

分析师: 周建华

登记编码: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

步入温和通胀区间的前奏

——12月 PMI 点评

证券研究报告-宏观点评

发布日期: 2020年12月31日

相关报告

1 《策略报告: 顺周期热度或下降, 大金融有望王者归来-A股策略》 2020-11-30

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

投资要点:

● 制造业: 经济复苏势头稳健, 供需因素联动价格上行

12月我国官方制造业 PMI 录得 51.9, 较前值回落小幅 0.2 个百分点, 连续第十个处在荣枯线之上, 且仍处在相对高位, 延续了经济复苏的景气势头。具体分项指标来看, 生产与需求两端的扩张程度都有所回落, 企业过渡至被动补库阶段, 但补库意愿开始下行; 上游能源品为主的大宗商品价格上涨进一步传导原材料价格, 形成了原材料价格的显著上行。

● 价格与产出逐步调整, 需求扩张边际放缓

生产端, 12月企业 PMI 生产指数录得 54.2, 较前值回落 0.5 个百分点, 仍旧处在相对高位。从库存周期轮动的视角上看, 12月原材料库存录得 48.6, 与前值持平, 而产成品库存为 46.2 较上月提升 0.5 个百分点; 原材料库存保持稳定周转, 产成品库存被动形成补充, 代表企业已经进入了被动补库周期, 且企业的补库以及生产意愿稳定在了相对旺盛的区间。

原材料采购上, 采购量较上月下滑 0.5 个百分点, 原材料购进价格大幅攀升 5.4 个百分点, 出厂价格上升 2.4 个百分点。本轮资源品价格上涨, 下游需求复苏依然是主导因素, 但同时由于生产端通胀预期逐步调整进一步传导形成了价格的快速攀升以及产出的相对回调, 预计随着市场预期的进一步调整, 资源品价格将随着生产水平的稳健逐步收敛至温和通胀水平。

需求端, 12月新订单指数录得 53.9, 较前值下降 1 个百分点, 新出口订单录得 51.3, 较前值回落 0.2 个百分点, 企业在手订单相比上月增加了 0.4 个百分点; 整体上, 企业生产经营保持稳健, 需求仍然处在扩张区间且依然属于相对高位, 但扩张速度有所放缓。12月生产经营活动预期景气度为 59.8, 较上月略微下滑 0.3 个百分点, 但依然保持在年内高位。

● 大中型企业景气度较高, 景气分化进一步加剧

12月非制造业商务活动指数录得 55.7, 较上月下滑 0.7 个百分点, 其中投入品价格及销售价格较上月分别上行 1.6 个百分点和 1.3 个百分点, 上游产品价格上涨以及下游建筑业、服务业的需求扩张, 形成了一定通胀压力。本次非制造业商务活动指数回落主要源于服务业景气度下行; 具体行业来看, 建筑业需求侧扩张显著拉动建筑业延续了高位景气, 12月建筑业 PMI 较前值增长 0.2 个百分点; 而服务业 12月 PMI 录得 54.8, 景气度较上月回落 0.9 个百分点, 需求端新订单指数较上月下滑 1.4 个百分点。

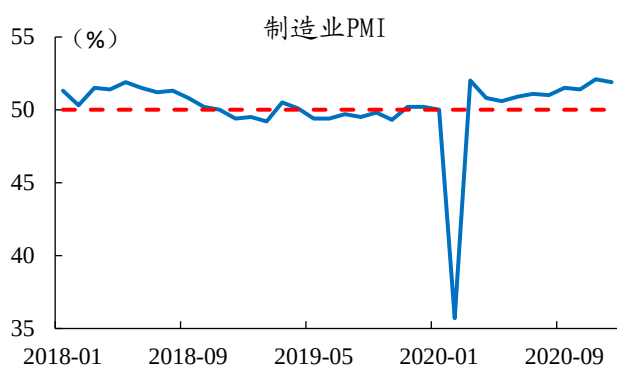
风险提示: 国内疫情反复, 宏观经济受国内外不确定性因素扰动

事件：国家统计局公布数据显示，中国 12 月官方制造业 PMI 为 51.9，前值 52.1；12 月官方非制造业 PMI 为 55.7，前值 56.4。

1. 制造业：经济复苏势头稳健，供需因素联动价格上行

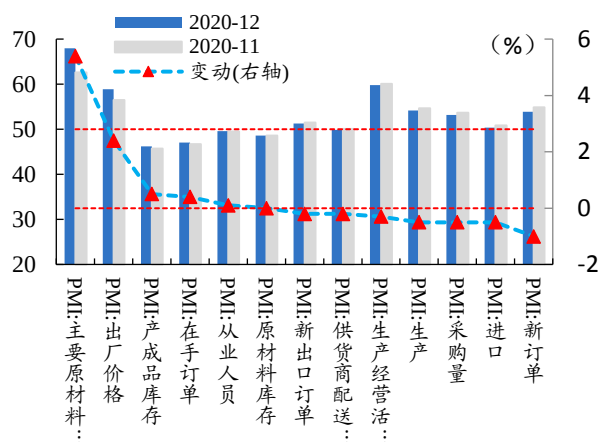
12 月我国官方制造业 PMI 录得 51.9，较前值回落小幅 0.2 个百分点，连续第十个处在荣枯线之上，且仍处在相对高位，延续了经济复苏的景气势头。具体分项指标来看，生产与需求两端的扩张程度都有所回落，企业过渡至被动补库阶段，但补库意愿开始下行；上游能源品为主的大宗商品价格上涨进一步传导原材料价格，形成了原材料价格的显著上行。

图 1：制造业 PMI 小幅回落



资料来源：中原证券

图 2：主要原材料价格显著上行



资料来源：中原证券

2. 价格与产出逐步调整，需求扩张边际放缓

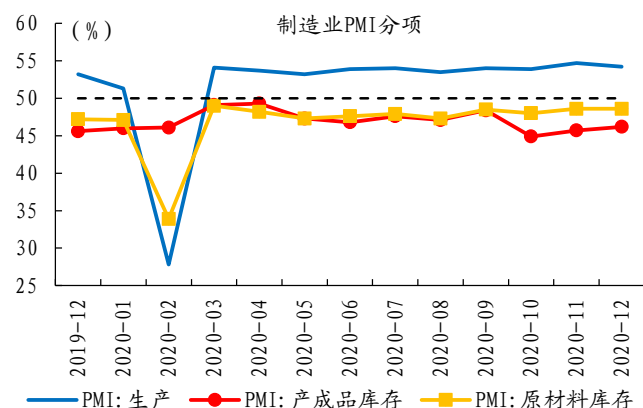
生产端，12 月企业 PMI 生产指数录得 54.2，较前值回落 0.5 个百分点，仍旧处在相对高位。从库存周期轮动的视角上看，12 月原材料库存录得 48.6，与前值持平，而产成品库存为 46.2 较上月提升 0.5 个百分点；原材料库存保持稳定周转，产成品库存被动形成补充，代表企业已经进入了被动补库周期，且企业的补库以及生产意愿稳定在了相对旺盛的区间。

表 1：库存周期轮动

经济周期	原材料库存	产成品库存	库存周期
衰退	主动减少	被动积累	主动去库存
萧条	主动减少	被动减少	被动去库存
复苏	主动增加	被动减少	主动补库存
旺盛	主动增加	被动增加	被动补库存

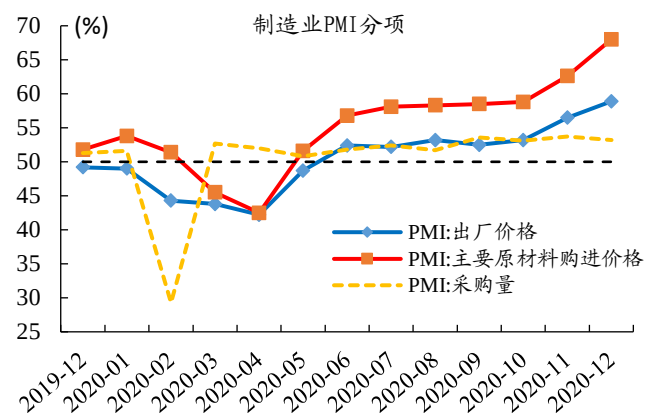
资料来源：中原证券

图 3：企业进入被动补库周期



资料来源：中原证券

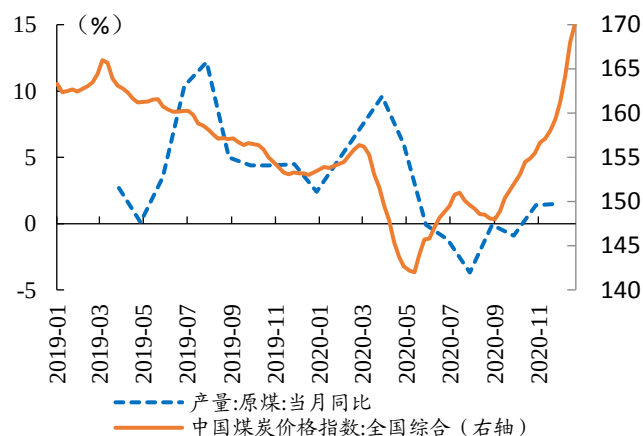
图 4：供需两端共同促成原材料价格上行



资料来源：中原证券

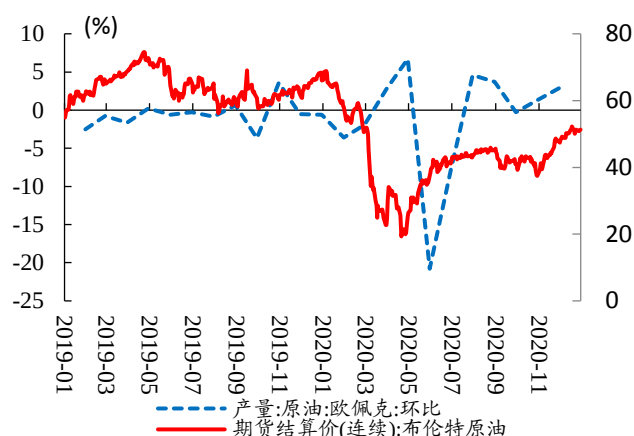
原材料采购上，采购量较上月下滑 0.5 个百分点，原材料购进价格则大幅攀升 5.4 个百分点，出厂价格上升 2.4 个百分点。本轮资源品价格上涨，下游的需求复苏扩张依然是主导因素，但同时由于生产端通胀预期逐步调整进一步传导形成了价格的快速攀升以及产出的相对回调，预计随着市场预期的进一步调整，资源品价格将随着生产水平的稳健逐步收敛至温和通胀水平。

图 5：原煤产量与价格关系



资料来源：中原证券

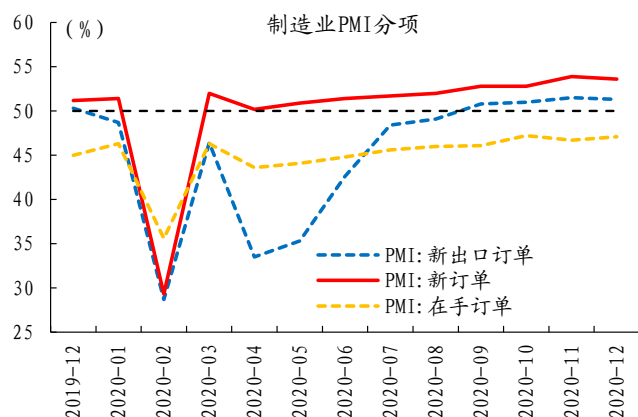
图 6：原油产量与价格关系



资料来源：中原证券

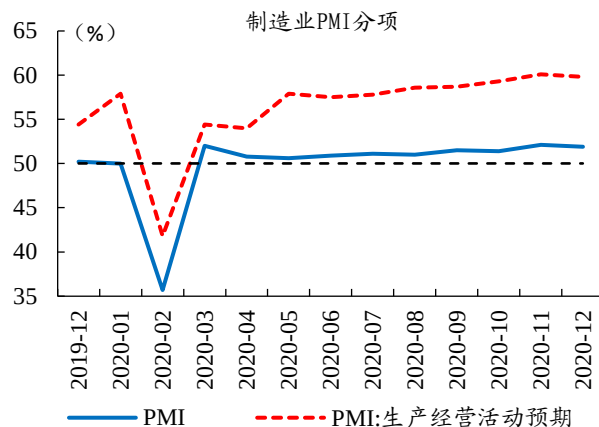
需求端，12 月新订单指数录得 53.9，较前值下降 1 个百分点，新出口订单录得 51.3，较前值回落 0.2 个百分点，企业在手订单相比上月增加了 0.4 个百分点；整体上，企业生产经营保持稳健，需求仍然处在扩张区间且依然属于相对高位，但扩张速度有所放缓。12 月生产经营活动预期景气度为 59.8，较上月略微下滑 0.3 个百分点，但依然保持在年内高位。

图 7：需求端扩张有所放缓



资料来源：中原证券

图 8：企业生产经营预期保持高位

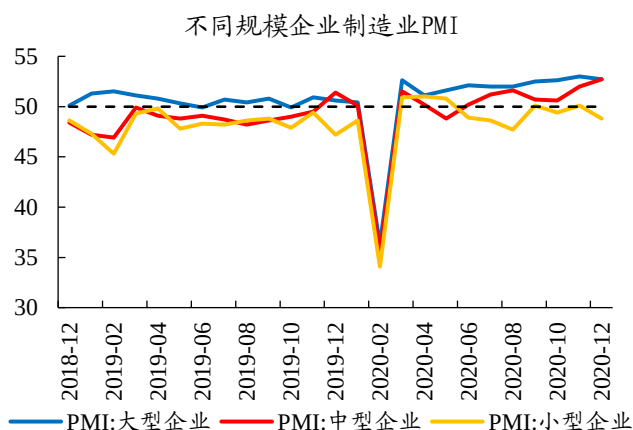


资料来源：中原证券

3. 大中型企业景气度较高，景气分化进一步加剧

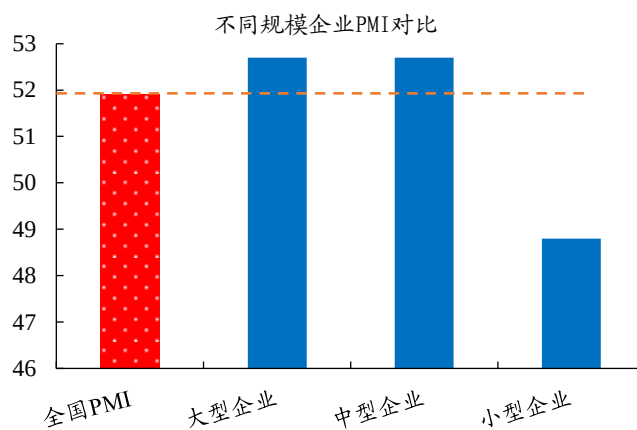
分企业规模看，12 月大型以及中型企业 PMI 均录得 52.7，小型企业录得 48.8；不同规模企业景气度分化进一步加剧，其中大中型企业景气度共同扩张至相对高位，而小型企业复苏仍面临一定压力，但复苏状况依然优于历史均值 48.16。

图 9：不同规模企业景气分化加剧



资料来源：中原证券

图 10：小型企业景气度显著低于全国水平

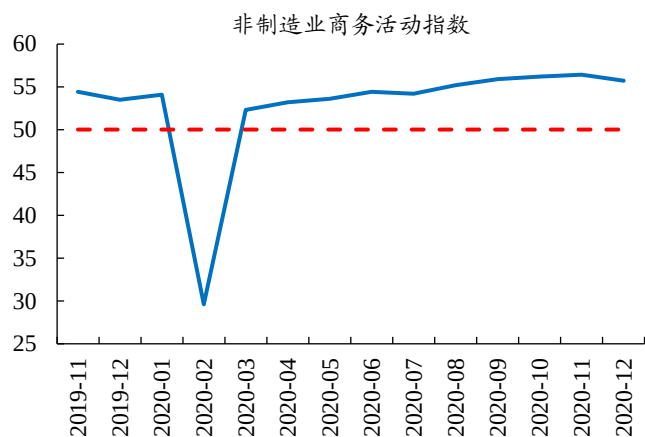


资料来源：中原证券

4. 非制造业：建筑链景气延续高位，服务业需求扩张放缓

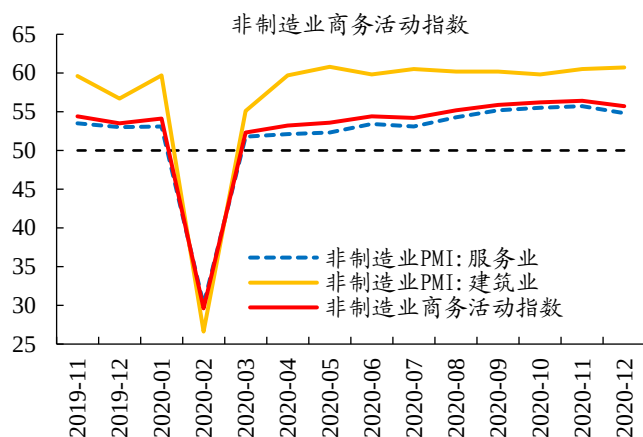
12 月非制造业商务活动指数录得 55.7，较上月下滑 0.7 个百分点，其中投入品价格以及销售价格较上月分别上行 1.6 个百分点和 1.3 个百分点，上游产品价格上涨以及下游建筑业、服务业的需求扩张，形成了一定通胀压力。本次非制造业商务活动指数回落主要源于服务业景气度的下行，具体行业来看，建筑业需求侧扩张显著拉动建筑业延续了高位景气，12 月建筑业 PMI 较前值增长 0.2 个百分点；而服务业 12 月 PMI 录得 54.8，景气程度较上月回落 0.9 个百分点，需求端新订单指数较上月下滑 1.4 个百分点。

图 11: 非制造业商务活动指数回落



资料来源: 中原证券

图 12: 建筑业延续景气, 服务业需求扩张放缓



资料来源: 中原证券

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_459

