

## 外需回落致需求减弱，小企业情况在改善

——2021年1月PMI数据点评及债市观点

### 要点

#### 事件

2021年1月份中国制造业PMI为51.3%，比2020年12月回落0.6个百分点；非制造业商务活动指数为52.4%，比上月回落3.3个百分点；综合PMI产出指数为52.8%，比上月回落2.3个百分点。

#### 点评

**制造业：出口新订单回落引致需求扩张力度减弱，小型企业现积极变化。**生产指数虽处较高水平，但回落速度较快。需求回落较快，但主要来自外需的影响。两项价格指数均现自然回落，但购进价格与出厂价格指数差值进一步拉大。两项库存指数均现上升，且产成品库存指数上升更为显著，企业仍处在主动补库存阶段。小企业PMI有所改善，是基本面的积极因素，需要关注持续性。

**非制造业：服务业有所恶化，新订单指数明显下降。**1月非制造业商务活动指数为52.4%，比2020年12月下降3.3个百分点，下降明显，说明复苏势头有所放缓。从行业来看，服务业活动指数快速下降，是非制造业商务活动下降的主因。从需求来看，1月非制造业商务活动新订单48.7%，比2020年12月下降3.2个百分点，下降同样明显，且降至荣枯线以下，需求有走弱势头。从业人员指数连续3个月回落，服务业就业情况有所恶化。

**后续**，经济继续恢复增长仍然是主基调，但需要关注疫情发散式出现带来的衍生风险。另外，1月制造业新出口订单指数只有50.2%，离荣枯线已是一步之遥，将决定基本面恢复的强度，因此非常关键，需密切关注。

#### 债市观点

近期流动性环境稍紧，长端利率在3.15%左右窄幅波动，而短端利率呈持续上升态势，国债10年期与1年期利差则重新下降，已经从1月中上旬的80bp左右下降至目前的60bp左右。我们一直提醒投资者，春节前不宜对流动性过于乐观；预计10Y国债收益率后续将运行于[3.0%,3.3%]之间，持续向上和向下突破的难度均较大。

#### 风险提示

目前境外仍处于新冠疫情快速蔓延过程中，疫苗虽然已经上市，但要普遍接种仍需要一定时间，后续全球经济复苏的不确定因素仍然较多；国内病例发散式出现，经济仍处在恢复性增长进程中，后续演变仍有不少不确定性；政策的实施效果同样有不少不确定性。

#### 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

021-22169112

zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

weiwx@ebsecn.com

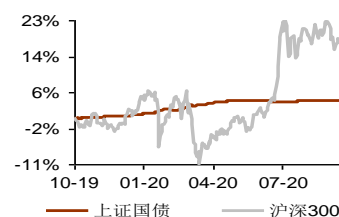
联系人：李枢川

执业证书编号：S0930119120016

010-58452065

lishuchuan@ebsecn.com

#### 大盘走势图



资料来源：Wind

#### 相关研报

指数高位自然回落，价格环境有喜有忧——2020年12月PMI数据点评及债市观点 (2020-12-31)

普遍改善预示复苏加快，但就业仍显不足——2020年11月PMI数据点评及债市观点 (2020-11-30)

价格环境改善，小企业和就业问题仍存——2020年10月PMI数据点评及债市观点 (2020-10-31)

供需皆向好但价格是隐忧——2020年9月PMI数据点评及债市观点 (2020-09-30)

## 1、事件

2021年1月31日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了1月中采PMI指数。1月份中国制造业PMI为51.3%，比2020年12月回落0.6个百分点；非制造业商务活动指数为52.4%，比上月回落3.3个百分点；综合PMI产出指数为52.8%，比上月回落2.3个百分点。

## 2、点评

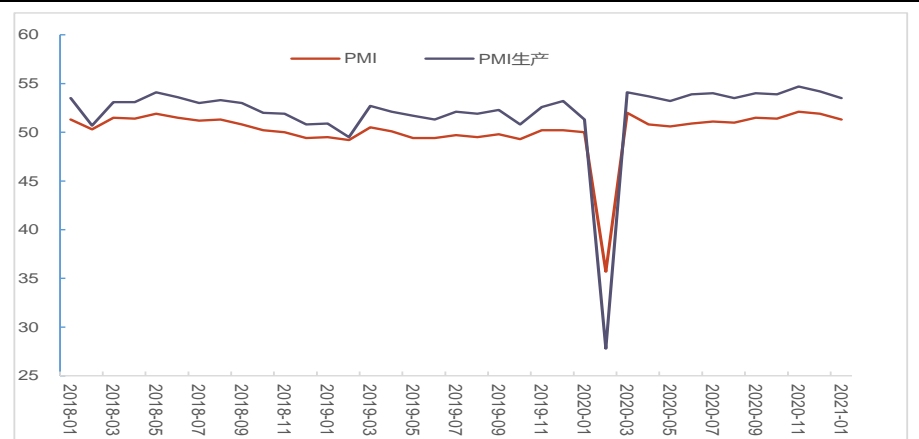
### 2.1、制造业：出口新订单回落引致需求扩张力度减弱，小型企业现积极变化

1月份中国制造业PMI为51.3%，连续10个月位于荣枯线以上，但比2020年12月回落0.6个百分点，且是连续两个月出现回落（2020年12月较2020年11月低0.3个百分点）。在12月PMI数据点评中，我们指出，制造业PMI在2020年11月创2017年10月以来新高后，随着基本面的逐步回归正常，后续指数也会自然回落，逐步向正常水平收敛。1月制造业PMI回落明显，有继续向常态回归的因素在，也有季节性因素的影响（春节前后是我国制造业传统淡季），也有疫情的影响（近期局部散发性疫情对企业生产经营会产生一定影响），因此需要从结构方面进行更深入的分析：

#### 1) 生产指数虽处较高水平，但回落速度较快。

1月PMI生产指数53.5%，较上月回落0.7个百分点。回顾去年复工复产以来PMI生产指数情况，2020年3月PMI生产指数创下54.1%的前期年内高点后，4至6月稍有回落，7月、9月均再次升至54.0%，10月PMI生产指数稍有回落，而11月则创2020年内新高，12月在寒冬影响以及自然回落两方面因素共同作用下指数下降0.5个百分点（但仍处于较高水平）。1月生产指数回落我们认为与以下两个方面原因有关：一方面由于寒冬来临，1月生产可能受到一定程度影响；另一方面，在11月指数创新12年4月以来新高后，回落也属自然现象。1月PMI生产指数出现0.7个百分点回落（回落幅度比2020年高0.2个百分点），其中虽有春节前淡季影响，但从2010年以来1月均值来看（2010-2021年1月，PMI生产均值为53.3%），2021年1月PMI生产指数回落较快，其中虽有疫情反复的影响，但是需求的减弱也是其中不可忽略的部分（后文将进一步阐述）。

图1：1月制造业PMI和生产指数均继续回落

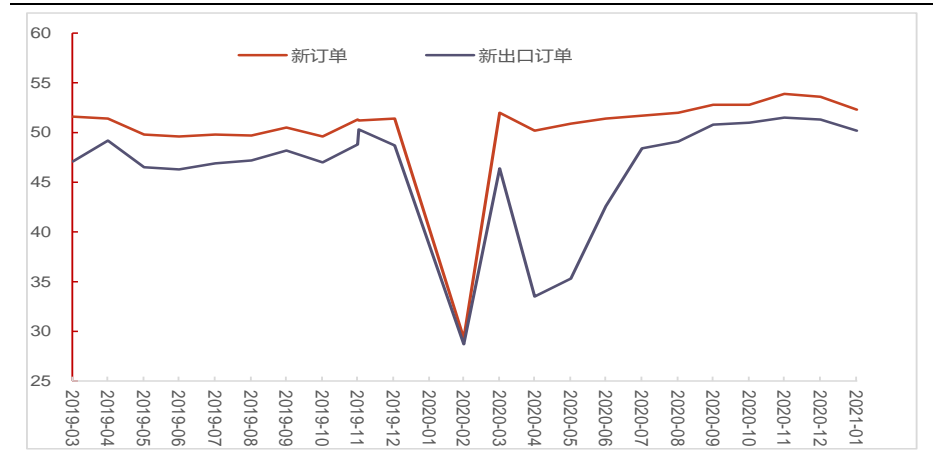


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2) 需求回落较快，但主要来自外需的影响。

1月新订单和新出口订单指数分别为52.3%、50.2%，新订单指数连续11个月处于荣枯线以上，新出口订单则连续5个月处于荣枯线以上，但分别比2020年12月下降1.3、1.1个百分点，均出现了明显下降，从数据表现来看，外需下降是需求下降的主要推力。相较诸多PMI分项聚焦国内基本面，新出口订单的变化可以适当排除春节因素和国内疫情反复带来的影响。1月PMI新出口订单指数出现1.1个百分点的下降，下降幅度比较显著。随着疫苗的上市，一些经济体的生产也开始出现一定程度的恢复，而这可能使得之前由于“订单归集效应”带来的出口需求迅速下降。1月PMI新出口订单指数的快速下降可能正是这一情况的反映。

图2：1月需求指数回落较快，外需下降是主要推力

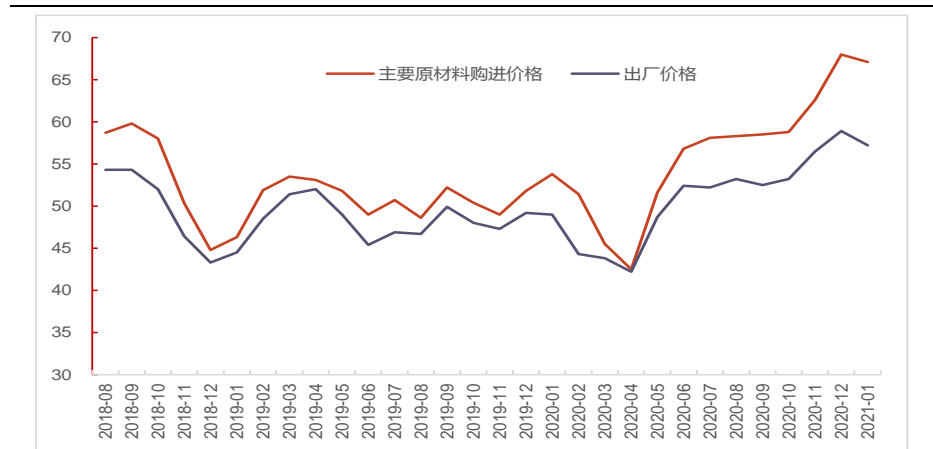


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 3) 两项价格指数均现自然回落，但购进价格与出厂价格指数差值进一步拉大。

1月原材料购进价格指数、出厂价格指数分别为67.1%、57.2%，分别较2020年12月下降0.9、1.7个百分点。从数据表现来看，2020年12月两项价格指数均创下2017年10月以来新高，2021年1月出现一定回落是超高回落亦属自然。而从结构来看，购进价格指数表现更强，一方面目前点位仍较出厂价格要高，另一方面1月下降的幅度也更低，表现为原材料购进价格与出厂价格指数的差值在1月进一步攀升到9.9个百分点（2020年11、12月分别为6.1、9.1个百分点），整体说明企业成本上升更快，这可能制约企业后续的盈利能力。

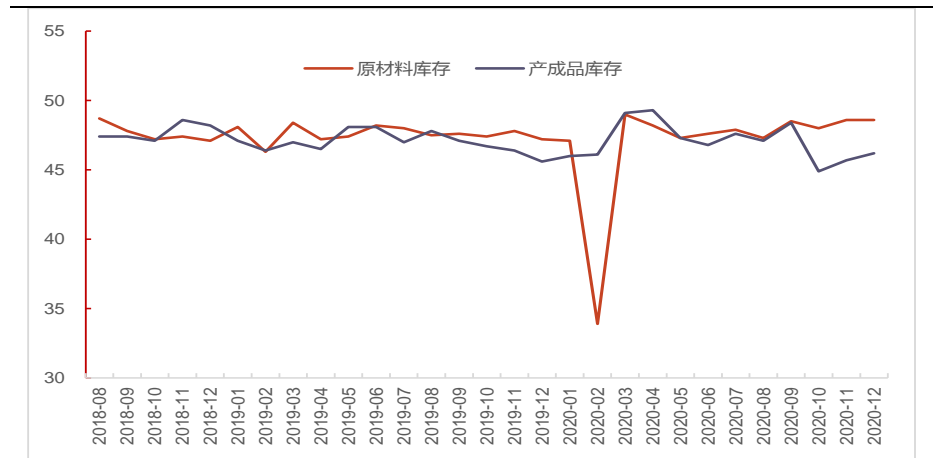
图3：两项价格指数差值进一步加大



#### 4) 两项库存指数均现上升，且产成品库存指数上升更为显著，企业仍处在主动补库存阶段。

1月原材料库存指数、产成品库存指数分别为49%、49%，较2020年12月分别上升0.4、2.8个百分点，尽管两项库存指数均继续处于荣枯线以下，但1月均出现一定程度上升，且产成品库存指数上升明显。从1月27日国家统计局公布的12月规模以上工业企业运行数据分析可以发现，目前工业企业仍处于主动补库存阶段。从PMI数据来看，2020年9月开始，原材料库存指数和产成品库存指数均走出下降通道转为回升，10月两项指数稍有下降，但11月两项指数均快速出现回升，12月则出现原材料库存指数持平而产成品库存指数继续攀升的情况。今年1月，两项指数均现上升，而产成品库存指数上升非常显著，说明制造业企业仍处于主动补库存的阶段，且产成品端库存累积更快。

图4：1月原材料库存和产成品库存指数均现上升，后者上升更为显著

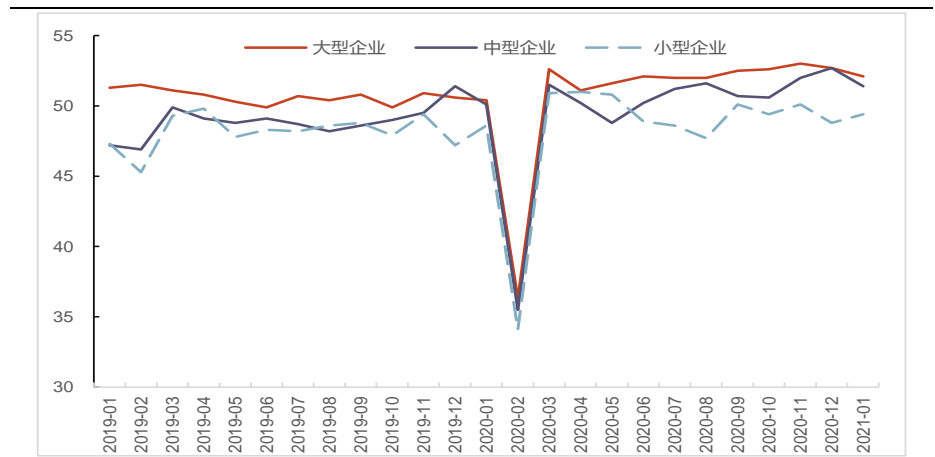


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

#### 5) 小企业 PMI 有所改善，是基本面的积极因素，需要关注持续性。

在以往的报告中，我们一直指出，虽然经济整体仍处于复苏阶段，但小企业、个体户等经营情况仍并不理想，小企业 PMI 与整个 PMI 走势同步问题一直为市场所关心。2020年6-8月两者不同步情况明显，表现为全体 PMI 向好，但小企业 PMI 表现不佳，9月这一情况得到一定改善。而10-12月两者进一步分化。2020年12月大型企业 PMI 为52.7%，仍高于临界点，中型企业 PMI 为52.7%，(比11月上升0.7个百分点)，小型企业 PMI 则为48.8%，再次降至荣枯线以下。2021年1月，分化情况继续，但也呈现一定变化：一是大、中型企业 PMI 均在荣枯线以上，而小型企业继续在荣枯线以下；二是大中型企业 PMI 分别比上月回落0.6、1.3个百分点，而小型企业 PMI 则逆势上升0.6个百分点。从目前基本面恢复情况来看，小企业复苏的情况是后续经济复苏的不确定性因素，1月小型企业 PMI 虽继续处于荣枯线以下，但情况有所改善，是基本面的积极因素。但目前疫情发散式出现，后续小企业的经营情况还需要继续观察，整体而言，也需要政策的给予一定的倾斜。

图 5：1 月大中小型企业 PMI 继续分化，小型企业情况有所改善

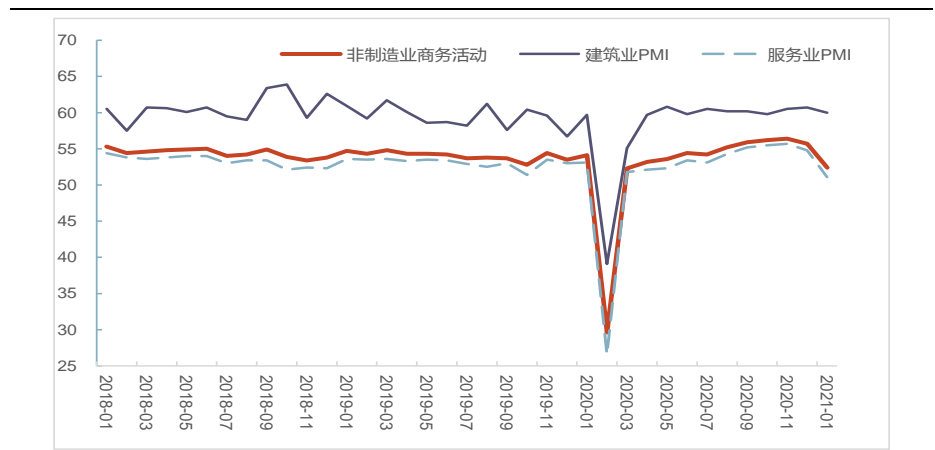


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

## 2.2、非制造业：服务业有所恶化，新订单指数明显下降

1 月非制造业商务活动指数为 52.4%，比 2020 年 12 月下降 3.3 个百分点，下降明显，连续 11 个月高于临界点说明非制造业保持恢复态势，但 1 月指数快速下降，说明势头有所放缓。**从行业来看，服务业活动指数快速下降，是非制造业商务活动下降的主因。**1 月建筑业商务活动指数为 60.0%，比 2020 年 12 月下降 0.7 个百分点，建筑业商务活动仍处于较高水平；服务业商务活动指数为 51.1%，比上月下降 3.7 个百分点，服务业活跃程度快速下降是非制造业商务活动快速下降的主因。

图 6：1 月非制造业商务活动下降明显，服务业是主因



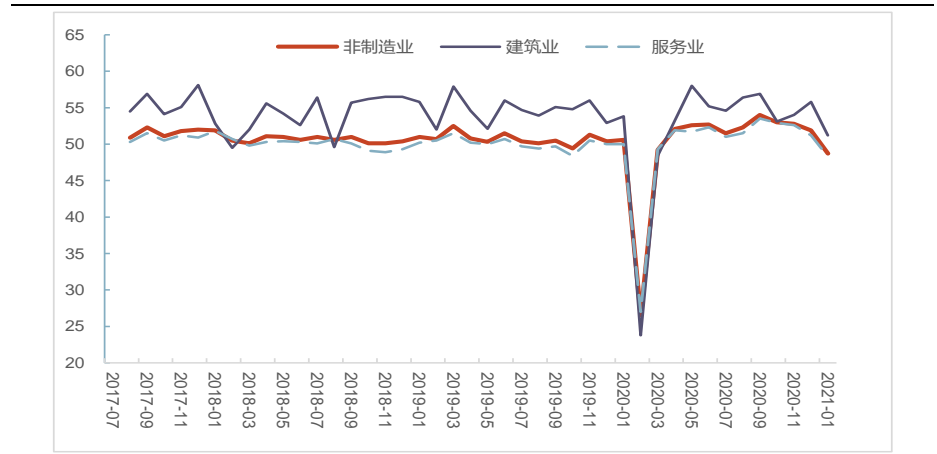
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

**从需求来看**，1 月非制造业商务活动新订单 48.7%，比 2020 年 12 月下降 3.2 个百分点，下降同样明显，且降至荣枯线以下，说明需求有走弱势头。分行业看，建筑业新订单指数为 51.2%，比上月回落 4.6 个百分点；服务业新订单指数为 48.3%，比上月下降 2.9 个百分点。

**从业人员指数连续 3 个月回落，服务业就业情况有所恶化。**1 月非制造业从业人员指数为 47.8%，比 2020 年 12 月回落 0.9 个百分点，连续 3 个月回落且持续处于荣枯线以下。分行业看，1 月建筑业从业人员指数 52.8%，比上月上升 0.1 个百分点；1 月服务业从业人员指数为 46.9%，比上月下降 1.1 个百分点，持续处于荣

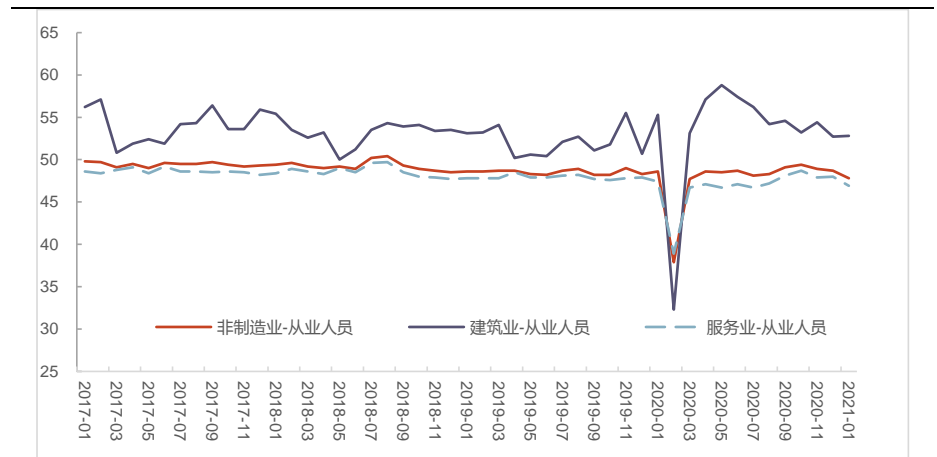
枯线以下，且1月有所恶化，说明服务业就业压力较大，1月在疫情影响下有所加剧。

图 7：1月新订单指数均现明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

图 8：1月服务业就业情况有所恶化



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

从经济指标的表现来看，目前经济仍复苏通道中，有些经济指标的已经恢复至疫情

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\\_18322](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18322)

