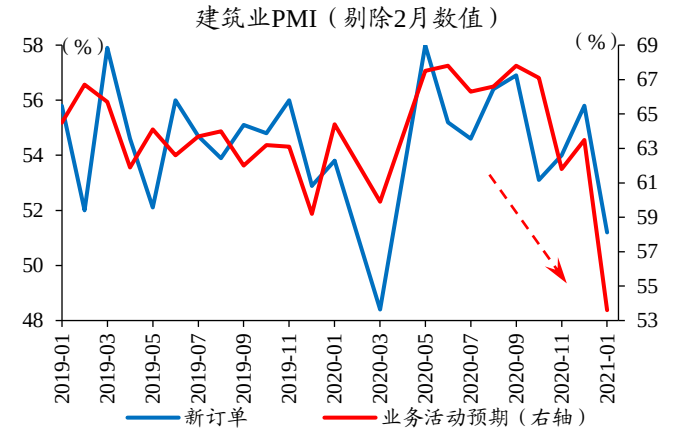
非制造业中，建筑业 PMI 保持相对高位，但新订单和预期均大幅走低。1 月建筑业 PMI 为 60%、下滑 0.7 个百分点，降幅远小于服务业，维持较高的景气度。但建筑业 PMI 新订单指数和业务活动预期指数，分别下降 4.6 和 9.9 个百分点。考虑到基建和房地产投资均已下行，建筑业 PMI 或指向相关领域的进一步回落。

图9：制造业 PMI 维持相对高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：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

重申观点：2021 年，信用“收缩”之年。政策“退潮”下，信用收缩通道已经开启，带来的影响分化会非常明显，不同部门、行业分化或将加大。重点关注“转型”相关产业、前期修复不足的线下消费，及服务于美欧生产活动的出口链等。

4、 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