

2021 年 01 月 31 日

产需双双回落，景气高点已现

宏观研究团队

——宏观经济点评

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，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

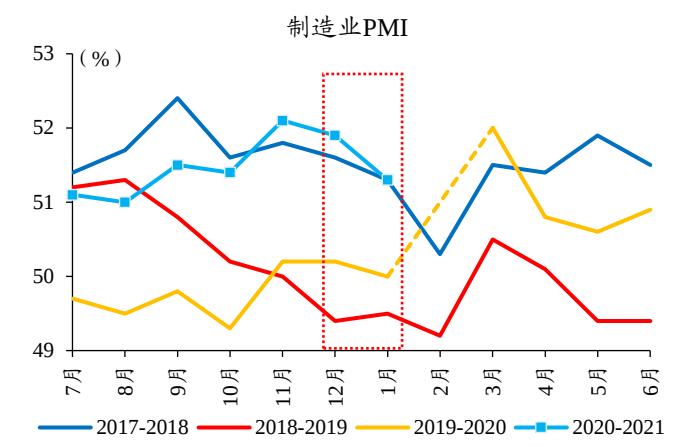
图表目录

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

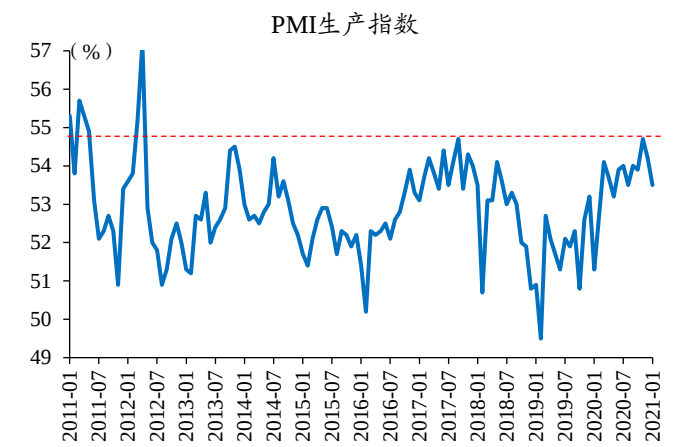
PMI 连续第二个月下行、产需双双回落，经济景气的高点已经出现。2021 年 1 月，制造业 PMI 为 51.3%，较上月下降 0.6 个百分点、降幅超季节性。其中，生产指数、新订单指数和新出口订单指数，分别下降 0.7、1.3、1.1 个百分点，产需双双回落。PMI 生产指数在 11 月达到近 8 年多的最高点 54.7%，目前已连续第 2 个月下降；新订单指数也从近年来的高位回落，均表明景气高点已经出现。

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

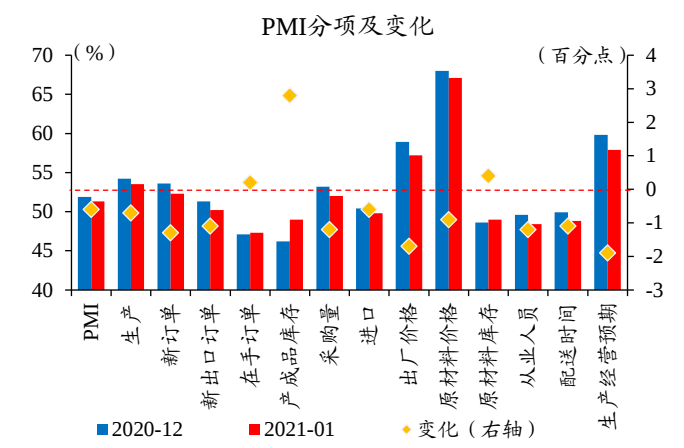
图2：PMI 生产指数从近 8 年多来的高点连续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

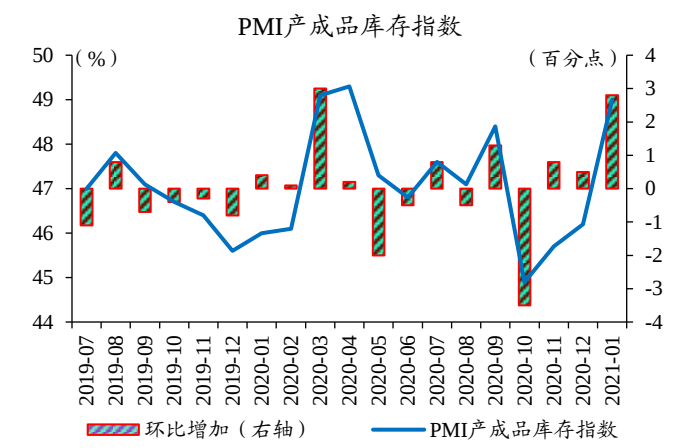
库存、价格、采购量等分项指标，也都同时指向了经济景气的回落。1 月，原材料和产成品库存指数，分别上升 0.4 和 2.8 个百分点；尤其是产成品库存指数，单月上行幅度几乎接近疫情期间的水平（3 个百分点）。产需回落背景下，制造业加速累库。1 月预期指数、采购量指数分别下滑 1.9 和 1.2 个百分点，企业对生产经营的预期下行。此外，出厂价格和原料价格均有回落，侧面反映了需求减弱。

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

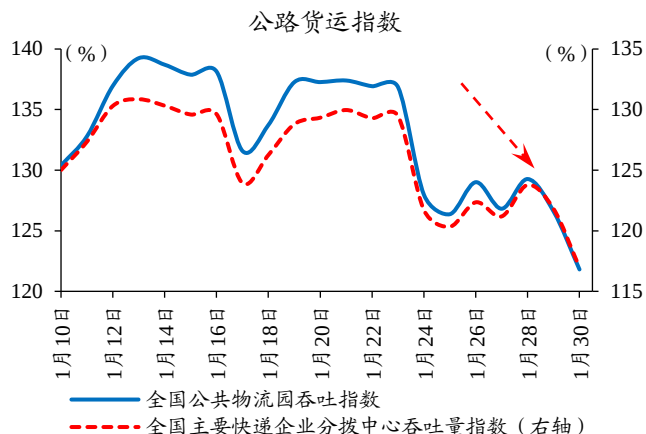


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、疫情反弹扰动工业生产，对服务业冲击较大

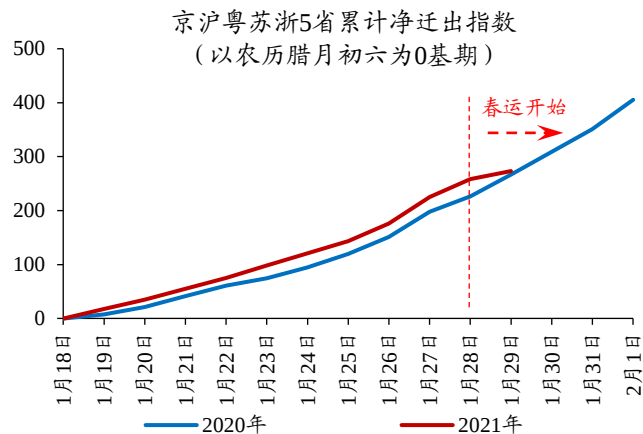
1月的景气下滑，还受到疫情的扰动，比如运输受阻、劳工返乡等。疫情对生产的扰动，集中体现在三个方面，一是个别城市“封城”，经济活动按下了“暂停键”；二是局部地区在疫情防控政策下，生产、采购、运输等受到一定阻滞；三是全国“就地过年”政策下，不少外出务工人员为规避春运期间的政策约束，而选择在春运开始之前就提前返乡。疫情扰动下，1月的生产活动，受到一定拖累。

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

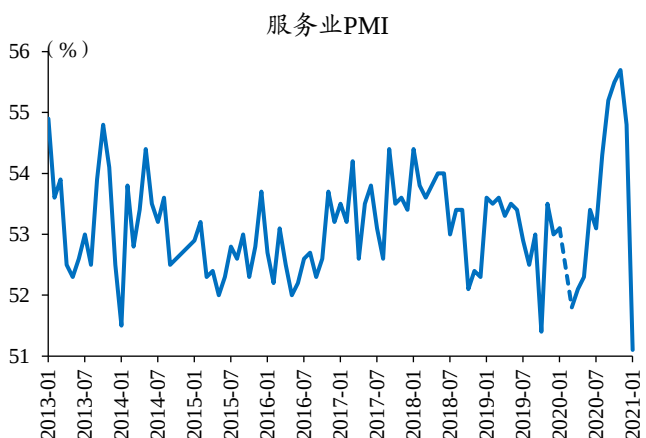
图6：部分外出务工人员，在春运开始前就返程



数据来源：百度迁徙、开源证券研究所

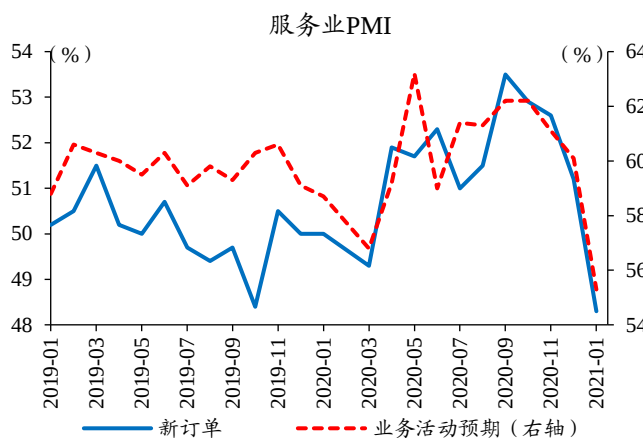
此外，服务业受疫情反弹的冲击较为明显，PMI创下除疫情当月之外的历史次低。1月，服务业PMI为51.1%、下滑3.7个百分点，创下历史次低点。其中，新订单指数为48.3%、下降2.9个百分点，已经落入临界值以下。业务活动预期指数降幅达4.8个百分点。疫情反弹和防疫举措收紧，对线下服务等影响较大。

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

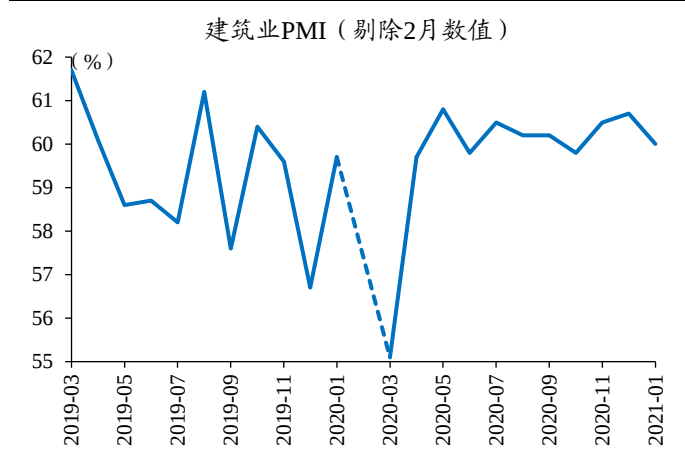


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、建筑业 PMI 保持高位、订单和预期大幅走弱

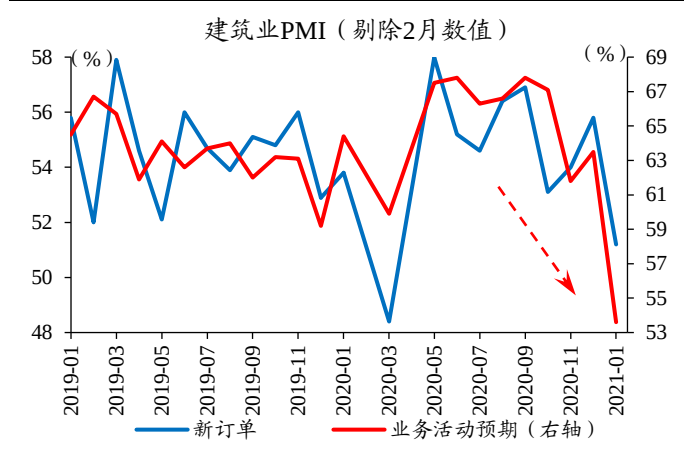
非制造业中，建筑业 PMI 保持相对高位，但新订单和预期均大幅走低。1 月建筑业 PMI 为 60%、下滑 0.7 个百分点，降幅远小于服务业，维持较高的景气度。但建筑业 PMI 新订单指数和业务活动预期指数，分别下降 4.6 和 9.9 个百分点。考虑到基建和房地产投资均已下行，建筑业 PMI 或指向相关领域的进一步回落。

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。

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_18365

