

“稳”在路上

——2019年12月PMI数据点评

宏观简报

◆要点

2019年12月中国制造业PMI为50.2%，与上月持平，高于市场49.9%的预期，连续两个月处于枯荣线以上。12月制造业PMI中，生产分项指数超季节性贡献作用最大。从历史比较来看，生产指数的超季节性可能来自于宏观政策的托底，“稳”已经在路上。

此外，12月PMI数据显示外需有亮点。在中美贸易摩擦阶段性放缓的带动下，2019年12月新出口订单指数较上月上行1.5个百分点，是自2011年以来12月份上行最快的年份。而美国圣诞季零售超预期，也显示外需有亮点。

在宏观政策托底下，自11月光大供给侧压力指数出现大幅反弹后，虽然12月该指数小幅回调，但仍处于较高位置，显示上游行业生产经营活动继续受到提振。

12月PMI所隐含的PPI同比增速可能接近-0.4%左右，较11月大幅收敛1个百分点。一定程度上反映了在目前相对宽松的宏观政策下，企业盈利增速得到一定支持。

分析师

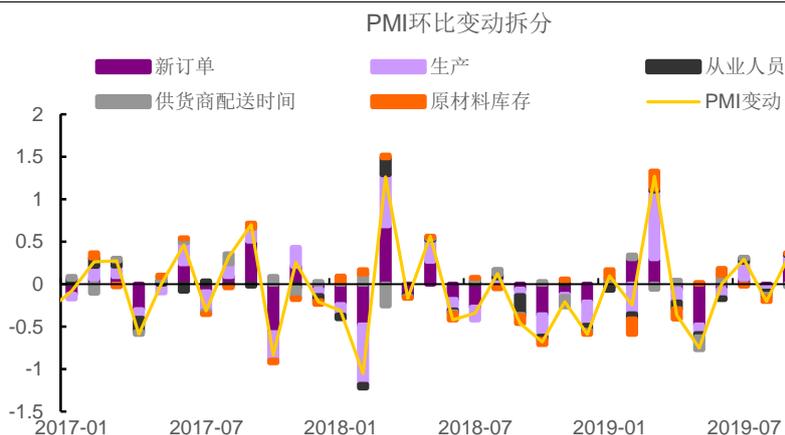
张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)
021-52523803
zhouzipeng@ebscn.com

PMI 超预期可能源自政策托底

2019年12月中国制造业PMI为50.2%，与上月持平，高于市场49.9%的预期。分解制造业PMI的5个组成项，我们发现对2019年12月PMI高于枯荣线贡献最大的是生产指数（贡献0.15个百分点）。而除了从业人员指数基本保持不变外，制造业PMI的其他分项构成都出现或多或少的下滑，其中供货商配送时间指数下降0.09个百分点，原材料库存指数下降0.06个百分点，新订单指数下降0.03个百分点（图1）。

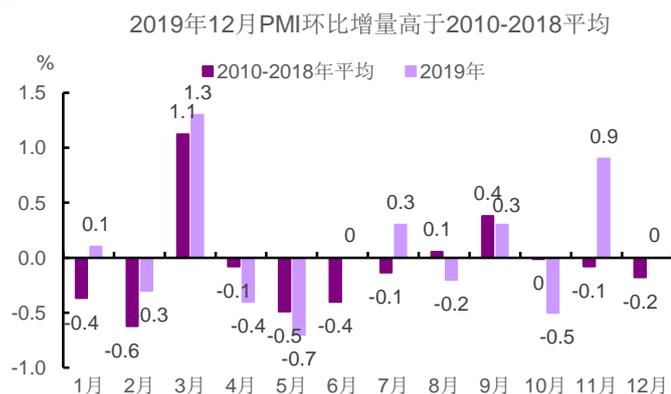
图1：12月制造业PMI较上月持平——PMI环比变动构成分解



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年12月31日

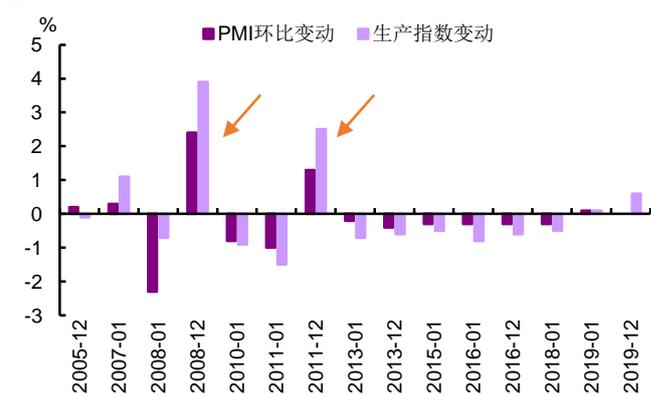
按月看，在2010年至2018年中，12月份中国制造业PMI平均值要低于11月份，环比增量为-0.2%，而2019年12月PMI与11月份持平（图2），因此2019年12月制造业PMI环比上行具有一定的超季节性。

图2：2019年12月PMI环比超季节性增加



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至2019年12月

图3：春节前1个月PMI环比变动与生产指数变动



资料来源：Wind，光大证券研究所

而排除春节效应后，我们认为宏观政策的托底效应可能是造成12月PMI超预期的重要因素。图3列出了2006年至2019年所有春节前1月的当月PMI环比和生产指数变动。2019年12月份的生产指数环比上行0.6个百分点，而2013年至2018年春节前1月的生产指数皆为负增长，2019年12月生产指数，显示出强超春节效应。2008年12月以及2011年12月（图3

中的箭头处), 所处宏观环境与当前比较类似, GDP 增速都有下行的风险(图 4 圆圈处), 政府“稳增长”的动机较为充分。很有可能 12 月份 PMI 的超预期, 来自于政府政策托底预期发挥了效果, 不过从生产指数的环比变动看, 本次政策托底的力度低于 2008 年底和 2011 年底, 符合不搞强刺激的总基调。

图 4: 经济增长下滑压力, 政策托底需求明显

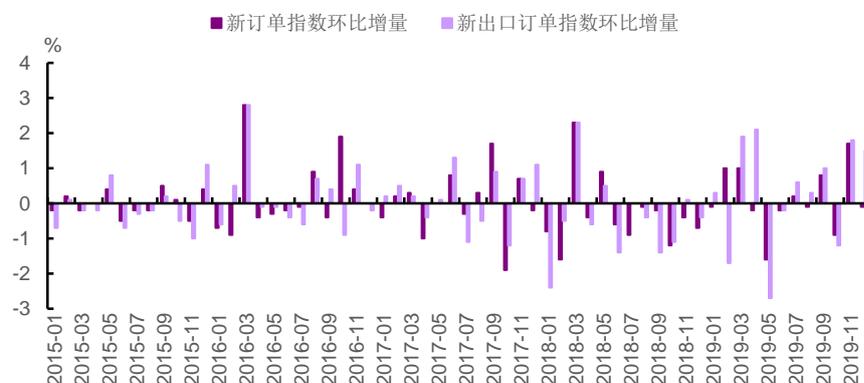


资料来源: Wind, 光大证券研究所

外需有亮点

尽管 12 月制造业 PMI 中新订单指数下滑 0.1 个百分点, 但是新出口订单指数上行 1.5 个百分点(图 5)。这一方面体现了中美贸易摩擦阶段性缓和带来的影响。比如 2019 年新出口订单指数下滑的月份, 往往对应中美贸易谈判出现波折的月份。另一方面也可能反应了国际需求的边际好转。比如, 得益于低失业率和工资增速上行, 2019 年美国的圣诞季(11 月 1 日至平安夜)零售额同比上升了 3.4%, 超过了市场 3.1% 的预期。全球主要经济体中, 现阶段失业率下行和工资增速上行具有一定的普遍性, 如果贸易摩擦缓和叠加国际需求回暖, 有可能会持续带动中国的出口需求。

图 5: 进入 2019 年下半年, 新出口订单指数上升相对稳健



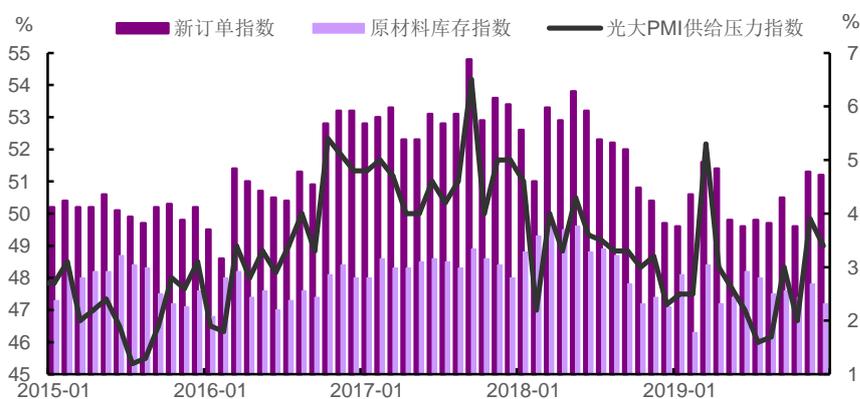
资料来源: Wind, 光大证券研究所, 数据截至 2019 年 12 月 31 日

国内上游生产经营预期继续增强，PPI 通缩收窄

根据供给侧压力指数，我们在对 2019 年 11 月 PMI 的数据点评中，指出上游企业经营预期可能较好，12 月份该指数虽然略下行 0.5 个百分点至 3.4%，但仍处于高点，显示上游行业的生产经营活动回暖具有一定的持续性。这与中央稳增长以及专项债额度提前下发的正面反馈预期相吻合（图 6）。

12 月制造业 PMI 中主要原材料购进价格较上月上行 2.8 个百分点至 51.8%，我们预测 12 月 PPI 通胀环比约为 0.07%，同比增速预计在 -0.4% 左右，较 11 月大幅收敛 1 个百分点（前值 -1.4%），一定程度上反映了在目前相对宽松的宏观政策下，企业盈利增速得到一定支持。

图 6：光大供给侧压力指数仍处于较高位置



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 12 月 31 日

PMI 反弹仍需宽松的宏观政策支持

2019 年末，11 月和 12 月 PMI 连续两个月位于枯荣线上方，加之上游行业经营预期好转以及 PPI 的通缩收窄，似乎给了市场经济触底修复的希望。但是我们认为政府的政策托底在“稳增长”中扮演了重要的支撑作用，PMI 反弹是政策作用的结果。在全球贸易环境仍存在较多扰动因素的大背景下，从高速增长向高质量增长转变的过程中，相对宽松的宏观政策是经济稳定的基础，仍不可缺少。

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_7874

