

【华西固收研究】春节效应叠加疫情反复，需求生产同步回落

——1月PMI数据点评 20210131

事件概述：

国家统计局发布1月PMI数据，制造业PMI数据录得51.3%，环比回落0.6pct，非制造业PMI数据录得52.4%，环比回落3.3pct，综合PMI产出指数为52.8%，环比回落2.3pct。

分析与判断：

► 制造业：

需求持续放缓，去库速度明显放缓

本月，制造业新订单指数录得52.3%，较上月大幅回落1.3pct，需求端连续两个月出现放缓。需求的回落主要受到了春节临近、国内部分地区疫情反复以及外需放缓的影响。由于前期圣诞节效应提前释放海外需求，本月新出口订单指数回落1.1pct，录得50.2%，逼近荣枯线。生产指数同样有所回落，但幅度相对较小，本月录得53.5%，较上月回落了0.7pct。原材料库存、产成品库存均录得49.0%，较上月分别回升0.4、2.8pct。结合采购量指数回落1.2pct来看，本月制造业企业受需求放缓的影响，主动减少采购、生产规模，继续处于被动补库状态，去库速度明显放缓。

短期来看，临近春节叠加国内疫情反复，制造业供需或仍将承压。由于需求的回落和去库的放缓，新订单指数与库存指数之间的缺口收窄4.1pct，企业进一步扩大生产的动能有所下降，将对生产和采购产生一定制约。同时，考虑到春节返乡、节后返工相关的防疫政策，预计会对春节前后企业用工产生影响，进而影响生产活动。本月生产经营活动预期回落1.9pct，录得57.9%。

价格指数边际回落，但上游产品仍保持高位

受需求偏弱影响，本月主要原材料进货价格、出厂价格均出现了边际的回落，分别较上月下降0.9、1.7pct，录得67.1%、57.2%，但相较前期而言，仍然处于较高水平。根据统计局，农副食品加工、石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等上游行业的两个价格指数均高于70.0%，说明本轮从上游原材料启动的涨价周期仍然具有延续性，尽管边际力度上出现短期的缓和，但随着价格因素沿着产业链向下游的传导，中期维度的通胀压力仍然值得关注。

小企业景气度有所回升，但仍处荣枯线下方

本月，大、中、小型企业PMI分别为52.1%，51.4%和49.4%，分别较上月变化-0.6、-1.3、+0.6pct，小型企业景气度虽然有所改善，但仍没有站上荣枯线，短期内仍有一定的收缩压力。本月，大、中型企业的景气度有所回落，扩张速度出现放缓。

► 非制造业：

10 个月以来新订单指数首次低于荣枯线

本月，非制造业景气度出现了明显的回落，商务活动指数录得 52.4%，较上月下降 3.3pct。需求端的收缩幅度较大，新订单指数仅录得 48.7%，回落 3.2pct，自去年 4 月份以来首次低于荣枯线。但价格端所受影响较小，销售价格指数仅回落 0.9pct，而投入品价格指数不降反升，小幅提高 0.2pct，或与临近春节用工紧张有关。分行业来看，建筑业仅回落 0.7pct，而服务业回落 3.7pct，服务业成为本月非制造业景气度的主要拖累项。

建筑业：需求放缓，企业预期明显下滑

本月建筑业 PMI 录得 60.0%，较上月回落 0.7pct。本月建筑业新订单指数录得 51.2%，大幅回落 4.6pct，受春节、疫情及气温影响，建筑业需求明显放缓。价格方面，建筑业投入品价格和销售价格指数同步回落，分别下降 1.2、1.1pct，回落幅度与需求变化相比较小。值得关注的是，本月建筑业业务活动预期指数出现了大幅下滑，仅录得 53.6%，回落 9.9pct，表明建筑业企业对未来生产经营较为悲观。根据统计局表示，在调查过程中认为未来 3 个月内业务活动减少的企业比重有所上升。

服务业：需求步入收缩区间，从业人员加速减少

本月服务业 PMI 录得 51.1%，较上月回落 3.7pct，景气度出现了较为明显的下滑。受到部分地区疫情反复的影响，居民对服务业的需求有所下降，服务业新订单指数回落 2.9pct，录得 48.3%，需求端进入收缩区间。业务活动预期同样回落明显，较上月下降 4.8pct。部分从业人员因疫情提前返乡，用工进一步趋紧，从业人员指数回落 1.1pct 至 46.9%。价格方面，受需求回落和用工趋紧的影响，成本端价格加速上涨，而销售端价格的上涨则有所放缓。在春节和疫情的扰动之下，服务业在短期内仍有较大的压力。

投资建议：对流动性无需过度悲观，中长端关注基本面、社融预期差博弈带来的交易性机会

上周，流动性出现了明显的收紧，资金价格上扬幅度较大。但我们认为央行收紧流动性主要的目的在于对前期市场不合理的宽松预期进行纠偏，而非货币政策明显的转向。尽管流动性收紧是 2021 年确定性较大的事件，但当前经济过热主要体现在房地产领域，更加合适的调控工具是监管政策和信贷政策，而非从根源上收紧货币。同时，2021 年信用风险的暴露程度预计将有所放大，出于防范风险的角度，当前也并不适合大幅收紧货币端政策。债市投资者当前无需对流动性过度悲观，但进一步宽松的概率也并不大。

短期而言，当前 10Y 国债收益率约为 3.18%，趋势性做多、做空的空间均较为有限。但本月 PMI 数据充分体现了春节叠加疫情反复对经济基本面的扰动情况。尽管本次疫情的程度要明显低于去年，但参考去年春节前后的防疫情况来看，节后返工、复工周期或将因防疫需求而被动拉长，从而对生产活动产生短暂的影响。因此，当前的节点存在博弈基本面不及预期的空间；同时，受基本面承压的影响，1 月社融数据的回落幅度可能会超过此前预期。

短期内，利率水平对配置策略而言仍然处在较为“尴尬”的位置，但基本面的变化或将带来一定的交易性机会，建议在中长端关注基本面、社融预期差的博弈点。

风险提示

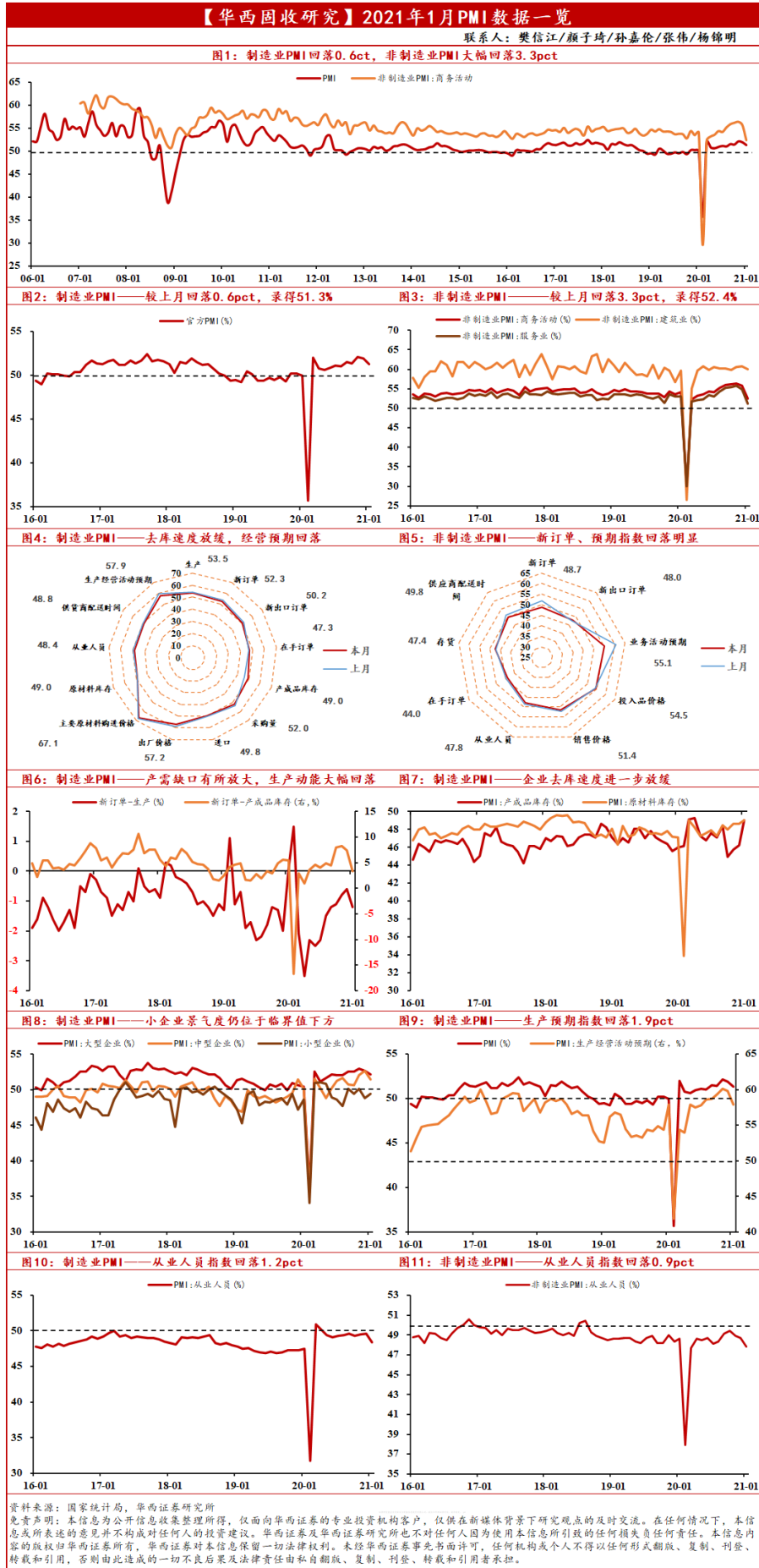
部分地区疫情有所反复。

分析师：樊信江
邮箱：fanxj@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100006
联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦
邮箱：yanzq@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520010001
联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦
邮箱：sunjl@hx168.com.cn
联系电话：010-59775371

研究助理：张伟
邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn
联系电话：010-59775334



请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_18369

