



制造业指数季节性回落 建筑业与服务业回落

事件：2月28日，国家统计局公布了2月份的PMI指数，中国1月官方制造业PMI为50.6%，低于前值的51.3%；中国非制造业商务活动指数为51.4%，低于前值的52.4%。

生产与新订单均有所回落，PMI下降。本月PMI指数为50.6%，低于前值的51.3%，主要受生产和新订单回落影响。主要分项中，新订单指数为51.5%，低于前值的52.3%，季节性因素明显。生产项也遭受负面影响，从上月的53.5%进一步下行至本月的51.9%，统计局报告显示，医药、通用设备、电气机械器材等行业生产指数高于制造业总体，且新订单指数均位于55.0%以上，表明相关行业产需两端扩张较大，从产业角度来看，医药行业的投资是制造业投资中的亮点，而新能源动力电池及新能源产业的景气也支持着相关通用设备和器械产业的良好表现。新出口订单与进口订单均有所回落，分别由上月的50.2%和49.8%回落至本月的48.8%和49.6%，猜测与假日因素以及海外疫情新增病例见顶回落带来的供给恢复有关。

出厂价格和原材料价格维持高位。价格方面，主要原材料购进价格分项略有回落，然依然处于相当高的水平，大宗商品期货市场上的黑色、有色及化工产业链的主要品种价格水平均有不同水平的上涨，许多品种价格已经接近历史最高水平，企业采购成本压力持续加大，进而推动出厂价格上升，本月出厂价格指数高于上月1.3个百分点，为58.5%，是近期较高水平。库存方面，原材料和产成品库存均有所回落，分别由上月的49%和49%回落至本月的47.7%和48%，大宗品价格在短期内的迅速上涨带来的是企业库存的迅速去化，后续海外刺激政策，尤其是目前讨论的3万亿美元基建计划的落地情况将明显影响大宗工业品价格，短期的价格强势很难扭转。

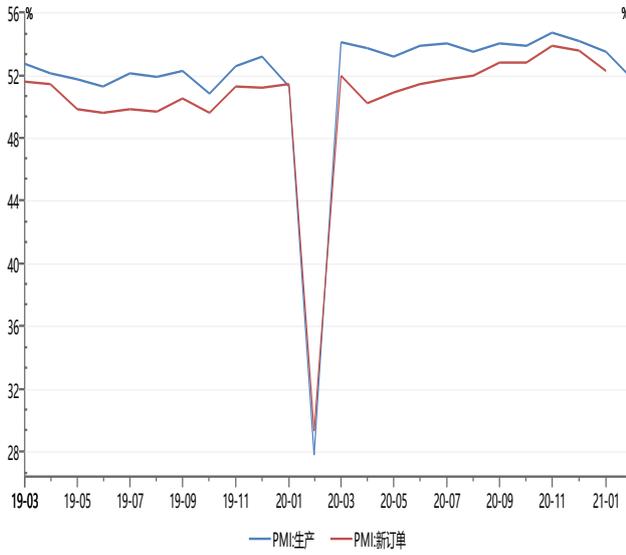
建筑业与服务业均回落。2月份，非制造业商务活动指数为51.4%，低于前值的52.4%，一方面是季节性因素，一方面是疫情的因素。分行业看，建筑业商务活动指数为54.7%，低于上月5.3个百分点，回落幅度高于2018年和2019年同期，从全国建筑钢材成交量上来看，春节期间成交量明显减少，后续需要持续观察地产施工状况。服务业商务活动指数为50.8%，低于上月0.3个百分点。从行业情况看，铁路运输、电信广播电视卫星传输服务、互联网软件及信息技

经济数据	单位	1月	12月
CPI	同比%	-0.30	0.20
PPI	同比%	0.30	-0.40
工业增加值	同比%	0.00	7.30
投资	同比%	0.00	2.90
消费	同比%	0.00	4.60
出口	同比%	0.00	18.10
进口	同比%	0.00	6.50
贸易顺差	亿美元	0.00	781.74
M2	同比%	9.40	10.10
M1	同比%	14.70	8.60
新增贷款	亿元	35,800	12,600
外汇占款	亿元	92.0	-328.7

术服务、货币金融服务、生态保护及环境治理等行业商务活动指数位于 55.0% 及以上较高景气区间；住宿、资本市场服务、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于临界点以下，疫情仍然极大地影响相关服务行业的发展。

依然强调“萧条之前是滞胀”。在上个月的经济数据点评中，我们反复强调过，当前全球的经济统计数据回升要理解为金融周期中的回升，这种回升是以债务存量进一步攀升为代价。在这个基础上，我们坚持“萧条之前是滞胀”的判断，并指出短期仍然以短久期信用债来规避市场风险，同时股票市场方面“暂时以 mini 版的 2018 年为参考”。从事后的发展来看，随着大宗工业品进一步上行带来的通胀预期升温，海外主要经济体利率中枢回升，同时国内股票市场的抱团现象出现初步瓦解。我们认为，要以金融周期的视角来看待全球经济发展，对于资产价格的轮动判断也要建立在这个基础之上。当前全球利率中枢的上行压力传导到实体经济尚不明显，这一点在低等级企业债的信用利差和按揭贷款利率依然较低中可以看到，前者直接影响企业融资，而后者直接作用于房地产市场。不过追踪 70 万亿美元固定收益的“彭博巴克莱全球多元债券指数”回报率已经跌至负 1.87%，这种表现对于债券市场的影响将在未来体现出来，如果类比中国 11 月永煤事件期间的债券市场表现，我们可以大胆猜测，从中期视角来看，当前海外债券市场的信用利差显得过低，不同国家债券市场中的主权债、企业债和金融债的信用分化应该是可以预料的，而这一点可能会以某种程度的主权债务危机形式展开。短期内我们建议投资者重点关注当前大宗商品价格上行对于全球债券市场的冲击，股票市场在第一轮下跌后可能会迎来反弹，尤其是在海外财政刺激落地的背景下，而债券市场的利率债品种的配置节点则日益临近。中期来看，股票市场的风险仍然有待进一步释放。

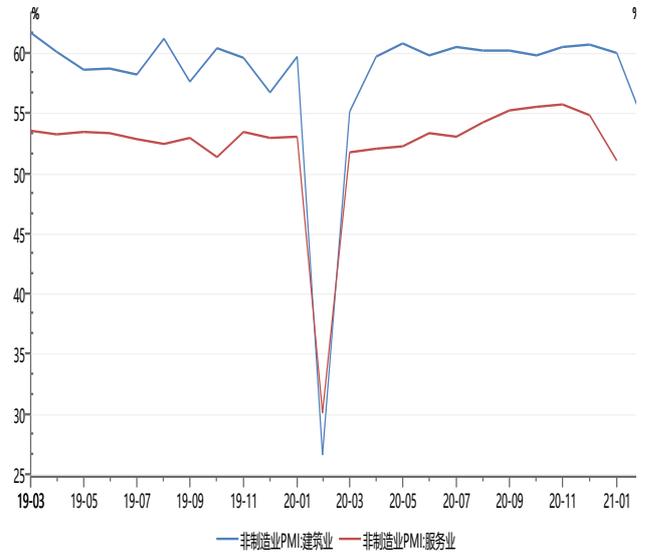
图 1：生产和新订单均回落



数据来源: W

数据来源: Wind, 鑫元基金整理

图 2：建筑业和服务业 PMI 均回落



数据来源: W

数据来源: Wind, 鑫元基金整理