

# 宏观观点评

## PMI 连续 2 个月回升，关注 5 大信号

**事件：**12月制造业 PMI 50.3%（前值 50.1%）；非制造业 PMI 52.7%（前值 52.3%）。

**核心观点：**12月 PMI 预示经济基本延续此前特征：供给修复、内需改善、价格回落，但服务业和消费仍然低迷、基建尚未发力，经济整体有所恢复但压力仍大，背后是限产、地产政策纠偏的效果逐步显现，而财政、货币政策仍待进一步发力。往后看，2022 年将全力稳增长，政策组合拳正在路上，包括货币宽松（再降准降息可期），财政积极、节奏前置，地产松，基建大发力，双碳不会“一刀切”等等，一季度 PMI 可能稳中有升。

**1、2021 年 PMI 走势可分为三个阶段：高位震荡-持续回落-触底回升。**Q1 虽受“就地过年”扰动，整体仍维持 51.3%左右的高位；Q2 开始连续 7 个月下滑，9-10 月跌至收缩区间，主因受限电限产、缺芯、洪涝、疫情等因素影响；11-12 月随着政策纠偏，PMI 触底反弹，重回扩张区间。**展望 2022 年 Q1，PMI 可能稳中有升。**主因 2022 年春节假期在 2 月初，根据季节性规律，可能对 1、2 月 PMI 均有拖累，对 3 月 PMI 有所支撑。

**2、12 月制造业、服务业延续小幅好转，整体经济保持恢复态势。**12 月制造业、非制造业 PMI 为 50.3%、52.7%，较上月分别提升 0.2、0.4 个百分点，其中制造业 PMI 继续处于扩张区间，连续 2 个月回升；12 月服务业 PMI 回升 0.9 个百分点至 52.0%，建筑业 PMI 回落 2.8 个点至 56.3%，综合 PMI 产出指数持平于 52.2%，预示整体经济平稳修复。

**3、分项看，可重点关注供需端、贸易端、价格端、库存端、就业端的 5 大信号：**

**1) 工业生产小幅放缓，需求有所改善，其中内需修复、外需回落。**供给端，12 月 PMI 生产指数 51.4%，较上月小降 0.6 个百分点，仍在扩张区间，主因保供稳价政策发力，原材料价格继续回落，带动企业成本压力继续缓解，其中医药、通用设备、钢铁等行业生产加快，纺织、石油煤炭加工业生产放缓。结合 12 月开工率走势分化，PTA、汽车半钢胎开工率继续回升，指向双控、限电限产等供给约束继续改善，12 月工业增加值增速可能延续反弹。需求端，12 月 PMI 新订单、新出口订单指数分别较上月变动 0.3、-0.4 个百分点，指向内需修复而外需趋降，需求有所改善而供给扩张放缓。

**2) 出口订单小幅回落，但预计出口短期韧性仍强，进口小幅好转。**出口端，12 月新出口订单回落 0.4 个百分点至 48.1%，12 月前 20 日韩国出口平均增速也明显回落；但考虑到我国集装箱运价维持高位，欧美圣诞消费旺季、Omicron 病毒蔓延等因素，预计我国 12 月出口仍强。往后看，海外疫情持续回升，可能从供需两端支撑我国出口。**进口端**，12 月进口订单回升 0.1 个百分点至 48.2%，反映随着国内经济改善，进口小幅好转。

**3) 价格大幅回落，预计 12 月 PPI 同比将回落至 10.6%左右；库存继续回升。**价格端，12 月原材料价格、出厂价格指数环比分别继续回落 4.8、3.4 个百分点，主因近期“保供稳价”等政策落实力度继续加大，预计 12 月 PPI 同比回落至 10.6%左右（11 月 12.9%），叠加基数走高，后续 PPI 同比可能趋于回落，利润向中下游倾斜。**库存端**，12 月 PMI 原材料、产成品库存指数分别继续回升 1.5、0.6 个百分点，均是连续第 2 个月回升，主因应是近期原材料价格大幅回落，企业抓紧补库，同时内需虽然有所修复，但仍较低迷。

**4) 小企业景气明显回落，就业普遍好转。**12 月大、中型企业 PMI 分别回升 1.1、0.1 个百分点至 51.3%、51.3%，小型企业 PMI 回落 2.0 个百分点至 46.5%，创 2020 年 3 月以来新低，反映小企业生产经营压力加大，可能与近期国内疫情持续反复有关；就业方面，12 月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别回升 0.2、0.2、0.5 个百分点，就业指数普遍好转，侧面反映我国供需均有所修复。

**5) 服务业景气小幅提升，建筑业景气回落，基建投资仍待发力。**服务业方面，12 月服务业 PMI 环比回升 0.9 个百分点至 52.0%，考虑到本轮西安疫情是从 12 月下旬开始明显恶化，其影响可能并未完全反应到 PMI 上；从需求看，服务业新订单指数为 48.2%，连续 7 个月位于临界点以下，也表明服务业恢复基础尚不牢固，企业预期较为谨慎。建筑业方面，12 月建筑业 PMI 回落 2.8 个百分点至 56.3%，主因寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响，预计 12 月基建投资增速可能仍低，但随着资金逐步落地，各地发力稳增长，预计 2022 年基建投资增速将有较明显回升。

**4、总体看，12 月 PMI 预示经济延续此前特征：供给修复、出口仍强、价格回落，但服务业和消费仍低迷、基建尚未发力，经济整体有所恢复但压力仍大。**维持此前判断，当前经济压力仍大，四季度 GDP 增速仍可能跌破 4%，稳的必要性进一步增大。2022 年将全力稳增长，政策组合拳正在路上，包括货币宽松（再降准降息可期），财政积极、节奏前置，地产松，基建大发力（提示 2022 年基建可能超预期），双碳不“一刀切”等。

**风险提示：**疫情演化、外部环境恶化、政策力度等超预期

### 作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

### 相关研究

1、《开始了就不会轻易结束—降息的 6 点理解》

2021-12-20

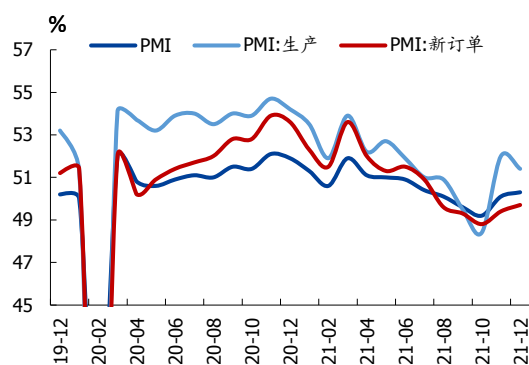
2、《高频与政策半月观—全球防疫升级，三重压力仍大，稳增长正加力》2021-12-19

3、《结构有亮点，“三重压力”仍大一全面解读 11 月经济》2021-12-15

4、《不寻常的纠偏—逐句中央经济工作会议》2021-12-11

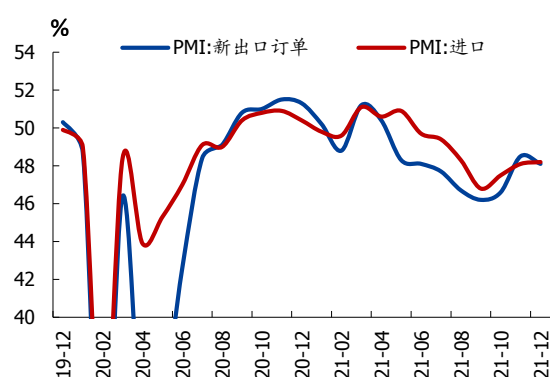
5、《有喜有忧，“滞”再加剧—11 月 PMI 的 5 大信号》2021-11-30

图表 1: 12月制造业 PMI 小幅好转



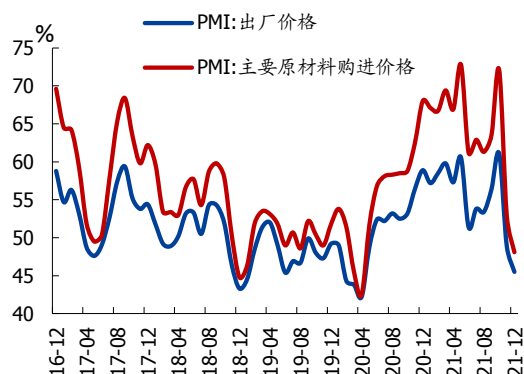
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 12月 PMI 出口订单小幅回落



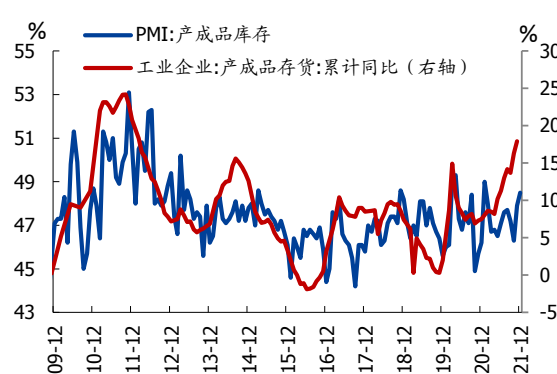
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 12月价格指标继续回落



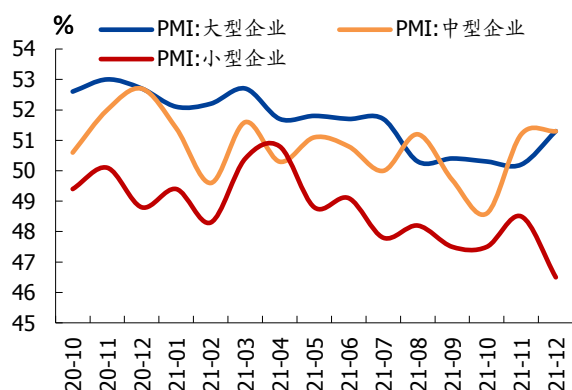
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 12月 PMI 产成品库存回升



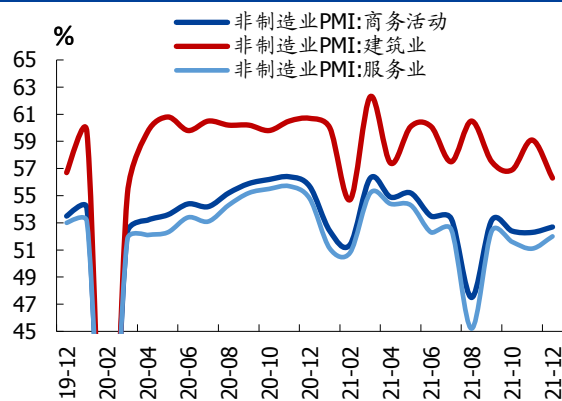
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 12月小型企业景气度再度回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 12月非制造业景气小幅回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

国盛证券研究所

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\\_35410](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35410)

