

PMI 虽然走平，背后却有不平静的四大现象

——点评 12 月 PMI 数据

宏观数据点评

2020 年 1 月 2 日

报告摘要：

12 月制造业 PMI 指标显示产需背离再次加大，去库存延续和两大价格差值走扩，建筑业景气大幅回落预示房地产投资下滑可能即将出现。

● 现象一：生产超季节性，产需背离再次加大。

12 月制造业 PMI 录得 50.2%，与上月持平，高于市场预期。其中，生产指标超季节性环比上升，与地产韧性、基建项目提前落地、春节前置和贸易摩擦缓和等因素有关，但是，新订单较上月小幅回落 0.1 个百分点至 51.2%，生产指数和新订单指数差值为 2%，系四个月来最大。新出口订单 PMI 连续两个月回升，重回景气区间。中美贸易第一阶段协议的利好消息以及美对华加征关税豁免的生效有较大促进作用。但是，贸易协议正式文本尚未公布，美国大选临近恐添新变数，加上英欧贸易谈判，中期来看，海外不确定性因素仍将存在一段时间。

● 现象二：企业仍处于去库存周期，两大价格差值再次走扩。

12 月两大库存指数均回落。我们多次指出，不宜简单机械地用 PPI 判断库存周期，应结合需求综合考量。在全球总需求继续疲弱背景下，本轮库存周期底部将被拉长。12 月两大价格指数均有回升，出厂价格指数回升预示 12 月 PPI 可能进一步回升，购进价格回升可能是受 12 月国际油价上升的影响。两者之间的差值再次走扩，不利于企业利润增速的修复。

● 现象三：小型企业经营状况不乐观，就业压力仍存。

小型企业生产、需求、库存、预期等重要指标均回落，且这些指标均处于收缩区间，显示小型企业景气全面下行，应引起重视。PMI 从业人员指数连续两个月稳定在 47.3%，说明稳就业政策初见成效。不能因为经济短期企稳而松懈稳就业政策力度，海外不确定性因素和国内隐形债务压力使得企业投资较为谨慎。

● 现象四：建筑业景气回落，预示房地产抢施工已是强弩之末。

建筑业景气值在历年 12 月涨跌互现，本次下降非季节性能够解释。其中新订单回落 3.1 个百分点，业务活动预期回落 3.9 个百分点，预示未来建筑业进一步承压。考虑到基建相关的土木工程建筑业新签合同增长明显，建筑业景气回落反映的无疑是房地产抢施工已接近尾声。

● 警惕房地产投资迅速下滑，稳就业需解决民企融资难问题。

房地产投资韧性是今年投资稳定的重要支撑。但是，长期依靠房地产投资的高增速来稳定投资不是长久之计。11 月房地产投资领先指标已经开始恶化，新开工面积和施工面积增速双双落入负区间。我们多次强调，2019 年房地产高投资源于开发商抢施工抢销售，但施工增长快于销售不可持续，2020 年一季度起施工面积增速面临回落压力，届时房地产投资可能快速下滑。另一方面，产能过剩的传统产业多为国企，难以继续扩大投资和产能来增加就业量。民企已成为吸收就业人员的主力，但是有融资难的问题。即便隐形债务压力大，稳就业仍需鼓励银行对民企的投融资支持。

● 风险提示：全球经济前景进一步恶化，经济动能未能平稳接力。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

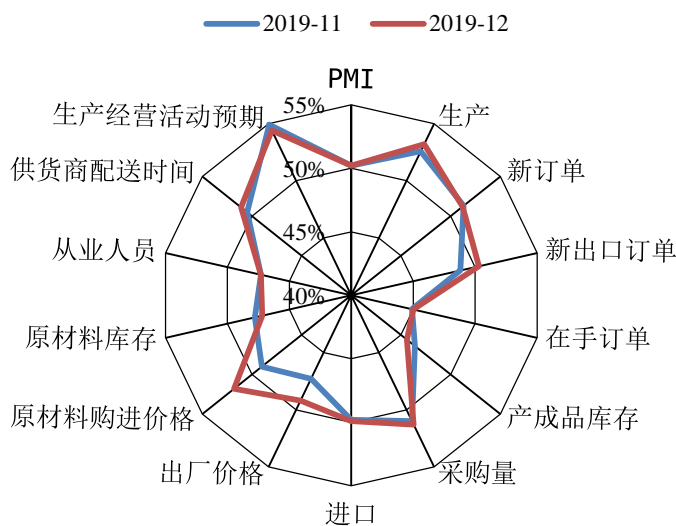
中国 12 月官方制造业 PMI 50.2%，前值 50.2%。

中国 12 月官方非制造业 PMI 53.5%，前值 54.4%。

一、12 月制造业 PMI 指标超预期回升，生产和需求背离再次加大

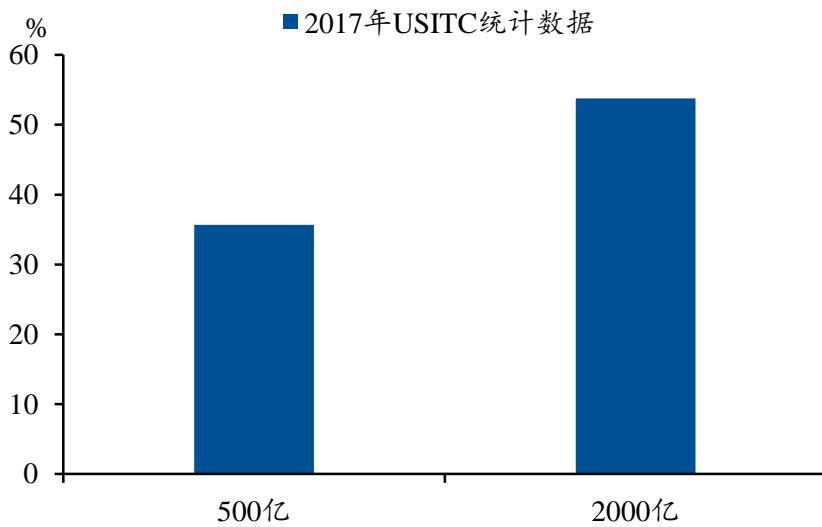
PMI 生产超季节性，新订单回落。12 月制造业 PMI 录得 50.2%，与上月持平，高于市场预期。其中，生产指标超季节性环比上升，与地产韧性、基建项目提前落地、春节前置和贸易摩擦缓和等因素有关，但是，新订单较上月小幅回落 0.1 个百分点至 51.2%，生产指数和新订单指数差值为 2%，系四个月来最大（图 1）。新出口订单 PMI 连续两个月回升，重回景气区间。中美贸易第一阶段协议的利好消息以及美对华加征关税豁免的生效有较大促进作用。根据我们对 USITC 和 USTR 数据统计，美对华豁免商品金额可能超 1400 亿美元，其中 2000 亿商品中有过半获得豁免，平均关税大约降至 2018 年 9 月水平（图 2）。但是，贸易协议正式文本尚未公布，美国大选临近恐添新变数，加上英欧贸易谈判，中期来看，海外不确定性因素仍将存在一段时间。

图 1：12 月制造业 PMI 较 11 月有所改善，产需背离



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：今年 10 月以来对美出口商品陆续获得加征关税豁免

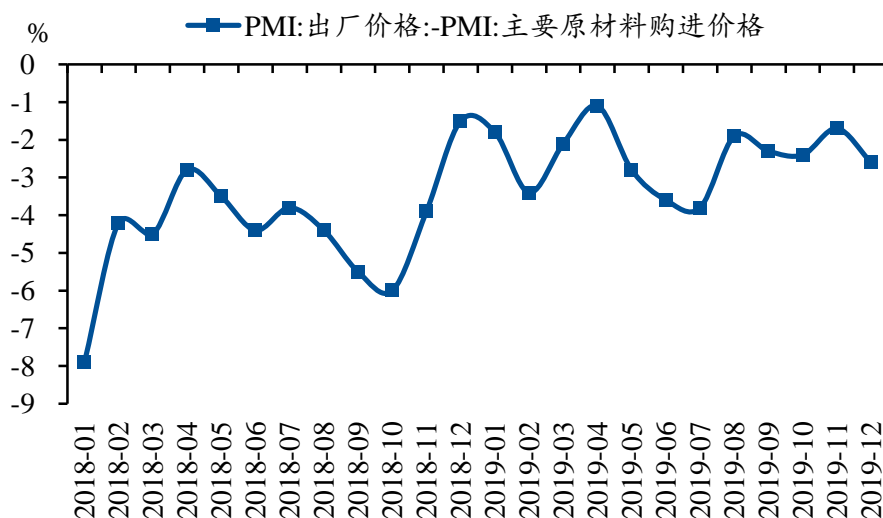


资料来源：USITC, USTR, 民生证券研究院

注：统计可能存在高估，USTR 公布豁免商品为 10 位数 HTS，USITC 数据为 8 位数 HTS

企业仍处于去库存周期，两大价格差值再次走扩。12 月两大库存指数均回落，原材料库存指数回落 0.6 个百分点至 47.2%，产成品库存指数回落 0.8 个百分点至 45.6%。我们多次指出，不宜简单机械地用 PPI 判断库存周期，应结合需求综合考量。在全球总需求继续疲弱背景下，本轮库存周期底部将被拉长。12 月两大价格指数均有回升，出厂价格指数回升预示 12 月 PPI 可能进一步回升，购进价格回升可能是受 12 月国际油价上升的影响。两者之间的差值再次走扩，不利于企业利润增速的修复（图 3）。另外，12 月企业生产经营活动预期也出现再次回落，较上月回落 0.5 个百分点至 64.4%。

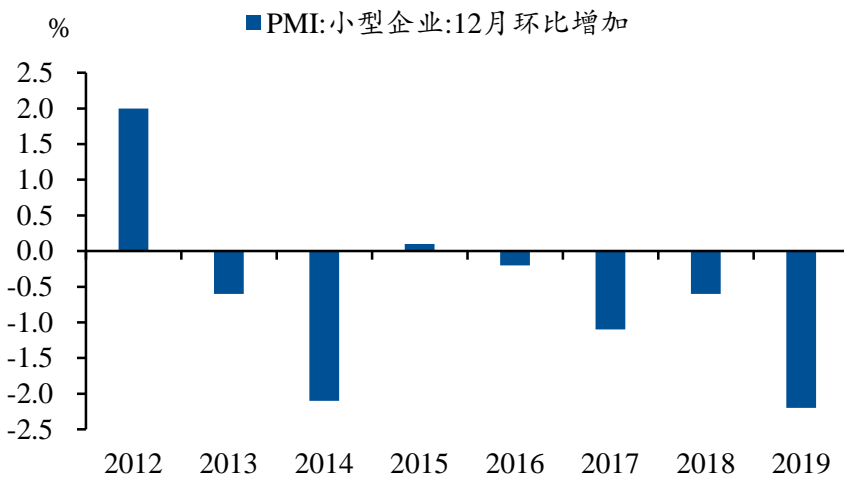
图 3：PMI 两大价格差值再次走扩



资料来源：Wind, 民生证券研究院

小型企业经营状况不乐观。12月PMI超预期持平的主要原因是中型企业PMI大幅回升，而小型企业PMI则出现大幅下降，与过去7年5次出现12月下滑一致（图4）。我们认为可能与小型企业更容易受海外重要消费节日有关，例如圣诞礼物和玩具等商品通常会在12月前备货，12月的需求会有所下降。但是，小型企业生产、需求、库存、预期等重要指标均回落，其中生产指数回落3.5个百分点，新订单指数回落4.3个百分点，产成品库存指数回落0.9个百分点，生产经营活动预期回落4.2个百分点，且这些指标均处于收缩区间，显示小型企业景气全面下行，应引起重视。

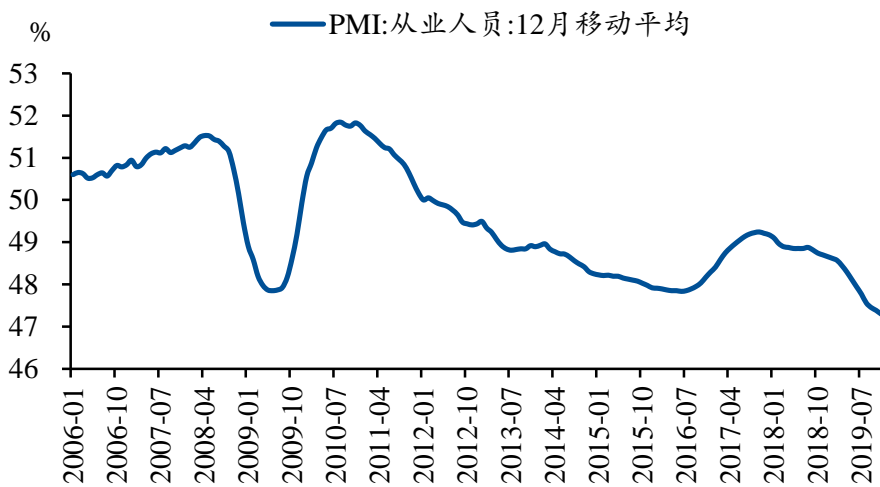
图4：12月小型企业PMI环比下降为七年来最高



资料来源：Wind，民生证券研究院

就业压力仍存，稳就业仍是首要任务。PMI从业人员指数连续两个月稳定在47.3%，说明稳就业政策初见成效，尤其是在8月从业人员PMI指数触及多年以来最低点以后（图5）。但是，不能因为经济短期企稳而松懈稳就业政策力度，海外不确定性因素和国内隐形债务压力使得企业投资较为谨慎。目前来看，民营企业作为提供新增就业的重要来源之一，相较国企仍存在融资难和成本高的问题，所以稳就业政策需要打通民企企业的融资渠道。

图 5：12 月移动平均显示从业人员降幅收窄，稳就业初见成效

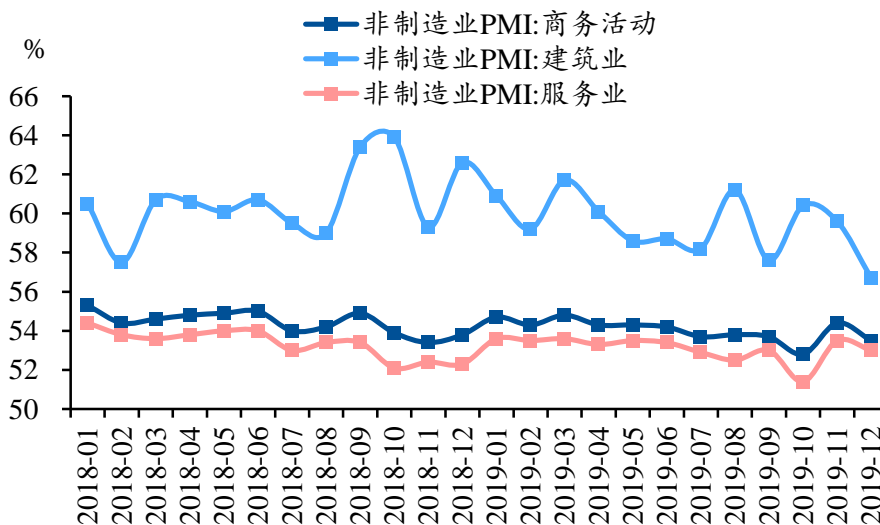


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、非制造业 PMI 回落，房地产投资下行拐点逐渐浮现

建筑业景气回落，预示房地产抢施工已是强弩之末。12 月非制造业 PMI 指数为 53.5%，较上月回落 0.9 个百分点，其中建筑业 PMI 大幅回落 2.9 个百分点至 56.7%（图 6）。建筑业景气值在历年 12 月涨跌互现，本次下降非季节性能够解释。其中新订单回落 3.1 个百分点，业务活动预期回落 3.9 个百分点，预示未来建筑业进一步承压。考虑到基建相关的土木工程建筑业新签合同增长明显，建筑业景气回落反映的无疑是房地产抢施工已接近尾声。12 月服务业景气值也有所回落，批发和道路运输等行业业务总量有所回落，可能与“双十一”节日效应过后消费需求下降有关。综合来看，12 月份，综合 PMI 产出指数为 53.4%。

图 6：服务业 PMI 指数整体回落，建筑业降幅更大



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：警惕房地产投资迅速下滑，稳就业需解决民企融资难问题

房地产投资韧性是今年投资稳定的重要支撑。但是，长期依靠房地产投资的高增速来稳定投资不是长久之计。11月房地产投资领先指标已经开始恶化，新开工面积和施工面积增速双双落入负区间。我们多次强调，2019年房地产高投资源于开发商抢施工抢销售，但施工增长快于销售不可持续，2020年一季度起施工面积增速面临回落压力，届时房地产投资可能快速下滑。另一方面，产能过剩的传统产业多为国企，难以继续扩大投资和产能来增加就业数量。民企和私企已成为吸收就业人员的主力，但是存在融资难的问题。即便隐形债务压力大，稳就业仍需鼓励银行对私企的投融资支持。

风险提示

全球经济前景进一步恶化，经济动能未能平稳接力。

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_7935

