

小幅回落不改修复趋势

12月PMI数据点评

12月，中国制造业PMI、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数均较上月环比有所回落，但经济修复趋势不变。

- 12月，中国制造业PMI为51.9，较上月回落0.3；非制造业商务活动指数为55.7，较上月回落0.7；综合PMI产出指数为55.1，较上月回落0.6。尽管与历史水平相比，均维持在较高水平，其中制造业PMI为2011年以来历史同期最高值，显示经济修复趋势不变。
- 从制造业PMI分项看，制造业产销两旺，购进价格高位，补库存延续。非制造业中，建筑业总体平稳，服务业维持高景气。
- 12月PMI数据环比回落更像是季节性的正常波动，12月制造业和非制造业企业的生产经营活动预期指数均处于高位，显示多数企业对未来看好。预计经济修复的趋势在2021年上半年延续，其背后的主要支撑来自出口延续向好、消费需求复苏、企业补库存以及制造业投资回升等。

风险提示：经济增长不及预期，疫情出现反复。

相关研究报告

《当前的资金宽松会如何结束？》 20201230

《11月外汇市场分析报告》 20201228

《大类资产配置周报(2020.12.27)》 20201227

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

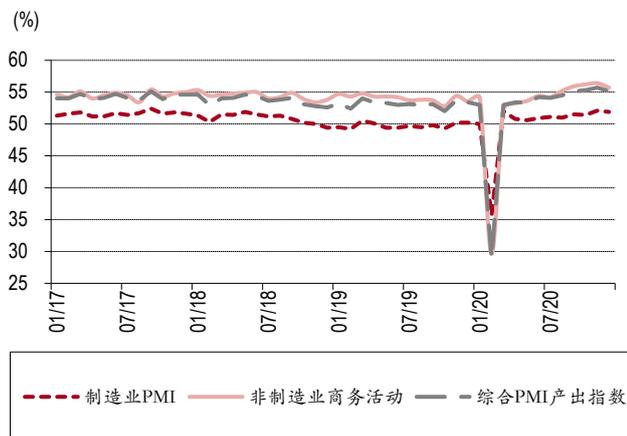
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

12月PMI因季节性因素环比小幅回落

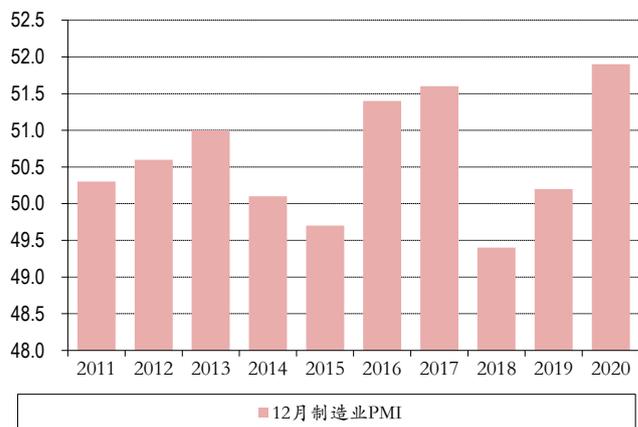
12月，中国制造业PMI为51.9，较上月回落0.3；非制造业商务活动指数为55.7，较上月回落0.7；综合PMI产出指数为55.1，较上月回落0.6。尽管PMI较上月环比有所回落，但与历史水平相比，均维持在较高水平，其中制造业PMI为2011年以来历史同期最高水平，显示经济修复趋势不变。

图表 1. 12月PMI环比有所回落



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 12月制造业PMI为2011年以来历史同期最高水平



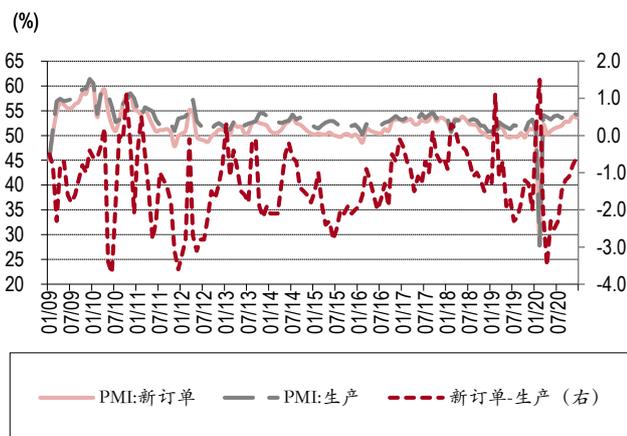
资料来源：万得，中银国际证券

制造业产销两旺，补库存延续

制造业产销两旺的格局延续。从制造业PMI分项看，12月生产指数为54.2，较上月回落0.5；新订单指数为53.6，较上月回落0.3。不过，二者均是2011年以来同期最高水平，显示制造业产销两旺的格局延续。生产指数与新订单指数之差收窄至0.6，延续了自6月以来的收窄趋势，显示产销配合较好。预计12月工业增加值环比小幅回落，但同比增速提升至7.3%。

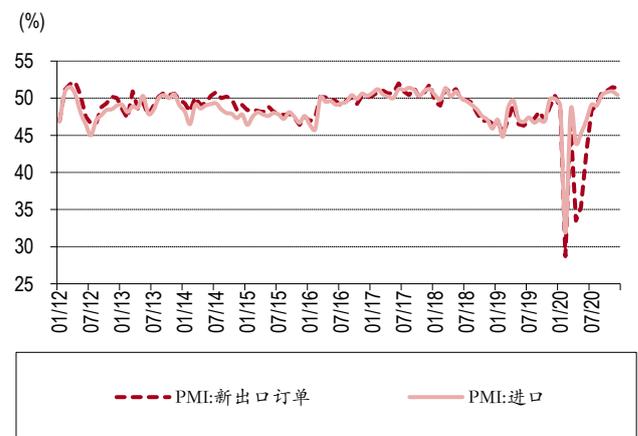
贸易形势维持向好。12月新出口订单为51.3，进口为50.4，二者均较上月有所回落，但均为连续4个月维持在50上方，显示贸易形势整体仍在向好。我们此前已经指出，2021年，在全球经济复苏的背景下，中国出口的高景气预计将维持，并成为经济增长的有力支撑。

图表 3. 制造业产销两旺



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 新出口订单和进口维持在扩张区间

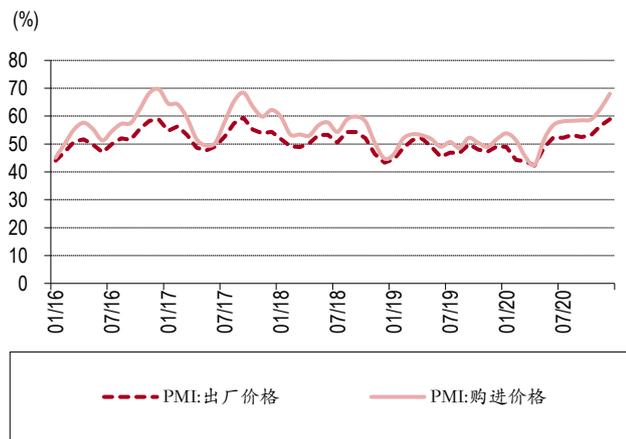


资料来源：万得，中银国际证券

购进价格新高，补库存延续。12月制造业购进价格指数升至68，为2017年10月以来新高。其背后是原油等工业品价格的大幅反弹。我们预计12月PPI同比降幅收窄至0.7%，PPI预计在2021年2月同比转正。在此，我们再次强调，在全球共振复苏的背景下，2021年工业品价格的上行可能超市预期。

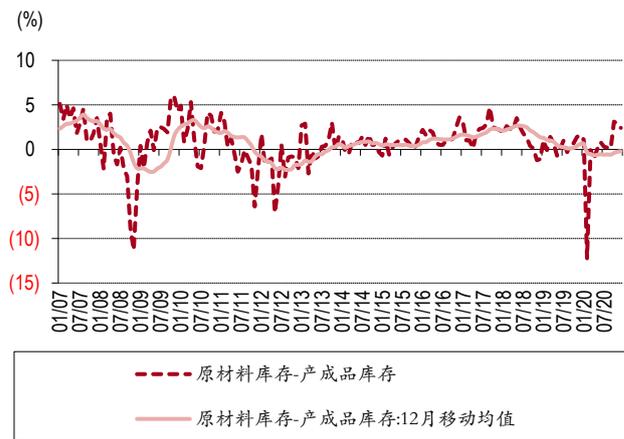
12月制造业原材料库存维持在48.6，产成品库存升至46.2，尽管二者都还处于收缩区间，但如果用12月移动平均消除月度波动，可以看到原材料库存和产成品库存的差出现了抬升趋势，显示企业销售较好。而从原材料采购看，12月采购量为53.2，仍在较高水平。综合看，企业补库存的趋势延续。

图表 5. 制造业购进价格新高



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 原材料库存和产成品库存差值出现抬升趋势



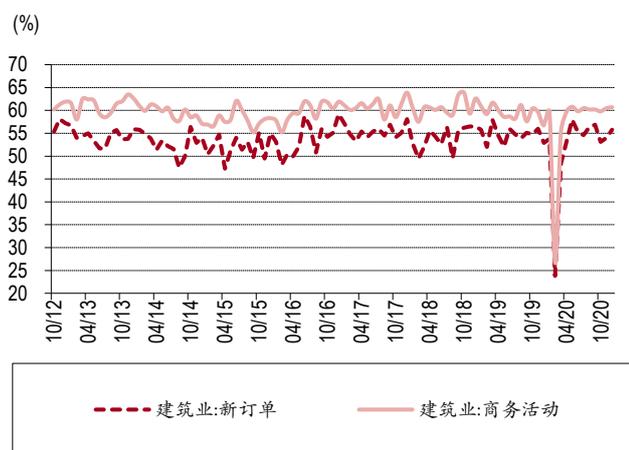
资料来源：万得，中银证券

非制造业总体平稳，服务业景气度维持在高水平

12月非制造业商务活动指数虽较上月回落，但总体仍在较高水平。其中建筑业商务活动指数为60.7，创下年内新高，显示了建筑业开工力度的不断回升。不过与历史同期相比，12月建筑业商务活动处于正常水平。12月建筑业新订单为55.8，较上月回升1.8，显示未来建筑业开工仍能维持相应力度。2020年，房地产的强势支撑了整体固定资产投资，我们预计2021年，尽管货币环境不及2020年宽松，但基建和地产投资仍能维持相对平稳，特别是房地产投资，在土地和销售的支持下将仍能维持较高的增速。

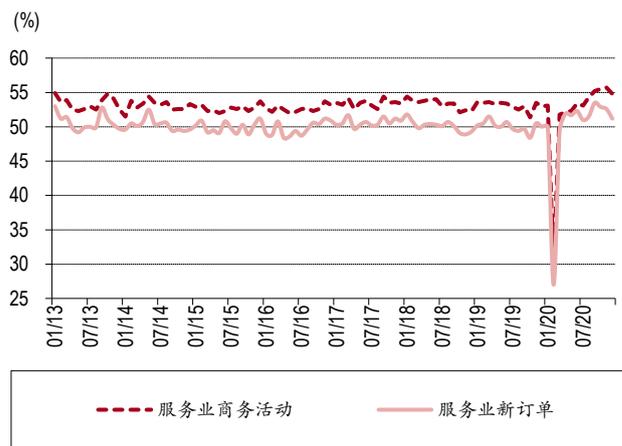
12月服务业商务活动指数为54.8，为4个月来低点；服务业新订单为51.2，连续4个月回落。但与历史水平相比，二者均处于较高水平。综合看，随着疫情冲击的逐步减退，服务消费的修复过程也在延续中。

图表 7. 建筑业商务活动平稳



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 服务业处于较高景气

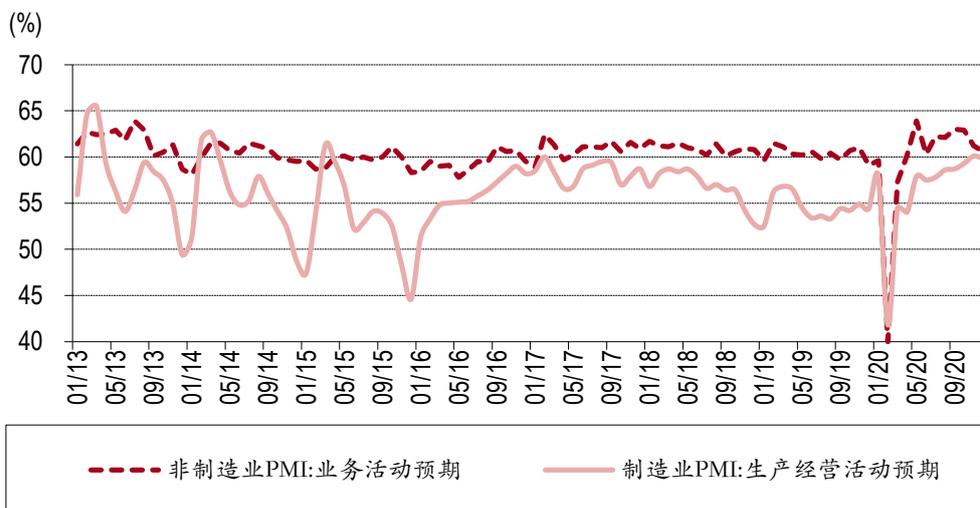


资料来源: 万得, 中银证券

经济修复趋势不变

尽管 12 月 PMI 数据环比有所回落, 但这更像是季节性的正常波动。与历史同期相比, 12 月制造业和非制造业均处于较高景气区间, 同时, 12 月制造业和非制造业企业的生产经营活动预期指数均处于高位, 显示多数企业对未来看好。我们预计经济修复的趋势在 2021 年上半年延续, 其背后的主要支撑来自出口延续向好、消费需求复苏、企业补库存以及制造业投资回升等。

图表 9. 企业生产经营活动预期高位



资料来源: 万得, 中银国际证券

风险提示: 经济增长不及预期, 疫情出现反复。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

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_419

