

2021年01月31日

宏观研究

研究所

证券分析师：  
021-61981316樊磊 S0350517120001  
fanl@ghzq.com.cn

## 季节和疫情因素对 PMI 数据造成影响

### ——1月 PMI 数据点评

#### 相关报告

《1月美联储议息会议点评：继续传递鸽派信号》——2021-01-29

《12月财政数据点评：财政收入高增长》——2021-01-29

《四季度经济数据点评：经济超预期复苏》——2021-01-19

《12月进出口数据点评：外部需求继续保持较高增长》——2021-01-15

《12月 PMI 数据点评：制造业维持高景气，工业品价格回升加速》——2020-12-31

#### 事件：

1月31日，国家统计局公布1月制造业 PMI 为 51.3（前值 51.9），同时服务业 PMI 明显下滑到 52.5（前值 55.7%）。我们认为制造业 PMI 的回落相当程度受到季节因素的影响，不宜过早做出景气程度出现拐点的判断，但是疫情对于服务业部门的冲击可能导致短期服务业景气明显下行。政策展望方面，由于一季度经济环比的不确定性较高，在近半个月以来货币市场短端利率中枢已经回到政策利率水平之后，我们预计短期货币当局或进入观望状态。

#### 投资要点：

##### ■ 制造业 PMI 下滑与季节因素有较大关系。

虽然制造业 PMI 较上个月下滑 0.6，但是与 2021 年类似的春节在 2 月 10-15 号的 2010 年和 2013 年来看，1 月的 PMI 都较此前的 12 月下滑，幅度为 0.8 和 0.2。考虑到 2009 年底的经济处于景气回落而 2012 年底的经济处于景气回升阶段，当前 0.6 的下滑不宜被过度解读为制造业已经出现拐点。就我们看来，包括新订单，生产等重要子指数的下滑可能与季节性的因素都有关系。

从内需来看，高频数据显示即使不考虑去年同期的低基数因素，30 城房地产销售仍然处于较好的状态，与一线城市地产销售偏强有关；当然，100 大中城市土地成交总价同比仍在持续下滑。受到房地产调控持续加强的影响，近几个交易日以来螺纹钢价开始回落，而库存同比也见底回升。我们预计房地产投资短期仍有望维持较高的增速，但是可能逐步回落。水泥玻璃等建材价格近期的回落一方面与冬季施工受到影响有关，一方面可能也意味着基建地产投资有逐步下行的压力。然而考虑到企业盈利的高增长以及统计局披露 1 月消费品行业 PMI 的回升来看，制造业投资和终端消费对于消费品制造部门的支持仍是制造业维持景气的重要支撑因素。

从外部需求来看，出口订单子指数明显下滑，除了季节性因素的影响，我们认为中国出口也受到航运成本、人民币汇率升值、以及原材料成本上升的影响，环比回落还是符合预期的（《1 月份贸易数据点评》1 月 15 日）。进口子指数的下滑可能与海外疫情复发国内对

海外进口产品需求下降有关，不见得直接与国内需求走弱相关联。

■ **工业品价格同比有望持续回升。**

本月主要原材料购进价格指数为 67.1，虽较上个月的 68 略有回落但是仍处于较高水平。1 月份布伦特油价和 CRB 现货价格指数都持续回升，意味着 PPI 环比仍将明显上行。结合基数，我们预计 1 月 PPI 同比可能持续反弹。

■ **受到疫情冲击，服务业景气明显回落**

服务业 PMI 的大幅回落超出我们的预期。可能与疫情冲击服务业需求与供给有关，对短期经济增长会造成一定影响。

■ **1 季度经济环比的不确定性较大，政策可能进入观望期。**

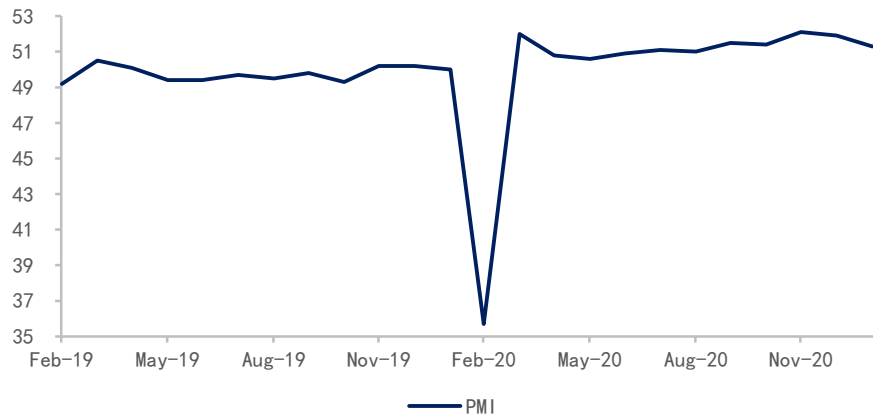
由于低基数的原因，1 季度 GDP 增速同比可能超过 18%，甚至有望达到更高的水平，但是环比增速的不确定性较大。2020 年 4 季度环比增速较高，一季度大概率会有所回落，但是其增速与潜在经济增速（6%或稍低一点）孰高孰低仍有重要意义。如果环比增长高于潜在增速水平，可能意味着制造业部门的产出缺口进一步扩大，企业盈利会进一步边际改善，反之则可能导致剔除基数效应的企业盈利周期见顶回落。

从目前来看，商品消费、制造业投资可能在环比上对一季度经济构成支撑，但是受到疫情冲击的服务消费，以及地产和出口则都有可能环比回落的压力。当然，最后的结果取决于改善的程度与回落程度的对冲结果。

在近半个月以来货币市场超预期上行、短端利率中枢（如 DR007）已经回到政策利率水平（2.2%左右）之后，我们预计短期货币当局或进入观望状态，进一步收紧的空间不大。

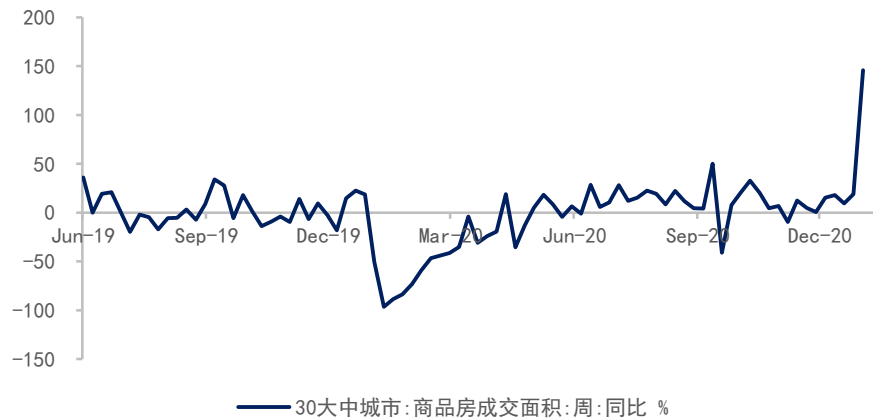
**风险提示：经济、政策不及预期，国内外疫情、中美关系持续恶化**

图 1: 制造业 PMI 指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 30 大中城市商品房成交面积同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 螺纹钢市场价格



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

## 【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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\\_18339](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18339)

