

宏观观点评

1月PMI降幅为近十年同期最大，有5个信号

事件：1月制造业PMI 51.3%（前值51.9%）；非制造业PMI 52.4%（前值55.7%）。

核心观点：季节性和疫情拖累PMI，关注“就地过年”对生产的拉动可能不及预期。

1、1月制造业、非制造业PMI均明显回落，主因季节性、冬季疫情和“就地过年”。1月制造业PMI 51.3%，环比回落0.6个百分点（降幅为5月以来最大，也是2012年以来同期最大；近10年1月PMI平均环比下跌0.2个百分点），与近期高炉开工率、发电企业日均耗煤环比回落相互验证，主因除了传统春节生产淡季，可能还包括冬季疫情、“就地过年”、出口圣诞季高增后回落等等。分项跌多涨少，其中：1月生产指数、新订单指数分别回落0.7、1.3个百分点至53.5%、52.3%；同时，1月非制造业PMI大幅回落3.3个百分点至52.4%，其中服务业受冲击明显。我们曾在前期报告中指出：“本轮冬季疫情从2020年12月下旬开始逐步扩散，当期经济数据可能没有完全体现其影响”（具体请参考《超预期的表与里—2020经济全面回顾与2021展望》），本月制造业、非制造业PMI普遍回落，均与冬季疫情爆发，防疫限制收紧的影响显现有关。

2、分项看，提示重点关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端的5大信号：

1) 产需普遍回落，疫情影响显现。供给端，1月PMI生产指数回落0.7个百分点，需求端，PMI新订单指数回落1.3个百分点，均是连续第2个月回落，反映制造业生产扩张和下游需求修复均继续放缓。其中需求端回落相对更多，结合本月制造业从业人员和供应商配送时间指数回落幅度均较大，可能与疫情影响员工正常到岗，加之“就地过年”政策逐步收紧下，部分人员为减少麻烦提前返乡，企业用工缺口加大、部分地区物流放缓有关，受此影响，预计“就地过年”对生产端的拉动作用可能小于我们此前预期（具体请参考《“就地过年”对经济冲击有多大？》）。分行业看，食品、有色、电子等行业增长仍较快；纺织、化工等行业产需有所回落。

2) 进出口订单均回落，预示出口景气有所下降。1月新出口订单回落1.1个百分点至50.2%，连续第2个月回落，预示出口景气有所下降，可能与前期圣诞季海外需求集中释放，全球疫情震荡回落、供给开始恢复有关，后续应密切关注出口端边际变化。本月PMI出口指数与中国出口集装箱运价指数(CCFI)持续上行产生背离，原因可能在于CCFI还受到供给端运力持续紧张影响，未能及时反映需求端出口景气的回落。1月进口订单回落0.6个百分点至49.8%，自2020年9月首次降至收缩区间，反映了冬季疫情对内需的冲击。

3) 价格小幅回落、1月PPI有望转正；库存持续回补，全面补库可能即将到来。价格方面，受上游大宗价格涨势放缓，中游工业品价格多数回落影响，1月原材料价格指数、出厂价格指数分别回落0.9、1.7个百分点至67.1%、57.2%；预计1月PPI同比可能转正，预计升至0.1%附近；内外需拉动下，预计2021年PPI同比由-1.8%升至2%甚至3%以上。库存方面，1月PMI原材料、产成品库存指数分别回升0.4、2.8个百分点至49.0%、49.0%，均是连续第3个月走平或回升，反映企业补库意愿继续提升，但应注意本月产成品库存回升较多，可能与疫情影响下需求明显放缓导致被动补库有关。延续前期观点：目前库存水平不低，但随着疫苗逐步推广，经济复苏、需求回暖仍是大趋势，预计库存整体仍趋震荡上行，全面补库可能即将到来。

4) 小企业景气微升、但压力仍大，整体就业有所回落。1月大中小企业PMI分别变动-0.6、-1.3、0.6个百分点至52.1%、51.4%、49.4%，小企业经营状况小幅好转，但继续位于临界点以下，景气度仍偏弱。1月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别变动-1.2、-1.1、0.1个百分点至48.4%、46.9%、52.8%，整体就业有所回落。

5) 服务业景气大幅回落，建筑业季节性小降。1月服务业PMI大幅回落3.7个百分点至51.1%，连续第2个月回落，疫情冲击明显。分行业看，本月交通运输及住宿餐饮、文体娱乐等接触式、聚集性消费行业商务活动指数明显回落，均降至收缩区间，“就地过年”政策和冬季疫情的影响显现。1月建筑业PMI小幅回落0.7个百分点至60.0%，主要应是受冬季低温天气及春节淡季影响。

3、总体看，1月PMI在季节性和疫情冲击下普遍回落，但经济仍处于修复趋势。延续前期观点，预计“就地过年”对经济总体影响偏负面，Q1实际GDP增速可能接近市场预期下限（18%-19%）。同时，鉴于短期内国内经济受疫情扰动明显，小企业景气度仍低，整体就业和出口景气也有所回落等因素，我国政策主基调仍是稳字当头，不急转弯（要转弯+不会急），短期看央行大概率加大净投放“跨年”、呵护资金面，中期看“防风险、稳杠杆、收信用”仍是必选项、但过程会较缓和。我们继续提示紧盯四条线索：1）“就地过年”扰动；2）地方两会和“十四五”规划的具体信号；3）海外情况（如拜登新政及对华政策调整、欧美疫苗疫情进展等）；4）PPI走势和库存变化趋势。

风险提示：政策收紧超预期，疫情演化超预期，中美冲突超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

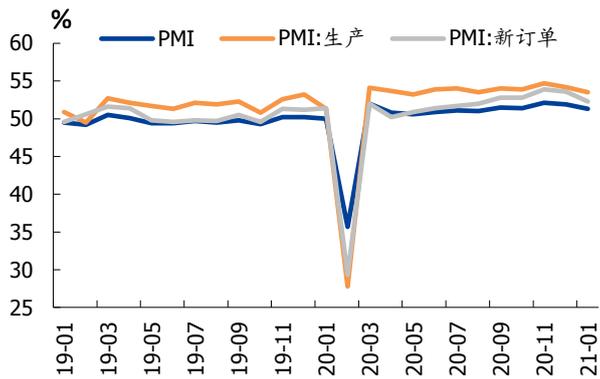
邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《2021年工业企业盈利的四大关注点》2021-01-27
- 2、《如何理解近期央行“纠结”表态和“地量”操作？》2021-01-27
- 3、《“就地过年”对经济冲击有多大？》2021-01-24
- 4、《超预期的表与里—2020经济全面回顾与2021展望》2021-01-18
- 5、《哪些工业品会持续涨价？——兼评12月物价》2021-01-11
- 6、《12月PMI的5大信号》2021-01-03

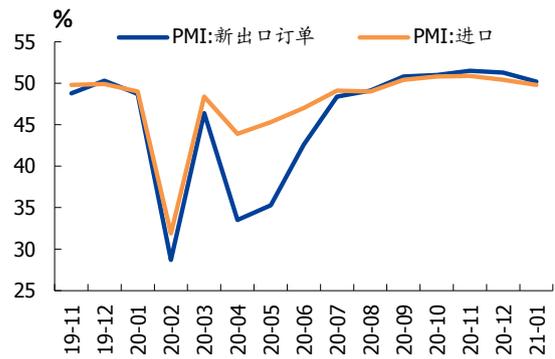


图表 1: 1月制造业、非制造业 PMI 均回落



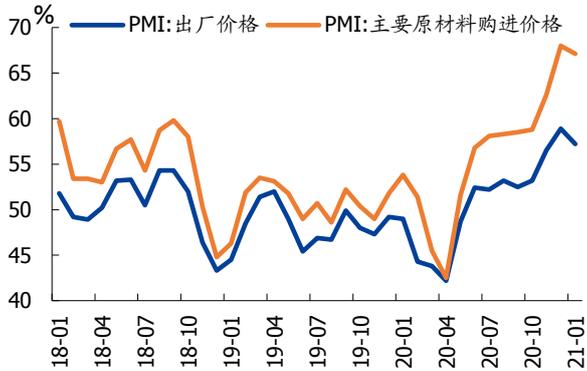
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 1月 PMI 进出口订单指数均回落



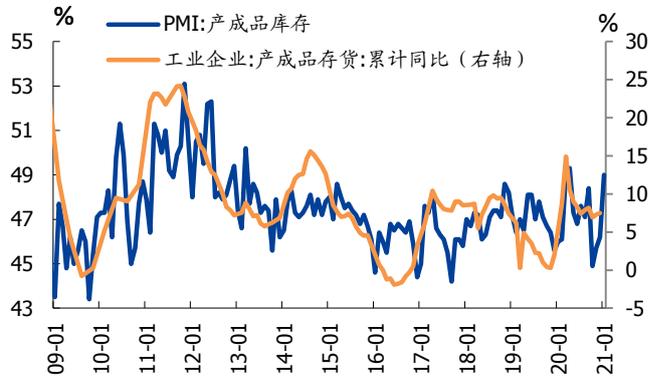
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 1月价格指标小幅回落



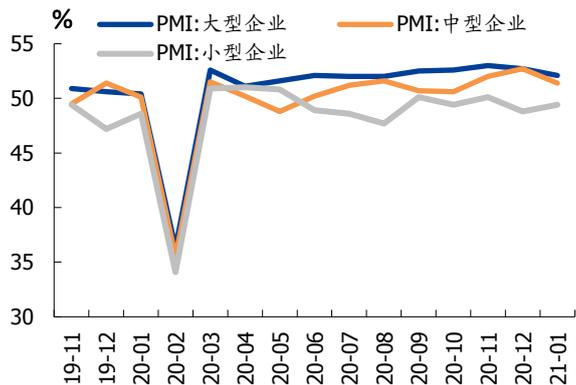
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 1月产成品库存指数明显回升



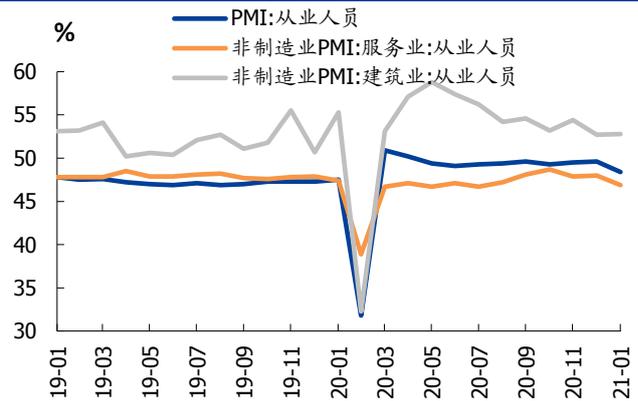
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 1月小型企业景气度仍位于临界点以下



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 1月整体就业有所回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |

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_18355

