

2021 年 12 月 31 日

固定收益研究

研究所

证券分析师: 靳毅 S0350517100001  
021-68930187 jiny01@ghzq.com.cn  
证券分析师: 姜雅芯 S0350521080007  
021-60338170 jiangyx@ghzq.com.cn

## 需求约束仍存，静待基建破局

## 2021 年 12 月 PMI 数据点评

## 投资要点:

## 相关报告

《——2021 年 11 月经济数据点评：“稳增长”

信号初现 \*靳毅》——2021-12-15

《——11 月价格数据点评：通胀松动，政策空间  
是否打开？ \*靳毅》——2021-12-10《11 月金融数据点评：为何社融增速修复有  
限？ \*靳毅，张赢》——2021-12-10《2021 年 11 月 PMI 数据点评：从“供给约束”  
转向“需求约束” \*靳毅，姜雅芯》——2021-11-30《——2021 年 10 月经济数据点评：下限看地  
产，上限靠基建 \*靳毅》——2021-11-16

■ **事件** 2021 年 12 月 31 日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。其中，制造业 PMI 指数为 50.3%，较上月上升 0.2 个百分点。非制造业 PMI 指数为 52.7%，较上月上升 0.4 个百分点。

■ **政策持续发力，制造业 PMI 持续回升** 政策成效持续显现，制造业 PMI 指数小幅走高。12 月制造业 PMI 指数为 50.3%，较上月回升 0.2 个百分点，连续 2 月出现回升。从分项上来看，除生产指数较上月小幅回落以外，其余分项均较上月有所改善。从企业规模上来看，大型和中型企业 PMI 分别较上月上升 1.1 和 0.1 个百分点，小型企业 PMI 则较上月下降 2.0 个百分点。生产指数出现季节性回落，但仍位于景气区间。12 月 PMI 生产指数为 51.4%，较上月回落 0.6 个百分点。受寒潮降温天气影响，叠加元旦、春节假期的临近，生产扩张速度有所放缓。但考虑到近期保供稳价等稳经济政策不断发力，企业生产经营活动预期相对较高，带动生产指数仍处于景气区间。

■ **订单持续改善，内需有所修复** 12 月新订单指数为 49.7%，较上月上升 0.3 个百分点，连续两月出现改善，但仍位于临界点以下。从行业情况上来看，高技术制造业新订单指数为 56.1%，较上月上升 2.9 个百分点，医药、汽车、计算机通信电子设备等行业市场需求加快释放。外需方面，出口有所下滑但幅度有限。12 月新出口订单指数为 48.1%，较上月回落 0.4 个百分点。奥密克戎病毒在海外迅速蔓延，对海外经济体的修复造成一定的扰动，叠加圣诞和元旦假期效应的逐渐消散，以及海运尚未得到明显的缓解，出口出现一定的下滑。但在海外疫情的反复之下，防疫物资需求有所提升，叠加东南亚订单的回流，带动出口下滑幅度整体有限。下一阶段，随着奥密克戎病毒的蔓延，海外疫情防控形势难以在短期内得到明显的好转，订单从东南亚回流中国的逻辑不改。与此同时，美国等国家补库需求的持续，也将为出口进行托底，但仍需关注疫情的反复对全球经济复苏的影响。内需方面，需求有所修复。12 月随着保供稳价等政策的持续落地，企业成本端压力得到进一步的缓解，带动需求有所改善。与此同时，元旦和春节假期临近，消费品行业也进入传统旺季，进一步托底内需。下一阶段，12 月中央经济会议重申经济稳增长诉求，要求适度超前开展基础设施投资，对经济进行托底。

财政部也下发 2022 年提前批专项债额度，基建投资有望得到进一步加快，内需也有望得到持续改善。但考虑到部分地区疫情反复，以及冬季停工现象，内需修复的幅度仍需观察基建发力实际情况。

- **价格持续回落，企业加快备货** 12 月 PMI 购进价格下滑 4.8 个百分点至 48.1%，PMI 出厂价格下滑 3.4 个百分点至 45.5%。PMI 出厂价格-购进价格差值为-2.6%，较上月上升 1.4 个百分点。随着保供稳价政策不断推进，价格上涨趋势得到持续遏制，企业盈利空间也得以持续修复。**从各项数据上来看，企业加快备货。**12 月产成品库存为 48.5%，较上月上升 0.6 个百分点；原材料库存为 49.2%，较上月回升 1.5 个百分点。12 月采购量指数较上月上升 0.6 个百分点至 50.8%，反映在供给约束得到持续缓解的背景下，企业生产经营预期较高，出现加快备货现象。
- **就业数据有所改善** 12 月制造业从业人员项为 49.1%，较上月回升 0.2 个百分点，非制造业从业人员项为 47.6%，较上月上升 0.3 个百分点。随着保供稳价政策效应的逐步显现，企业成本端压力得到缓解，生产经营预期持续提升，带动用工景气度得到改善。
- **整体来看，随着保供稳价等稳经济政策不断发力，制造业 PMI 指数连续两月走高。**但在寒潮天气和冬季停工的影响下，生产有所下滑。内需虽有所改善，但在基建尚未大幅发力的背景下，修复幅度相对有限，叠加外需下滑趋势不改，需求约束仍存，仍需稳增长政策下的基建发力来破局。
- **下一阶段，生产端，**随着经济稳增长政策力度的不断加大，企业生产或将得到进一步的改善，但考虑到寒潮天气和局部疫情的影响，生产的边际改善幅度或将受到一定的制约。
- **需求端，外需方面，**随着奥密克戎病毒的蔓延，海外疫情防控形势难以在短期内得到较为明显的改善，东南亚订单回流中国的逻辑不改，叠加美国等国补库需求的持续，出口在回落的趋势下韧性仍存，但需要关注疫情反复对全球经济复苏的影响。**内需方面，**随着 12 月中央经济工作会议重申稳经济诉求，要求适度超前开展基础设施投资，基建或将得到进一步发力，内需也将得到进一步修复，但仍需关注局部疫情的防控进展、相关政策的落地情况以及冬季停工对基建发力的扰动。
- **风险提示** 疫情防控不及预期，通胀超预期，政策落地不及预期。

## 1、事件

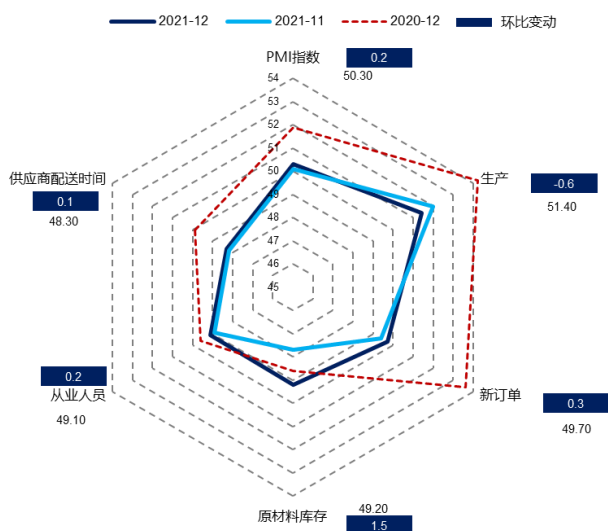
2021年12月31日，国家统计局服务业调查中心和中国物流与采购联合会发布了中国采购经理指数。其中，制造业 PMI 指数为 50.3%，较上月上升 0.2 个百分点。非制造业 PMI 指数为 52.7%，较上月上升 0.4 个百分点。

## 2、点评

### 2.1、政策持续发力，制造业 PMI 持续回升

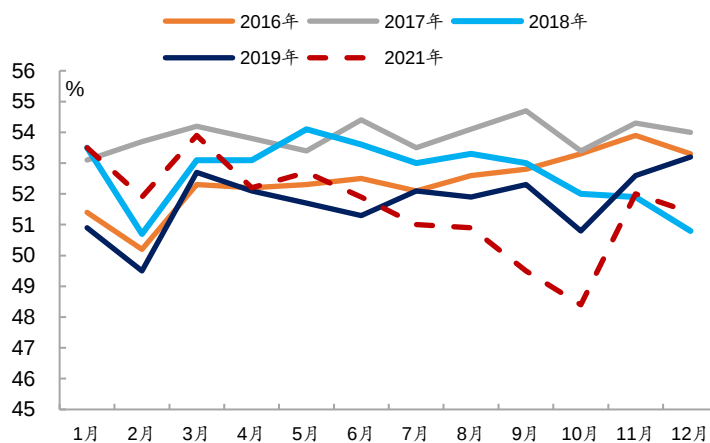
政策成效持续显现，制造业 PMI 指数小幅走高。12 月制造业 PMI 指数为 50.3%，较上月回升 0.2 个百分点，连续 2 月出现回升。从分项上来看，除生产指数较上月小幅回落以外，其余分项均较上月有所改善。从企业规模上来看，大型和中型企业 PMI 分别较上月上升 1.1 和 0.1 个百分点，小型企业 PMI 则较上月下降 2.0 个百分点。

图 1：制造业 PMI 指数雷达图



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2：制造业 PMI 生产指数



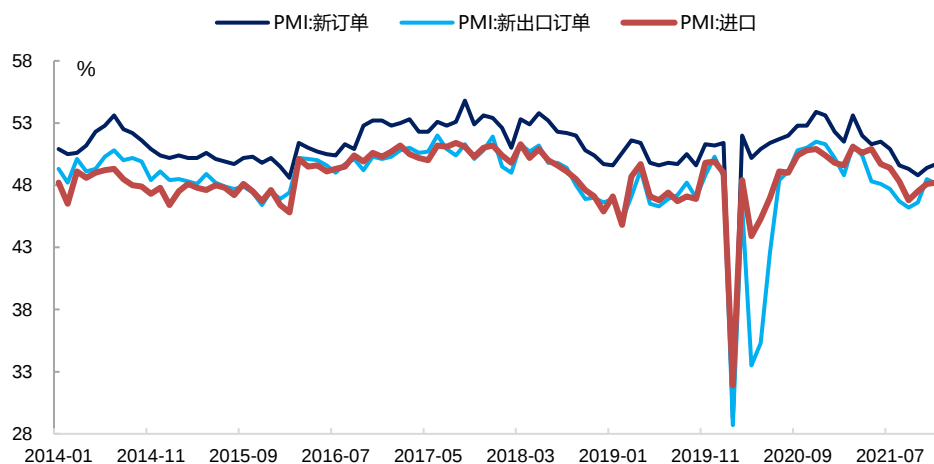
资料来源：wind、国海证券研究所

生产指数出现季节性回落，但仍位于景气区间。12 月 PMI 生产指数为 51.4%，较上月回落 0.6 个百分点。受寒潮降温天气影响，叠加元旦、春节假期的临近，生产扩张速度有所放缓。但考虑到近期保供稳价等稳经济政策不断发力，企业生产经营活动预期相对较高，带动生产指数仍处于景气区间。

## 2.2、订单持续改善，内需有所修复

订单持续改善，高技术制造业需求加快释放。12月新订单指数为49.7%，较上月上升0.3个百分点，连续两月出现改善，但仍位于临界点以下。从行业情况上来看，高技术制造业新订单指数为56.1%，较上月上升2.9个百分点，医药、汽车、计算机通信电子设备等行业市场需求加快释放。

图3：PMI新订单、新出口订单和PMI进口



资料来源：wind、国海证券研究所

外需方面，出口有所下滑但幅度有限。12月新出口订单指数为48.1%，较上月回落0.4个百分点。奥密克戎病毒在海外迅速蔓延，对海外经济体的修复造成一定的扰动，叠加圣诞和元旦假期效应的逐渐消散，以及海运尚未得到明显的缓解，出口出现一定的下滑。但在海外疫情的反复之下，防疫物资需求有所提升，叠加东南亚订单的回流，带动出口下滑幅度整体有限。

下一阶段，随着奥密克戎病毒的蔓延，海外疫情防控形势难以在短期内得到明显的好转，订单从东南亚回流中国的逻辑不改。与此同时，美国等国家补库需求的持续，也将为出口进行托底，但仍需关注疫情的反复对全球经济复苏的影响。

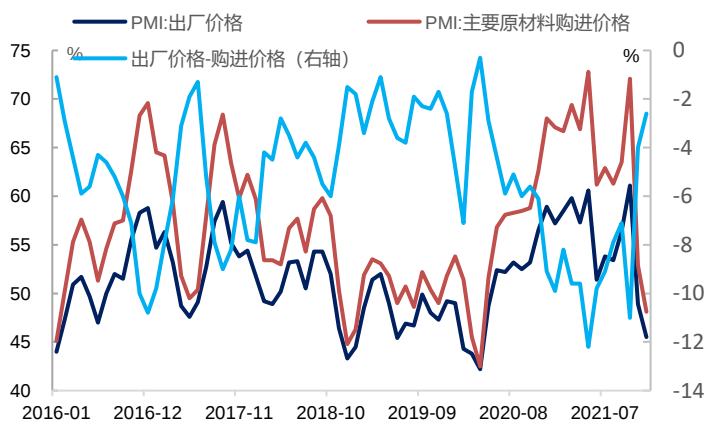
内需方面，需求有所修复。12月随着保供稳价等政策的持续落地，企业成本端压力得到进一步的缓解，带动需求有所改善。与此同时，元旦和春节假期临近，消费品行业也进入传统旺季，进一步托底内需。

下一阶段，12月中央经济会议重申经济稳增长诉求，要求适度超前开展基础设施投资，对经济进行托底。财政部也下发2022年提前批专项债额度，基建投资有望得到进一步加快，内需也有望得到持续改善。但考虑到部分地区疫情反复，以及冬季停工现象，内需修复的幅度仍需观察基建发力实际情况。

## 2.3、价格持续回落，企业加快备货

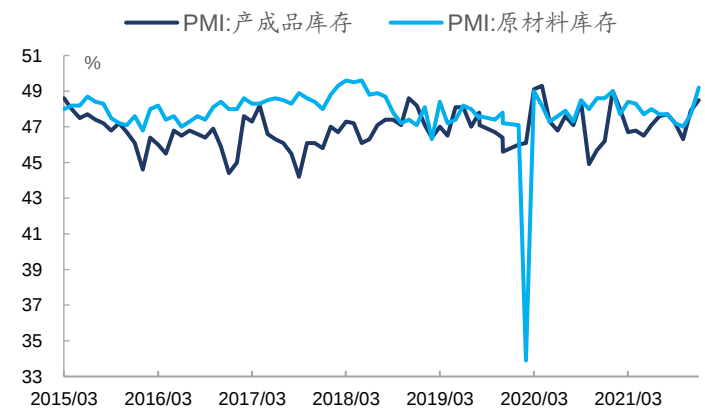
价格持续回落，企业盈利空间持续得到修复。12月PMI购进价格下滑4.8个百分点至48.1%，PMI出厂价格下滑3.4个百分点至45.5%。PMI出厂价格-购进价格差值为-2.6%，较上月上升1.4个百分点。随着保供稳价政策不断推进，价格上涨趋势得到持续遏制，企业盈利空间也得以持续修复。

图4：PMI出厂价格与购进价格



资料来源：wind、国海证券研究所

图5：PMI产成品库存与原材料库存



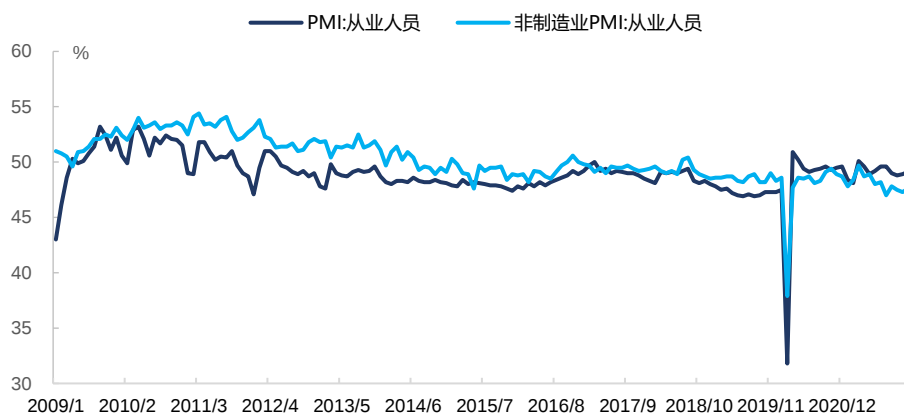
资料来源：wind、国海证券研究所

从各项数据上来看，企业加快备货。12月产成品库存为48.5%，较上月上升0.6个百分点；原材料库存为49.2%，较上月回升1.5个百分点。12月采购量指数较上月上升0.6个百分点至50.8%，反映在供给约束得到持续缓解的背景下，企业生产经营预期较高，出现加快备货现象。

## 2.4、就业数据有所改善

就业数据有所改善。12月制造业从业人员项为49.1%，较上月回升0.2个百分点，非制造业从业人员项为47.6%，较上月上升0.3个百分点。随着保供稳价政策效应的逐步显现，企业成本端压力得到缓解，生产经营预期持续提升，带动用工景气度得到改善。

图 6：制造业与非制造业从业人员数据



资料来源：wind、国海证券研究所

整体来看，随着保供稳价等稳经济政策不断发力，制造业 PMI 指数连续两月走高。但在寒潮天气和冬季停工的影响下，生产有所下滑。内需虽有所改善，但在基建尚未大幅发力的背景下，修复幅度相对有限，叠加外需下滑趋势不改，需求约束仍存，仍需稳增长政策下的基建发力来破局。

下一阶段，生产端，随着经济稳增长政策力度的不断加大，企业生产或将得到进一步的改善，但考虑到寒潮天气和局部疫情的影响，生产的边际改善幅度或将受到一定的制约。

需求端，外需方面，随着奥密克戎病毒的蔓延，海外疫情防控形势难以在短期内得到较为明显的改善，东南亚订单回流中国的逻辑不改，叠加美国等国补库需求的持续，出口在回落的趋势下韧性仍存，但需要关注疫情反复对全球经济复苏的影响。内需方面，随着 12 月中央经济工作会议重申稳经济诉求，要求适度超前开展基础设施投资，基建或将得到进一步发力，内需也将得到进一步修复，但仍需关注局部疫情的防控进展、相关政策的落地情况以及冬季停工对基建发力的扰动。

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\\_35505](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35505)

