

2021 年 02 月 01 日

经济的高点，或已出现

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@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

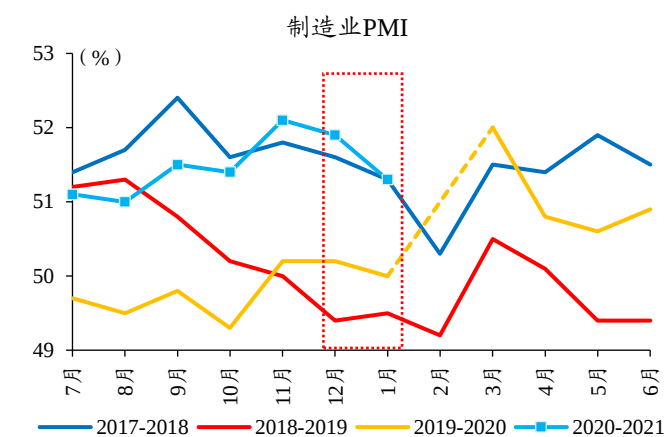
图表目录

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

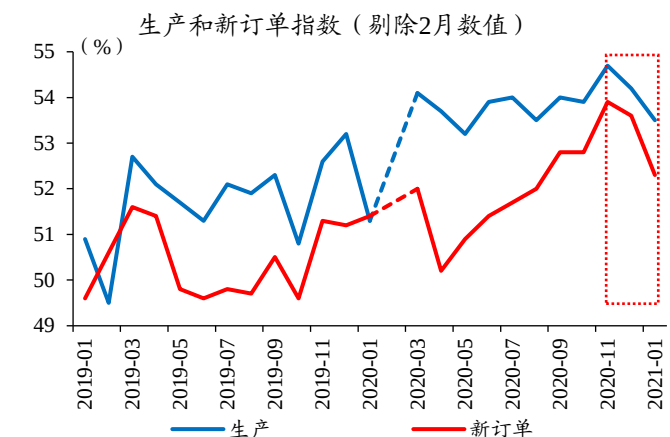
1月，PMI 连续第二个月下行、供需双双回落，景气的高点或已出现。2021 年 1 月，制造业 PMI 为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点、降幅超季节性。其中，生产指数、新订单指数和新出口订单指数，分别下降 0.7、1.3、1.1 个百分点，供需双双回落。此前，12 月工业增加值增速，便已达到 2015 以来的高位 7.3%；而 PMI 生产指数在 11 月触及近 8 年多的高点 54.7%后，目前已经连续第 2 个月下降，似乎都表明景气高点或已出现。

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



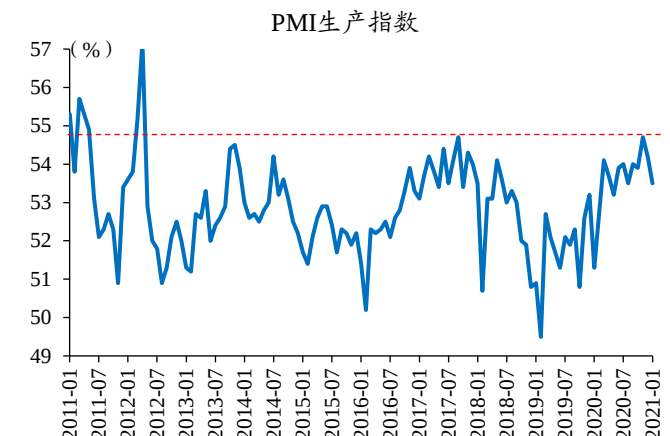
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：12月，工业增加值增速达到 2015 年以来的高位



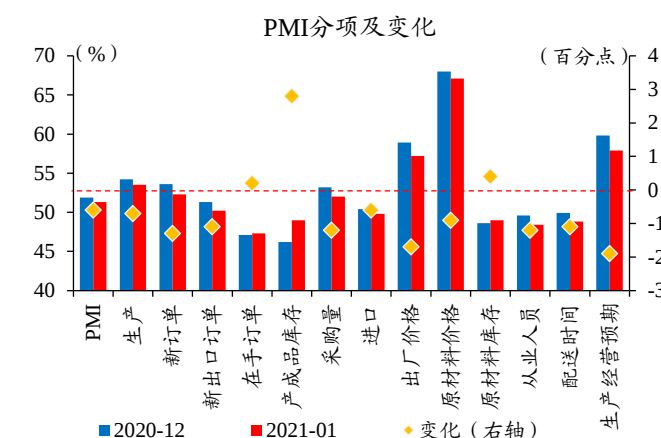
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：PMI 生产指数从近 8 年多来的高点连续回落

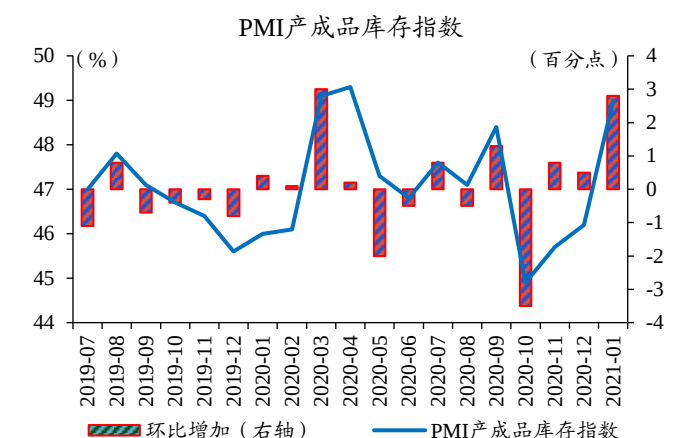


数据来源：Wind、开源证券研究所

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），在供需回落背景下，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


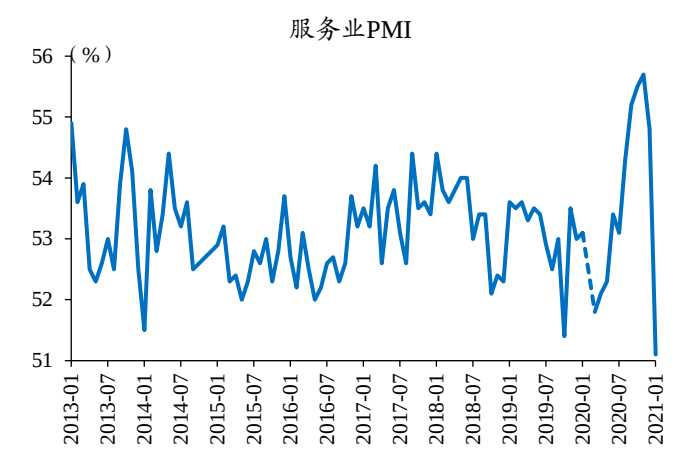
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：PMI产成品库存指数大幅上行、累库明显


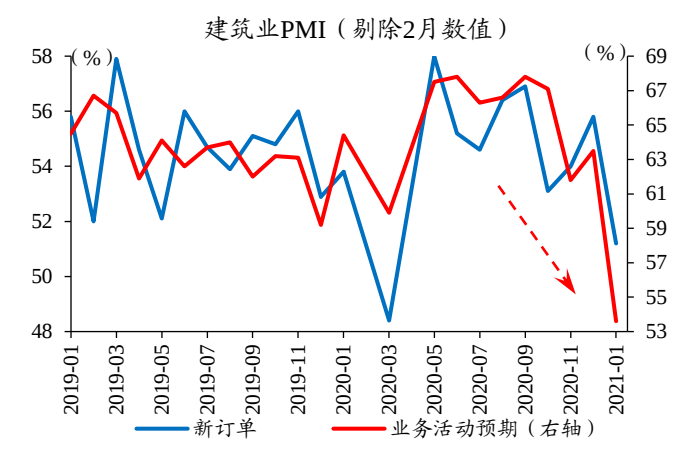
数据来源：Wind、开源证券研究所

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

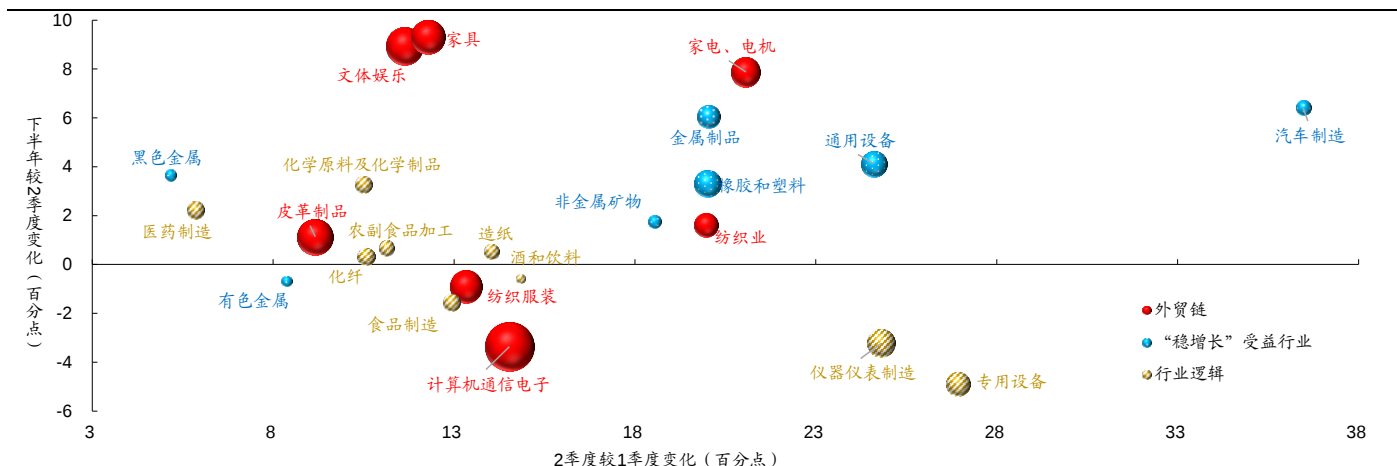
图8：建筑业新订单和业务活动预期大幅下降


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。

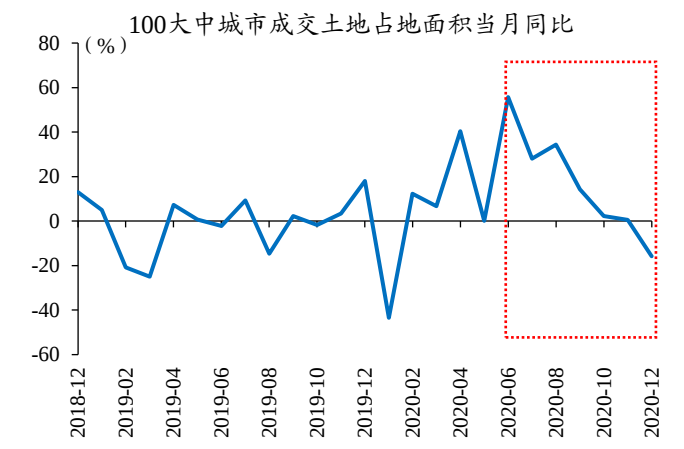
图9：2020 年经济修复的主线逻辑在于“稳增长”和“外需修复”



数据来源：Wind、开源证券研究所

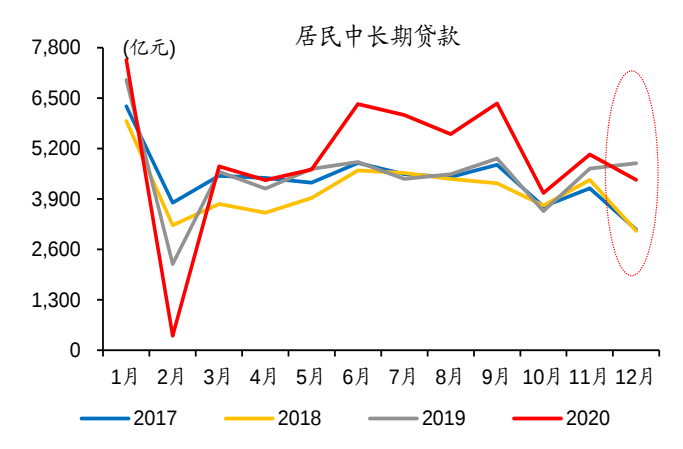
2020 年下半年，伴随房地产政策收紧等影响，房企拿地、居民贷款等，依次出现回落。2020 年 7 月以来，部分城市开始收紧房地产调控政策，土地成交面积增速快速下行，12 月 100 城土地成交面积同比下降 15.8%，较 6 月份的年内高点，增速下滑 70 多个百分点。12 月新增居民中长期贷款也明显回落，已降至 2019 年同期规模之下。伴随近期调控政策的进一步加码，房地产链或受压制。

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

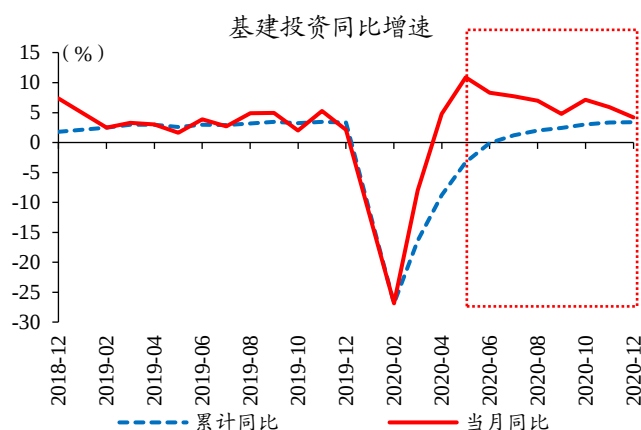
图11：12 月，居民中长期贷款也出现下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

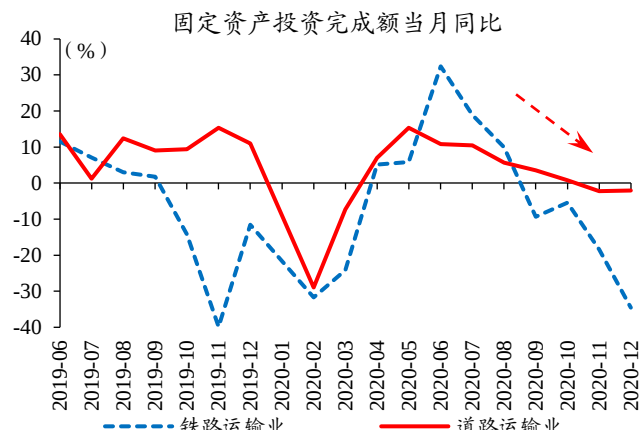
基建投资增速，从 6 月起趋势性下行；政策“退潮”之下，相关链条的景气回落是大势所趋。基建投资增速在 2020 年 5 月达到峰值 10.9% 后，便趋势性下行，至 12 月已降至 4.2%。其中，和政府投资密切相关的铁路、公路等投资，在 2020 年下半年增速降幅更大，至年底均降为负值。2020 年的基建投资扩张，本就是非常时期的“非常应对”；在地方政府债务攀升、2021 年政策“退潮”背景下，基建投资对经济的拉动或减弱。

图12: 基建投资当月同比增速, 年中以后便趋势性回落



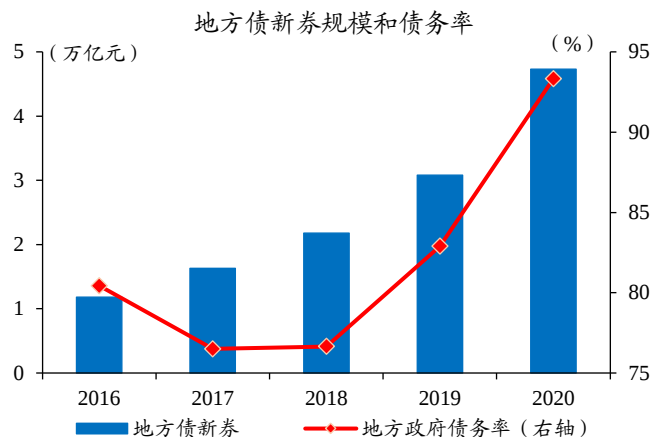
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 其中, 政府主导的铁路、公路等投资均已负增长



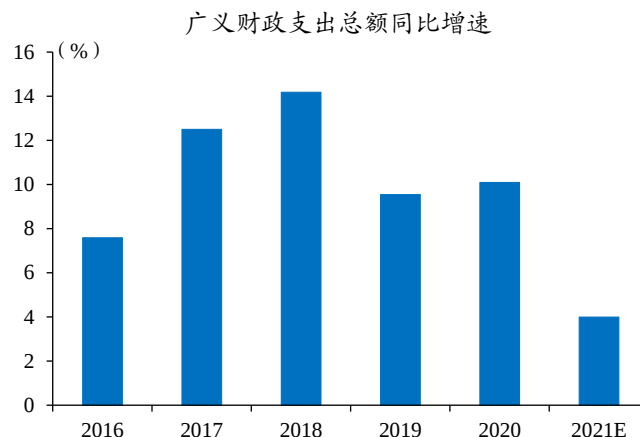
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2020 年地方政府债务率已突破 90%



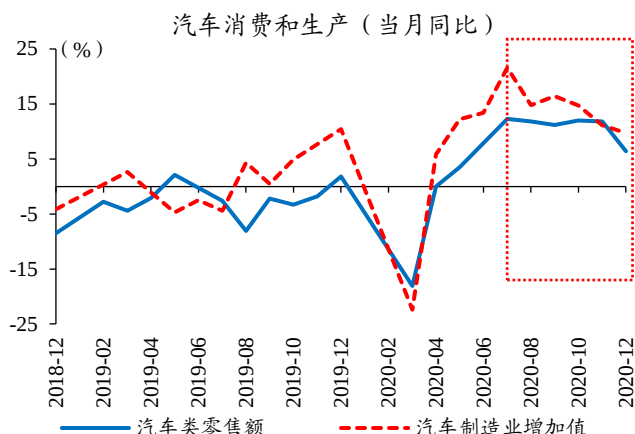
数据来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

图15: 2021 年广义财政支出增速或将显著下降

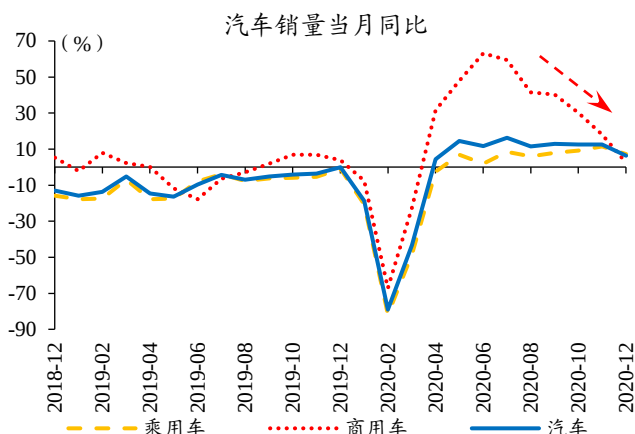


数据来源: Wind、开源证券研究所

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。

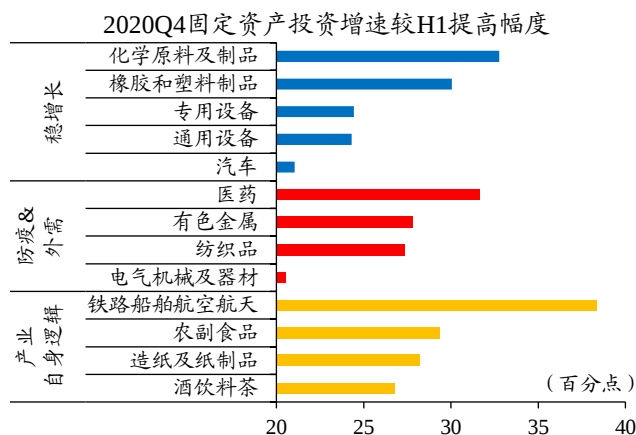
图16：2020年下半年，汽车的消费和生产已同步回落


数据来源：Wind、开源证券研究所

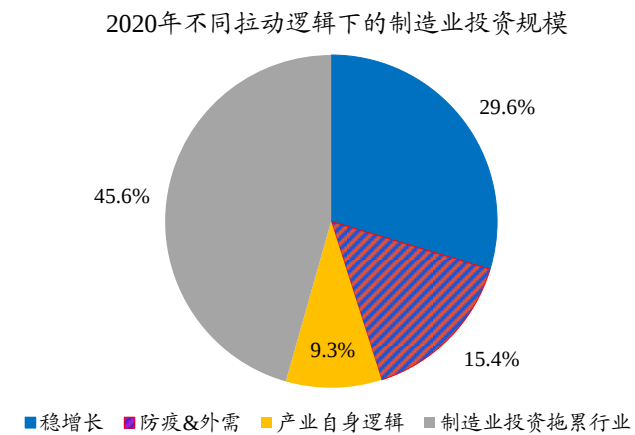
图17：12月乘用车拖累汽车总体销售加速回落


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

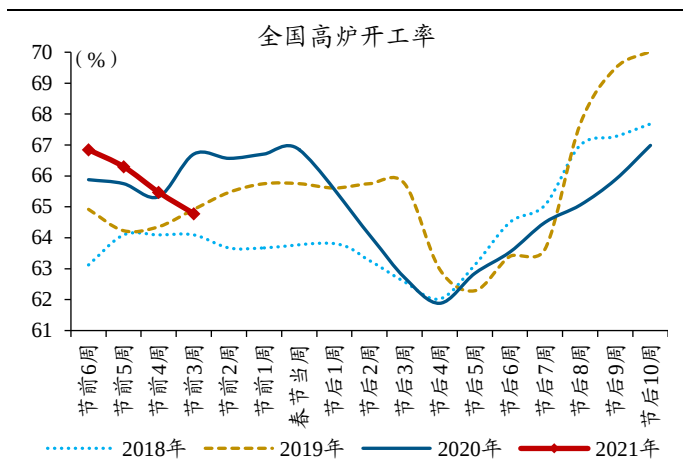
图19：稳增长和防疫、外需相关行业投资规模占比较高


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

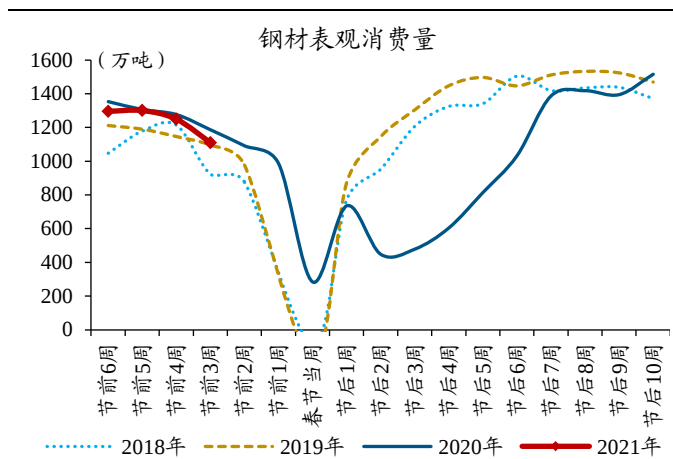
从节前中观高频数据来看，钢材、水泥等工业品需求，已弱于往年同期；内需相关的大宗商品价格，也总体回落。近1个月来，各主要高频指标普遍下行，比如高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等，均已降至往年农历同期水平以下。同时，和内需密切相关的大宗商品价格，比如钢铁、煤炭、水泥、玻璃等，年初以来也趋于回落。

图20: 全国高炉开工率低于往年同期



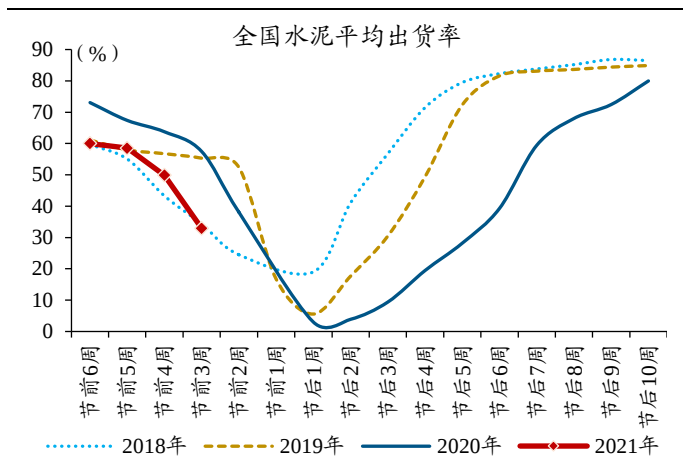
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 钢材表观消费量低于2020年同期



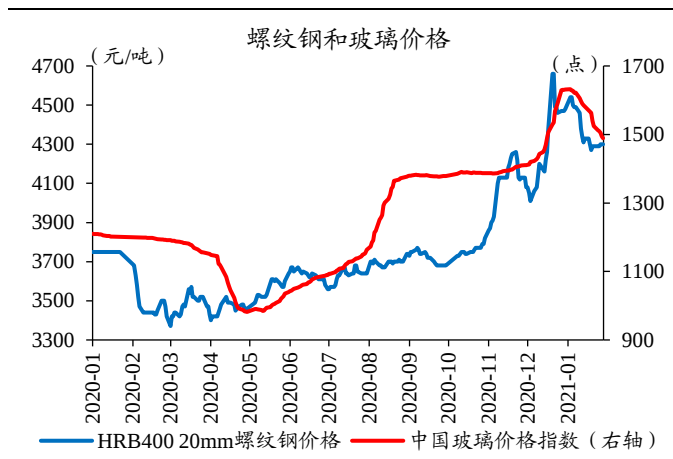
数据来源: Wind、开源证券研究所

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

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18315

