

2020年12月31日

【华西固收研究】涨价周期延续，上游提价加速

——12月PMI数据点评 20201231

事件概述：

国家统计局发布12月PMI数据，制造业PMI数据录得51.9%，环比回落0.2pct，非制造业PMI数据录得55.7%，环比回落0.7pct，综合PMI产出指数为55.1%，环比回落0.6pct。

分析与判断：

▶ 制造业：

时隔8个月需求再度边际放缓

本月，制造业新订单指数录得53.6%，较上月回落0.3pct，需求端时隔8个月再度出现边际放缓。伴随整体需求回落，外需方面同样出现了下滑，新出口订单指数录得51.3%，回落0.2pct，同样是8个月以来首次下降。相应地，生产、采购指数也出现了不同程度的放缓，较上月均回落0.5pct，分别录得54.2%、53.2%。在生产、采购回落的情况下，本月制造业企业处于被动补库状态，原材料库存指数与上月持平，产成品库存提升0.5pct。

我们认为，外需边际放缓主要源于欧洲疫情的再度抬头，但随着新冠疫苗进展持续加快，外需改善向好的势头没有发生根本性改变，中期维度来看进入补库周期的概率较大。但在地产、基建有所放缓的情况下，外需的波动将带来企业预期在短期内的回落，本轮补库的力度和速度并不会太强。

涨价周期延续，上游原材料提价加速

价格仍然是本月PMI数据中波动最大的一项，制造业出厂价格指数、主要原材料购进价格指数分别提升了2.4、5.4pct，上游原材料的提价进一步加速。本月上游的提价主要源自于供给端，尤其是能源方面，而需求端的拉动则可能较弱。12月，国际原油价格较11月底上涨约7%；煤炭价格在产能、进口受限的影响下，同样出现了明显的上涨，DCE焦煤价格上涨约15%。由于能源基本属于制造业产业链的上游顶端，能源价格的上涨将沿着产业链对其他产品带来同步的影响。短期来看，随着海外疫情的抬头、煤炭进口的边际修复，能源价格的上涨势头或将有所放缓，对工业品价格的拉动力度或将弱化，但中期维度的通胀风险仍然存在。

不同体量企业表现分化，小企业再度承压

本月，大、中、小型企业PMI分别为52.7%，52.7%和48.8%，分别较上月变化-0.3、+0.7、-1.3pct，小型企业再度回到荣枯线下方，大、中、小企业表现分化。大型企业终结了连续4个月的加速扩张态势；中型企业的扩张则逆势加速；而小型企业的复苏依旧波折，且表现出与外需相关性较高的特征。

▶ 非制造业：

建筑业：量价两旺，从业人员指数回落

本月建筑业 PMI 录得 60.7%，较上月提升 0.2pct。本月建筑业除了从业人员指数外，其余指数全线回升。新订单指数、业务活动预期指数提升 1.8、1.7pct，表明建筑业下游需求仍然存在一定的支撑。价格方面，建筑业投入品价格和销售价格指数同步走高，分别提升 3.7、2.7pct，价格的上涨既有上游供给的影响，也存在需求方面的拉动。从业人员指数由 54.4%大幅回落 1.7pct 至 52.7%。

服务业：量减价升，景气度继续回落

本月服务业 PMI 录得 54.8%，较上月回落 0.9pct，较下半年以来的持续加速恢复的趋势相比，本月景气度的回落较为明显。本月服务业的表现需求加速放缓、预期继续回落、价格双双反弹、就业需求基本持平的格局，整体来看进入冬季后叠加疫情反复，服务业的复苏仍然面临一定的压力。

投资建议：通胀预期对长端利率仍然形成制约，做陡曲线性价比降低

对当前的债市而言，经济增长低基数、稳货币+紧信用基本成为共识，叠加近期跨年行情下的流动性充裕，利多因素显著但处于“明牌”状态，反而工业品领域的通胀上行预期成为了制约长端利率下行的最大不确定性。上月 PPI、近期商品价格以及本月 PMI 数据在不断确认预期的同时，进一步强化了市场对通胀的担忧。尽管 12 月下旬在流动性宽松的带动下，10Y 国债收益率出现了约 17bp 的下行，但我们仍然认为在通胀压力被证伪或市场的担忧解除前，长端利率难有趋势性下行机会，逐步建仓可能是更加稳妥的策略。

短期来看，央行在信用冲击与跨年行情重叠的情况下，对流动性的呵护意愿较为明显。但 11 月下旬以来短端利率下行较快，10Y-1Y 期限利差迅速由 30bp 拉大到 60bp。尽管当前的环境下，央行使流动性处于明显偏紧状态的可能性不大，但近期隔夜资金价格已经低于 4 月水平，央行货币政策的目标并非为了将资金价格长期地维持在如此低的水平。因此在长端利率下行空间有限的情况下，目前继续做陡曲线的性价比有所降低。

短期内，做陡曲线的性价比在逐渐降低，交易策略应当关注获利了结行为对债市带来的冲击；配置盘建议继续保持左侧，逐步建仓。

风险提示

海外疫情出现反弹；外需存在不确定性。

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

【华西固收研究】2020年12月PMI数据一览

联系人: 樊信江/顾子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1: 制造业PMI回落0.2pct, 非制造业PMI大幅回落0.7pct

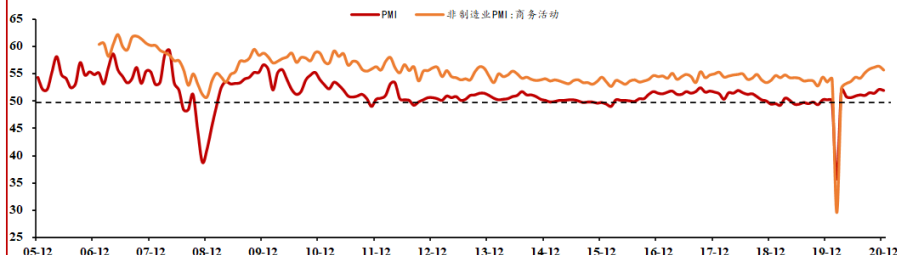


图2: 制造业PMI——较上月回落0.2pct, 录得51.9%

图3: 非制造业PMI——较上月回落0.7pct, 录得45.2%

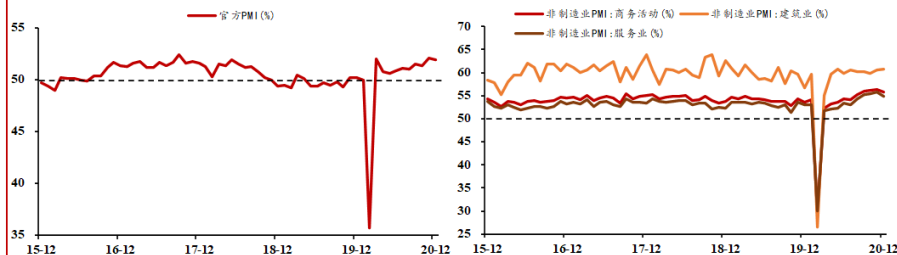


图4: 制造业PMI——涨价周期持续, 上游提价明显

图5: 非制造业PMI——价格回升, 库存回落

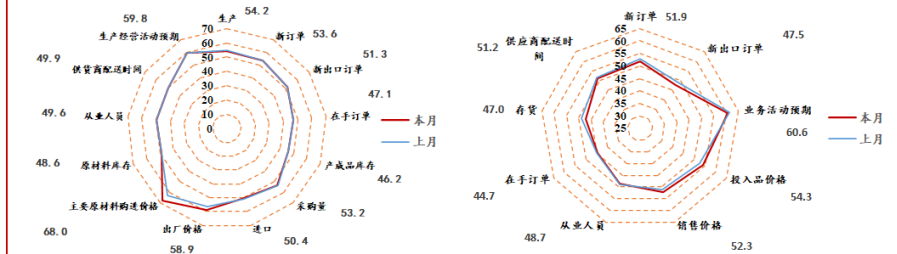


图6: 制造业PMI——产需缺口继续收窄, 生产动能小幅回落

图7: 制造业PMI——企业去库速度有所放缓

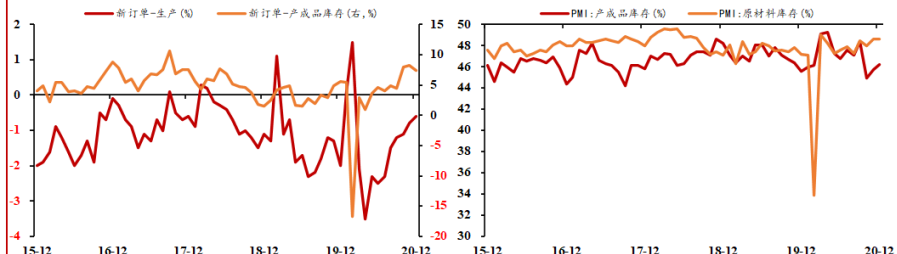


图8: 制造业PMI——小企业再度承压, 中型企业持续向好

图9: 制造业PMI——生产预期指数小幅回落0.2pct

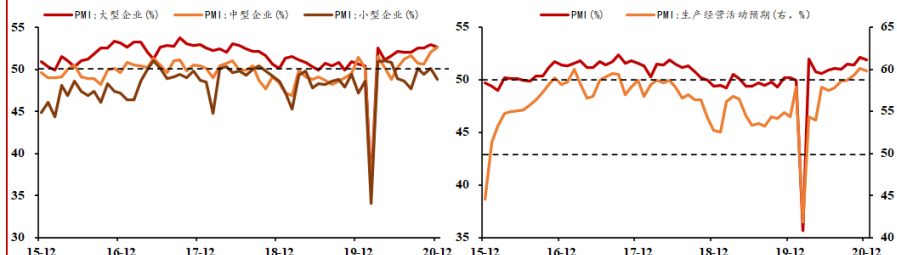
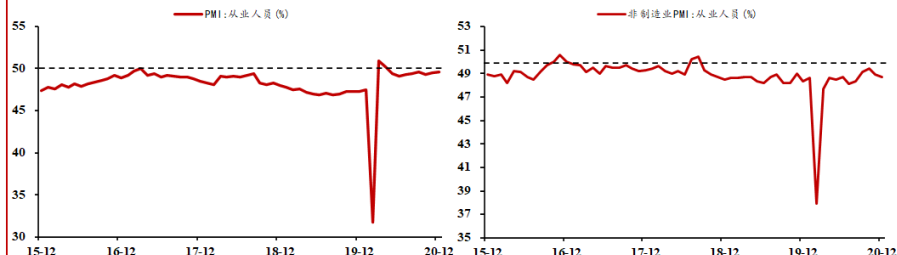


图10: 制造业PMI——从业人员指数小幅回升0.1pct

图11: 非制造业PMI——从业人员指数回落0.2pct



资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所
 免责声明: 本信息为公开信息收集整理所得, 仅面向华西证券的专业投资机构客户, 仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下, 本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有, 华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

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_496



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>