

2021年02月28日

景气延续回落，非制造业扰动明显

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

● 制造业 PMI 连续第 3 个月下行、降幅略大约可比年份同期，供需双双回落

2月，制造业 PMI 延续下行、低于市场预期，环比降幅大于春节时间相似的可比年份均值，供需分项也普遍回落。2月制造业 PMI 为 50.6%，低于市场预期 (50.7%)，环比下降 0.7 个百分点，降幅大于春节可比年份。生产和新订单指数，分别下降 1.6 和 0.8 个百分点，供需双双回落。PMI 生产指数在 2020 年 11 月触及近 8 年高点 54.7% 后，已连续第 3 个月下降；新订单指数也从高位区间下行。

对比中美 PMI 走势，疫情“错位”影响下、海内外经济也出现明显“错位”；2021 年，海外国内经济或呈“K 型”走势。2020 年下半年以来，美国制造业 PMI 趋势上行，伴随疫情逐步得到控制，海外经济活动仍处于快速恢复的通道中。海内外经济景气的分化，在商品市场也有体现：2020 年 11 月至今，原油等国际商品大幅上涨，而螺纹钢等内需相关商品则走势震荡，侧面反映了内外需的分化。

● 建筑业 PMI 大幅下降，基建、房地产等投资需求拉动项，均已经趋于下行

2月，建筑业 PMI 降幅明显；2020 年下半年来，新订单、业务预期等 PMI 分项趋势性下行，就地过年等短期扰动的影响仍需跟踪。2月建筑业 PMI 为 54.7%、大幅下降 5.3 个百分点。新订单、业务活动预期 PMI 分项，则分别提高 2.2 和 14.6 个百分点，或受到就地过年、疫情收尾等因素的短期提振。从走势来看，2020 年下半年来，建筑业订单和预期指数便趋势性走弱，节后建筑链景气仍需跟踪。

从宏观指标来看，基建、房地产等前期经济修复过程中的需求拉动项，均已趋于下行。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%；其中政府主导的铁路、公路等投资降幅更大，年底已降为负增长。伴随房地产调控加强，2020 年下半年土地成交走低，房地产投资增速也出现走弱迹象；年初以来，政策调控持续加码，或对房地产投资需求形成一定影响。

● 服务业 PMI 回落 0.3 个百分点，伴随疫情、春节等扰动减弱，或将逐步修复

疫情和春节等扰动下，服务业 PMI 小幅回落；伴随各项扰动减弱，企业对服务业修复预期较好。2月，服务业 PMI 为 50.8%、回落 0.3 个百分点。春节带来的季节性扰动及节前本土疫情等影响下，部分线下活动相关服务业受到压制，比如餐饮娱乐、旅游出行、交通运输等。但服务业业务活动预期指数为 63.2%，上升 7.9 个百分点，伴随各项短期扰动的减弱，企业对服务业的景气预期相对较好。

“后疫情”时期，全球政策“退潮”是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强。经济“错位”与信用“收缩”交织下，外需强于内需，2021 年海外国内经济或呈“K 型”走势。全球来看，10Y 美债收益率或突破 2%，加大风险资产波动。国内而言，需警惕政策“退潮”过程中，权益类资产估值压缩的风险；“紧信用”与“宽货币”背景下，长端利率债的中期下行趋势较确定。

● 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-商品视角，看内外需“K 型”分化》-2021.2.22

《宏观经济专题-转债市场的逻辑》-2021.2.21

《宏观经济专题-找准流动性的“脉搏”》-2021.2.21

目 录

1、 PMI 延续回落，重申景气的高点或已出现	3
2、 疫情叠加春节扰动，服务业景气持续承压	5
3、 风险提示	7

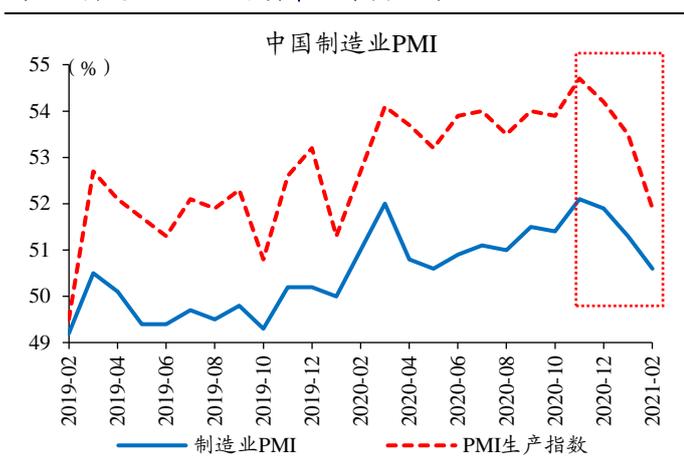
图表目录

图 1: 制造业 PMI 连续第 3 个月回落	3
图 2: 生产、需求相关的指标分项，均有所下行	3
图 3: 12 月工业增加值增速达 7.3%，为近年来较高水平	3
图 4: 社融增速拐点领先经济 2 个季度左右	3
图 5: 2020 年年中以来，基建投资增速趋势性回落	4
图 6: 2020 年年中以来，土地成交持续回落	4
图 7: 中美制造业 PMI 走势分化	4
图 8: 2020 年 11 月以来，国际商品价格大幅拉涨	4
图 9: 服务业 PMI 创下数据记录以来历史次低值	5
图 10: 建筑业 PMI 降幅超季节性	5
图 11: 疫情压制下，餐饮零售增速仍在 0 左右	5
图 12: 交通运输业受到疫情的持续影响	5
图 13: 2021 年春节，旅游出行等消费活动弱于正常年份	6
图 14: 服务业 PMI 预期相对较好	6
图 15: 跨省返乡人口约为 2019 年同期的一半	6
图 16: 建筑业新订单和预期趋势性下行	6

1、PMI 延续回落，重申景气的高点或已出现

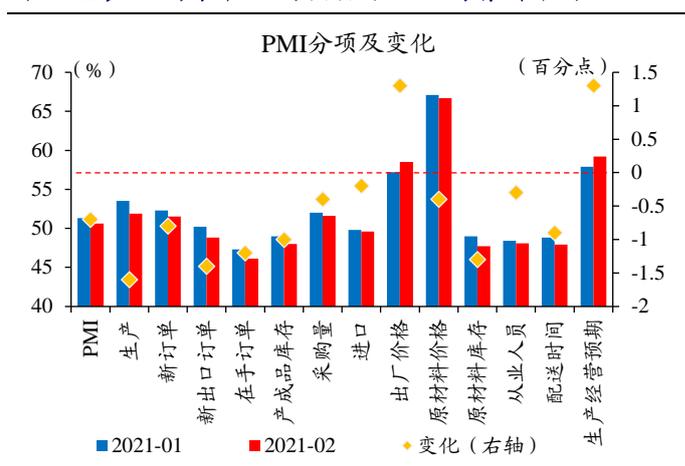
2月，制造业 PMI 延续下行、低于市场预期，产销分项指标普遍下行。2月 PMI 为 50.6%，低于市场预期（Wind 平均预期为 50.7%），环比下降 0.7 个百分点。历史来看，春节日期和 2021 年相近的可比年份¹，2月 PMI 较 1 月平均下滑 0.5 个百分点，本次降幅超季节性。主要分项来看，生产指数和新订单指数，分别为 51.9%、51.5%，较上月下降 1.6 和 0.8 个百分点，生产和需求景气双双回落。

图1：制造业 PMI 连续第 3 个月回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：生产、需求相关的指标分项，均有所下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

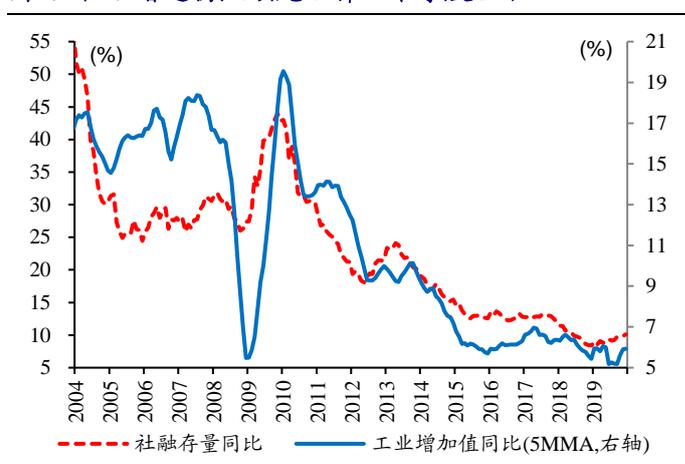
2020 年底以来，PMI 连续 3 个月下行，工业增加值等宏观指标也行至近年高位，经济高点或得到进一步确认。PMI 生产指数在 2020 年 11 月触及近 8 年来的高点 54.7% 后，目前已经连续第 3 个月下降。2020 年底，工业增加值增速达 7.3%，为近年来较高水平；社融增速已连续 2 个月明显回落，经验显示，社融增速拐点领先经济 2 个季度左右。

图3：12月工业增加值增速达 7.3%，为近年来较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：社融增速拐点领先经济 2 个季度左右

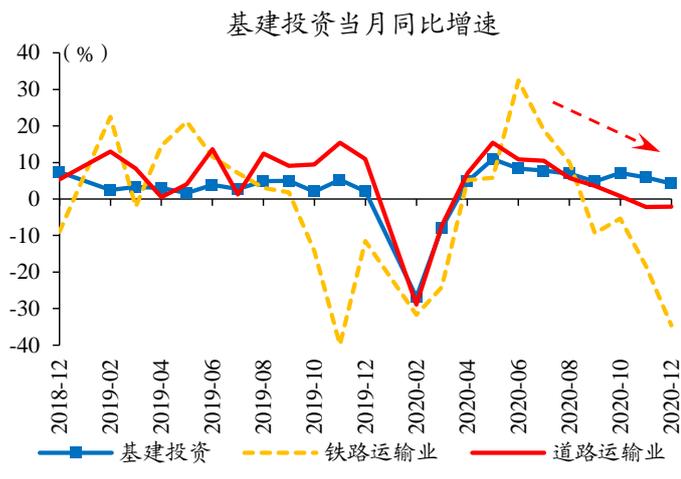


数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 2005 年、2013 年、2018 年，降幅分别为 0.2、0.3、1 个百分点。

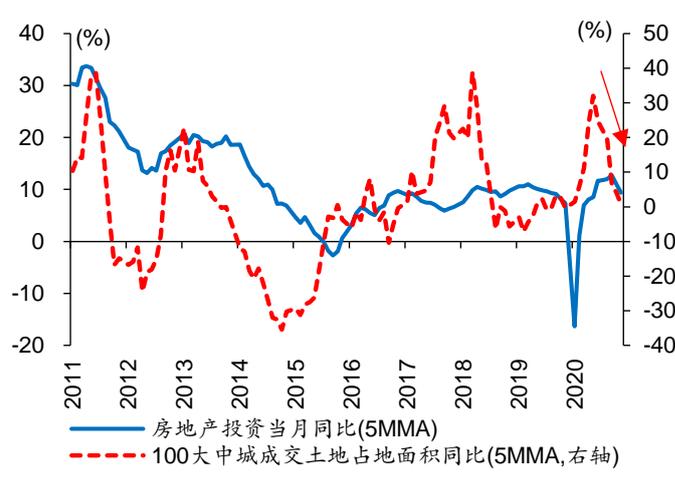
国内主要需求端，基建、房地产、汽车等前期经济修复过程中的拉动项，均趋于回落。基建链在2020年5月已见顶回落，其中政府主导的铁路、公路等投资，至年底已降为负增长；伴随地产调控加强，土地成交持续回落，投资也已现走弱迹象。汽车的生产和消费，在2020年7月达到高点后逐步回落，汽车销售增速年底出现加速下滑。总体来看，需求端的拉动力量减弱迹象明显。

图5: 2020年年中以来，基建投资增速趋势性回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

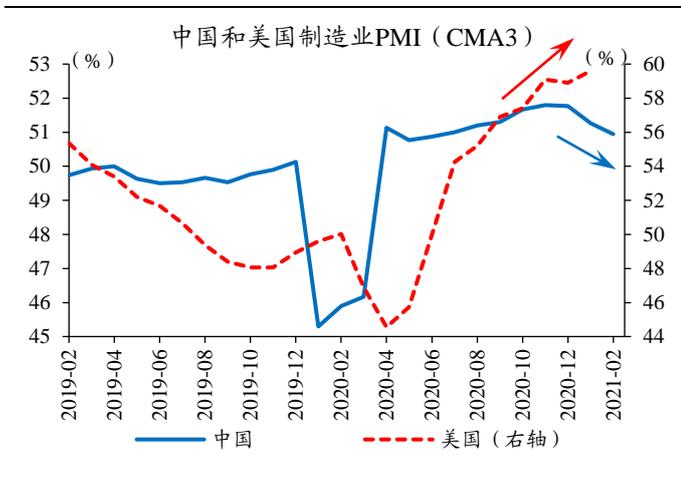
图6: 2020年年中以来，土地成交持续回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

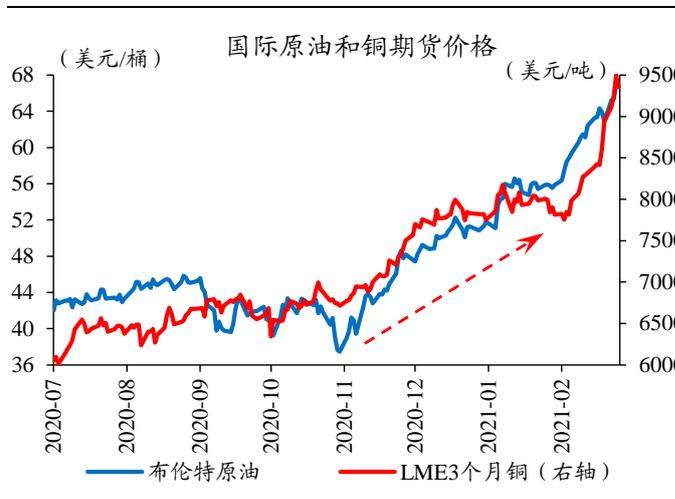
疫情“错位”影响下，海内外经济也出现明显“错位”，海外国内经济或呈“K型”走势。2021年1月，美国制造业PMI达58.7%，处于较高景气区间。2020年下半年以来，美国经济景气便持续抬升；伴随疫苗加速推广、疫情逐步控制，经济活动仍在快速恢复通道中。商品市场对此也有侧面验证：2020年11月以来，和海外需求密切相关的国际商品价格大涨，原油和铜分别最高上涨79%和41.5%（截至2月25日）；内需相关的商品，如螺纹钢和玻璃，12月中旬以来行情震荡，折射了国内外需求的分化。

图7: 中美制造业PMI走势分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2020年11月以来，国际商品价格大幅拉涨

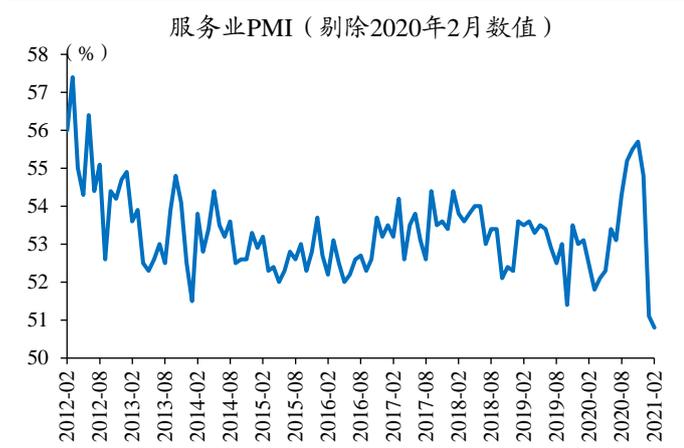


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、疫情叠加春节扰动，服务业景气持续承压

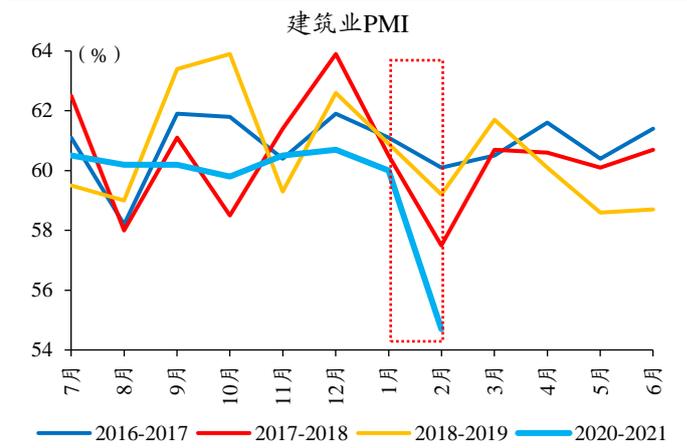
2月，非制造业延续下行，服务业 PMI 创下除疫情期间的历史低位，建筑业 PMI 降幅也大于季节性。非制造业 PMI 为 51.4%，较 1 月下降 1 个百分点、连续第 3 个月回落。其中，服务业 PMI 降至 50.8%，进一步回落 0.3 个百分点，为除了疫情当月（2020 年 2 月）的历史低位。2 月建筑业 PMI 为 54.7%、超季节性下降 5.3 个百分点、降幅明显。

图9：服务业 PMI 创下数据记录以来历史次低值



数据来源：Wind、开源证券研究所

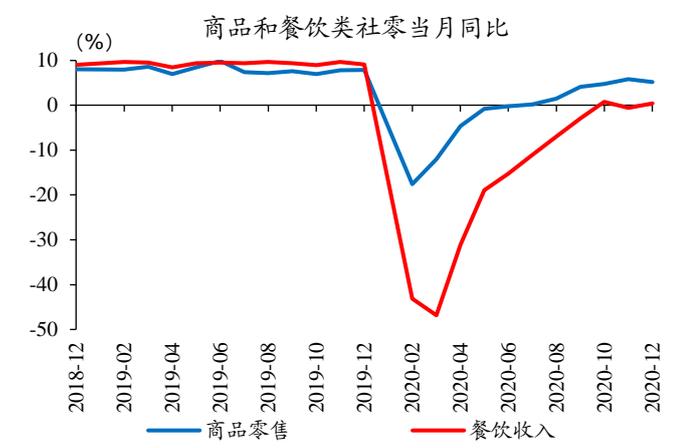
图10：建筑业 PMI 降幅超季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

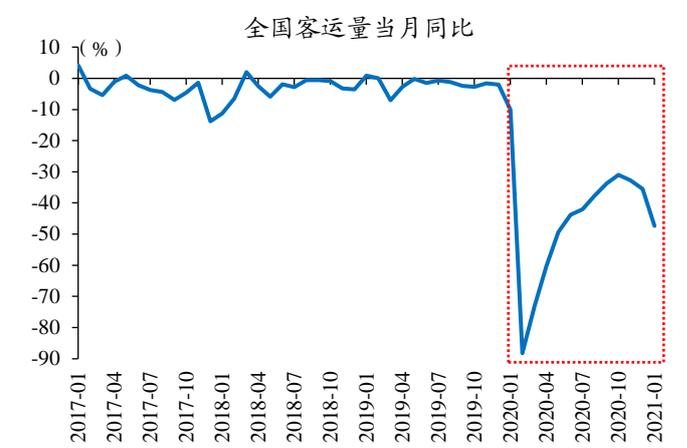
疫情和春节等扰动下，服务业 PMI 小幅回落；伴随各项扰动减弱，企业对服务业修复预期较好。疫情对部分服务业形成了持续压制，比如 2020 年 4 季度，餐饮类消费品零售额基本 0 增长，较疫情前增速降幅近 10 个百分点；春运期间（截至 2 月 26 日），旅客累计发送量较 2019 年同期降幅约 75%，春节假期，旅游收入较 2019 年降幅超 40%。从市场预期看，服务业业务活动预期指数为 63.2%，上升 7.9 个百分点，伴随节前疫情的扰动减弱，企业对服务业景气预期较好。

图11：疫情压制下，餐饮零售增速仍在 0 左右



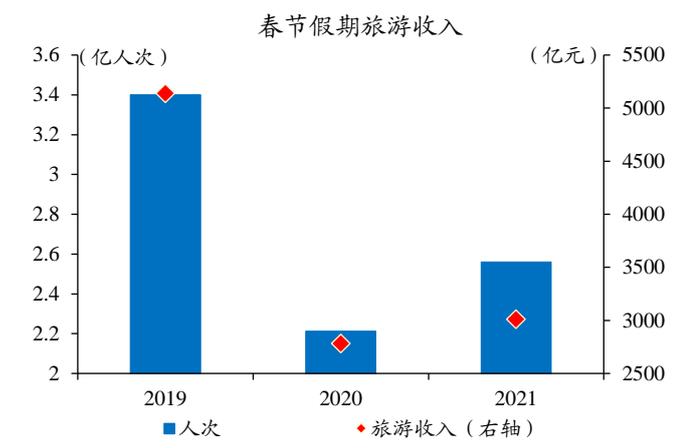
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：交通运输业受到疫情的持续影响



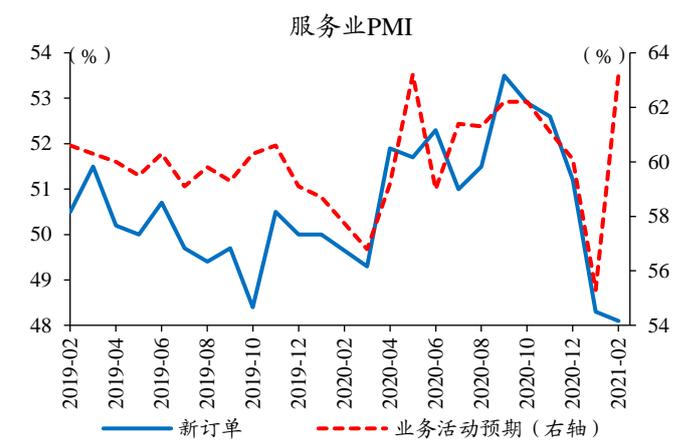
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13: 2021年春节, 旅游出行等消费活动弱于正常年份



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 服务业PMI预期相对较好



数据来源: Wind、开源证券研究所

2月, 建筑业PMI降幅明显; 2020年下半年来, 新订单、业务预期等PMI分项趋势性下行, 就地过年等短期扰动的影响仍需跟踪。2月建筑业PMI(商务活动指数)下降5.3个百分点, 而新订单、业务活动预期PMI分别提高2.2和14.6个百分点, 走势均超季节性。伴随1月份国内本土疫情的收尾, 建筑业的预期或有所修复; 就地过年政策下, 劳工输入省份返乡人口, 仅为正常年份的一半, 对节后复工预期也形成一定支撑。但趋势上来看, 2020年下半年, 建筑业预期和订单持续回落, 短期因素的扰动程度, 仍需进一步跟踪。

图15: 跨省返乡人口约为2019年同期的一半

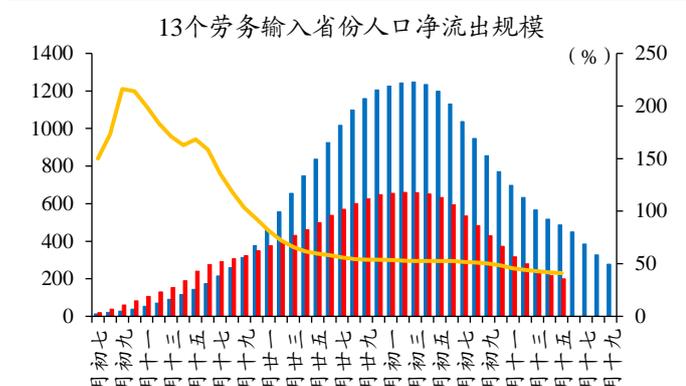
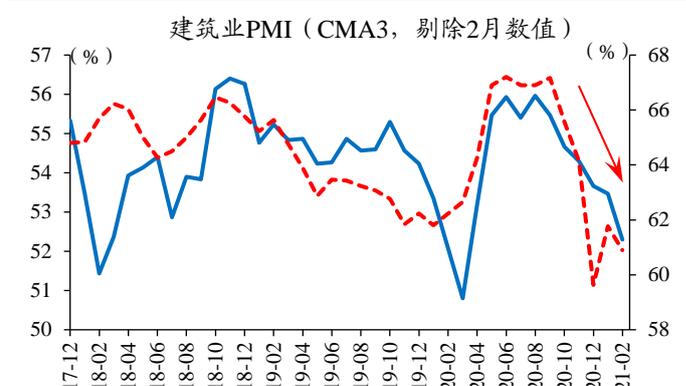


图16: 建筑业新订单和预期趋势性下行



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_17897

