

供给改善需求企稳，经济企稳概率上升

数据：12月官方制造业PMI为50.2（前值50.2），非制造业PMI为53.5（前值54.4），综合PMI产出指数为53.4（前值53.7）。

1、12月制造业PMI与上月持平，生产回升、需求相对稳定，价格环比回升，制造业景气度有所改善。

（1）供需角度看，生产较上月上升（+0.6至53.2），新订单指数小幅回落（-0.1至51.2），生产改善，需求保持相对稳定，并连续两月保持在扩张区间。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内下行（-0.6至47.2），产成品库存在收缩区内下行（-0.8至45.6），采购量上行（+0.3至51.3），企业仍处于去库存阶段。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数上行（+2.8至51.8），出厂价格指数在收缩区间上行（+1.9至49.2）。

（4）进出口看，进口收缩区内回升（+0.1至49.9），出口重回扩张区间（+1.5至50.3）。

（5）就业压力仍存，从业人员指数与上月持平（+0至47.3）。

（6）企业规模看，大型企业下行（-0.3至50.6），中型企业上行（+1.9至51.4），小型企业下行（-2.2至47.2），各类型企业景气度有所分化。

（7）生产经营活动预期指数下行（-0.5至54.4），当前市场信心小幅走弱。

2、12月非制造业商务活动回落，服务业景气度回落，但高于去年同期，受季节性因素影响，建筑业景气度有所回落。服务业商务活动指数回落（-0.5至53.0），从行业大类看，铁路运输、住宿、电信、互联网软件、金融、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于高景气区间。建筑业回落（-2.9至56.7），但受基础设施建设项目加快落地等因素影响，土木工程建筑业生产依然相对活跃。

3、12月PMI数据有三点值得关注：（1）制造业PMI显示生产继续改善、需求保持稳定，经济企稳概率进一步上升。制造业PMI与上月持平，连续两月保持今年3月以来最好水平，反映当前经济确实是边际改善，有所企稳。当前房地产建安投资对于需求有一定支撑，且政策支持下基建也在逐步发力。钢材库存降至近年来低位，与需求的边际改善相印证。11月工业企业利润总额同比5.4%，较此前明显改善；随着PPI环比的逐步回升，工业企业盈利增速也将边际改善。需要注意的是当前企业仍处于去库存阶段，制造业投资也相对偏弱，经济内生动力依然相对较弱。国外来看，新出口订单指数为连续两个月回升，11月数据与圣诞节海外订单增加有关，但从12月制造业PMI来看，日本（48.8）德国（43.4）、法国（50.3），海外经济已经呈现相对企稳状态，显示外需边际好转，对于出口有一定支撑。（2）需求稳定背景下价格环比回升，实际利率被动攀升压力有所减轻。主要原材料购进价格、出厂价格较上月明显回升，为3个月以来高点，其中主要原材料购进价格指数升至扩张区间。10月PPI同比达到-1.6%低点，11月回升至-1.4%，预计PPI环比将进一步改善，实际利率被动攀升的压力也将有所减轻，对企业固定资产、库存投资的负面效应将有所缓解。（3）建筑业季节性回落，逆周期调节下Q1基建有望迎来年内高点。随着天气逐渐转冷以及“两节”临近，建筑业总体呈现季节性回落，但受基础设施建设项目加快落地等因素影响，土木工程建筑业新签订的工程合同量增长明显，生产相对活跃。从高频数据来看，挖掘机、沥青混凝土摊铺机等销量连续多月处于高位，部分也印证了基建投资的改善。当前基建投资的问题可能在于资金，此前期财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，预计近期也将逐步开始发行，逆周期调节下2020年基建增速前高后低，Q1基建有望迎来年内高点。

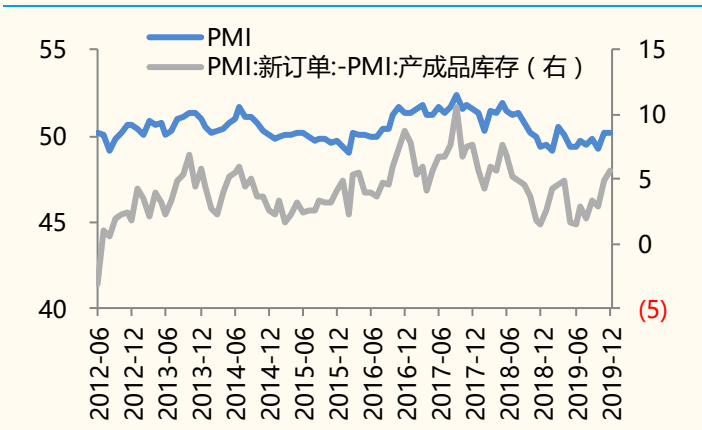
风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

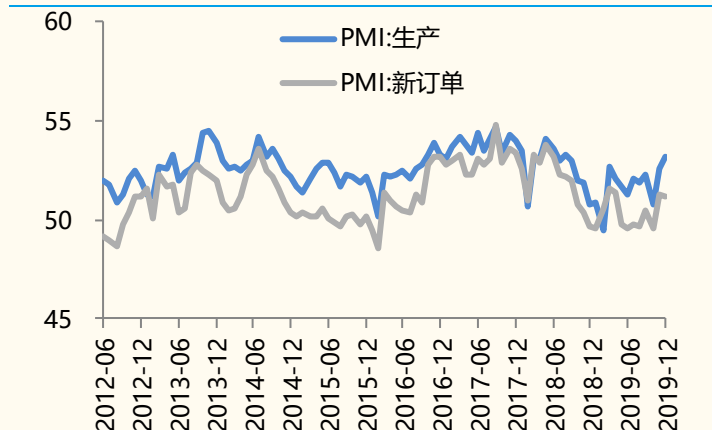
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1: 12 月份制造业 PMI 与上月持平



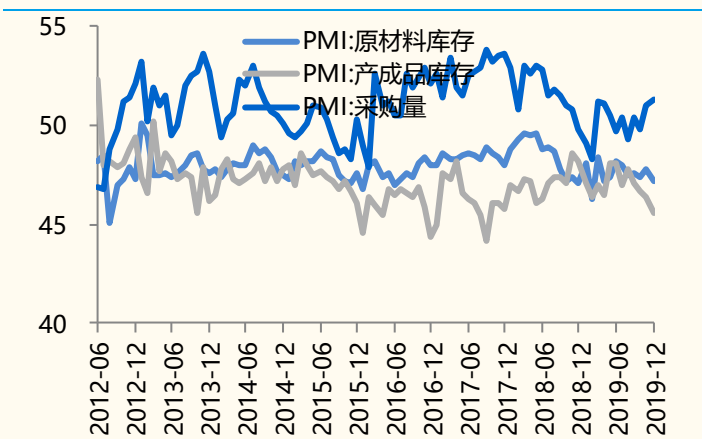
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 2: 制造业生产指数回升, 新订单指数小幅回落



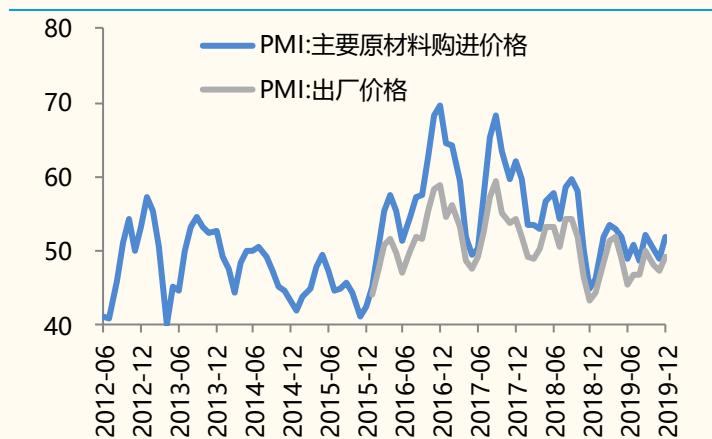
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 3: 原材料库存指数, 产成品库存指数下行



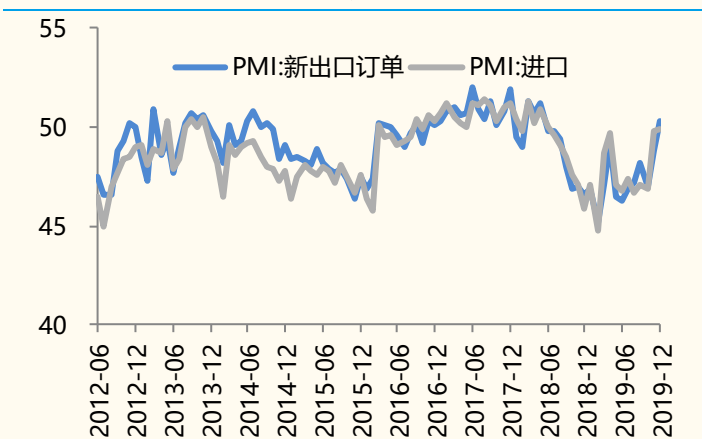
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 4: 主要原材料和出产价格指数回升



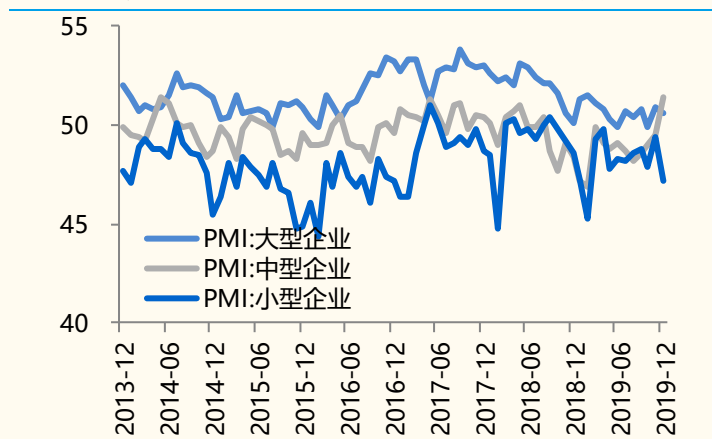
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 5: 进口、出口指数回升



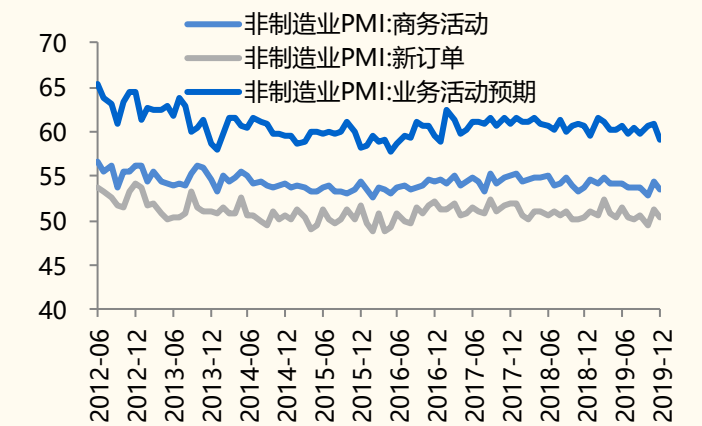
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 6: 中型企业景气度上行, 大、小型企业有所回落



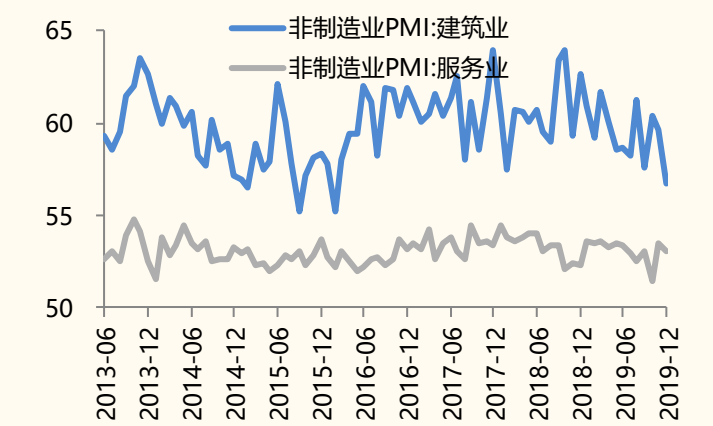
来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 7: 非制造业商务活动指数回落



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

图表 8: 建筑业、服务业指数回落



来源: 国家统计局, Wind, 国金证券研究所

风险提示:

1. 财政宽松力度不足, 减税降费力度不够或者执行力度不够, 难以对冲经济下行压力, 导致企业盈利进一步下降, 失业等问题加剧;
2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升, 同时物价下滑, 实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力;
3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧, 令政策层面对经济增长的压力上升, 导致阶段性经济增长失速;
4. 房地产市场持续收紧, 叠加资管新规严格执行程度超预期, 可能造成部分金融机构出现风险, 从而导致系统性风险发生概率上升;
5. 中美贸易摩擦升温, 对双方需求形成较大冲击; 如果美联储加息速度和幅度高于市场预期, 将推升美元大幅上升, 资本流入美国, 新兴市场将再度面临资本流出, 可能诱发风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH

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_8045

