

2021 年 12 月 31 日

## 补库需求下的经济修复，动能依旧偏弱——2021 年 12 月 PMI 点评

■2021 年 12 月官方制造业 PMI 为 50.3，较前值上升 0.2 个百分点。五大分项中仅生产处于荣枯线以上但较 11 月下降 0.6 个百分点至 51.4，其他四个分项虽有小幅修复但均处于荣枯线以下。非制造业 PMI 自 52.3 升至 52.7，较前值上升 0.4 个百分点，其中建筑业下降 2.8 个百分点至 56.3，服务业上升 0.9 个点至 52。

■本月制造业 PMI 继续回升，但仅生产采购位于荣枯线以上，需求各分项均持续处于荣枯线以下。库存明显回升，企业补库存或推升 PMI。12 月虽然制造业 PMI 小幅回升，但仅生产和采购位于荣枯线以上，分别为 51.4 和 50.8，而需求相关分项均处于荣枯线以下。近两个月产成品库存和原材料库存累计上行达到 2.2 个点，改善幅度明显大于需求指标，反映出原材料价格下跌和限产影响下降后，企业补库存需求回升可能是近期推升 PMI 的重要因素，而需求改善幅度并不大。

■非制造业 PMI 小幅回升，其中建筑业商务活动和新订单双双回落，基建回升可能偏慢。建筑业 PMI 新订单与基建地产需求高度相关，下半年以来建筑业 PMI 新订单持续处于历史偏低水平，10-11 月财政支出进度加快建筑业 PMI 新订单指数回升，本月建筑业新订单再度回落可能反映基建回升速度偏慢。往后来看，虽然中央经济工作会议稳增长诉求提升，但财政政策仍需注重精准可持续，日前全国财政工作会议也提出“健全地方政府依法适度举债机制”“管好用好专项债券资金”，预计基建投资回升幅度有限。

■总的来说，本月制造业 PMI 小幅回升，但从分项来看，仅生产采购位于荣枯线以上，需求各分项均持续处于荣枯线以下。产成品库存和原材料库存回升而需求回升幅度不大，指向原材料价格下跌和限产影响下降后，企业补库存需求推升 PMI，但经济动能依旧偏弱。建筑业 PMI 降至荣枯线附近，基建回升可能偏慢，经济料继续承压。

■风险提示：疫情发展超预期、信用风险超预期等

## 固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100003  
chigs@essence.com.cn

黄海澜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521020001  
huanghl@essence.com.cn

## 相关报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 如何看待房地产结构性宽信用对社融和利率的影响？  | 2021-12-29 |
| 2021 年信用债市场回顾：五个阶段与四个关键词 | 2021-12-28 |
| 云南城投平台梳理（下）——1 月流动性展望    | 2021-12-27 |
| 重庆城投平台梳理（下）              | 2021-12-25 |

## 内容目录

|    |                                      |   |
|----|--------------------------------------|---|
| 1. | 12 月制造业和非制造业 PMI 均小幅回升 .....         | 3 |
| 2. | 近两个月制造业 PMI 需求持续偏弱，补库存提升 PMI .....   | 3 |
| 3. | 建筑业 PMI 走弱，从 PMI 新订单来看基建回升可能偏慢 ..... | 4 |

## 图表目录

|                                               |   |
|-----------------------------------------------|---|
| 图 1: 制造业和非制造业 PMI 主要分项与前值对比 .....             | 3 |
| 图 2: PMI 产成品和原材料库存近两个月明显回升 (%) .....          | 4 |
| 图 3: PMI 新订单和新出口订单持续处于荣枯线以下 (%) .....         | 4 |
| 图 4: 大中型企业 PMI 回升，而小型企业 PMI 降至疫情后新低 (%) ..... | 4 |
| 图 5: 本月建筑业 PMI 新订单回落至荣枯线附近 (%) .....          | 5 |

## 1. 12 月制造业和非制造业 PMI 均小幅回升

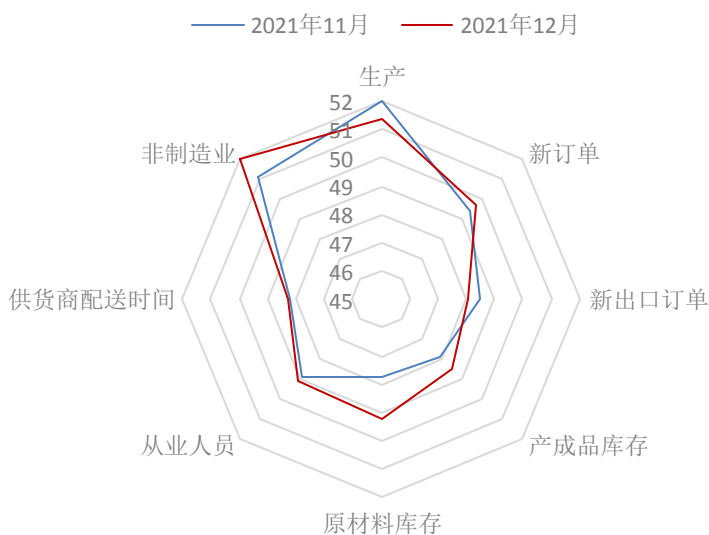
2021 年 12 月官方制造业 PMI 为 50.3，较前值上升 0.2 个百分点。五大分项中仅生产处于荣枯线以上但较 11 月下降 0.6 个百分点至 51.4，其他四个分项虽有小幅修复但均处于荣枯线以下。非制造业 PMI 自 52.3 升至 52.7，较前值上升 0.4 个百分点，其中建筑业下降 2.8 个百分点至 56.3，服务业上升 0.9 个点至 52。

内需小幅改善，外需边际走弱，产成品库存和原材料库存均有回升。新订单为 49.7，较前值上升 0.3 个百分点。进口小幅回升而出口走弱，新出口订单自 48.5 降至 48.1，进口订单自 48.1 升至 48.2。产成品库存和原材料库存双双回升，产成品库存自 47.9 上升至 48.5，原材料库存自 47.7 上升至 49.2。

生产回落采购回升，原材料购进价格和出厂价格均有所回落。生产指数自 52 降至 51.4；采购指数自 50.2 升至 50.8。原材料购进价格和出厂价格指数双双回落，主要原材料购进价格指数自 52.9 降至 48.1；出厂价格指数自 48.9 降至 45.5。

非制造业 PMI 小幅回升，其中建筑业回落而服务业回升。12 月，非制造业商务活动指数自 52.3 升至 52.7。服务业商务活动指数为 52.0%，比上月上升 0.9 个百分点，显示服务业经营活动恢复步伐总体有所加快。航空运输、餐饮、文化体育娱乐等上月受疫情影响较大的行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所提升。但从市场需求看，新订单指数为 48.2%，连续 7 个月位于临界点以下，表明服务业恢复基础尚不牢固，企业对市场走势预期较为谨慎。受寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响，建筑业商务活动指数为 56.3%，比上月下降 2.8 个百分点，反映建筑业生产扩张有所放缓，其中建筑业新订单指数从 54.2 降至 50，建筑业需求边际走弱。

图 1：制造业和非制造业 PMI 主要分项与前值对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 2. 近两个月制造业 PMI 需求持续偏弱，补库存提升 PMI

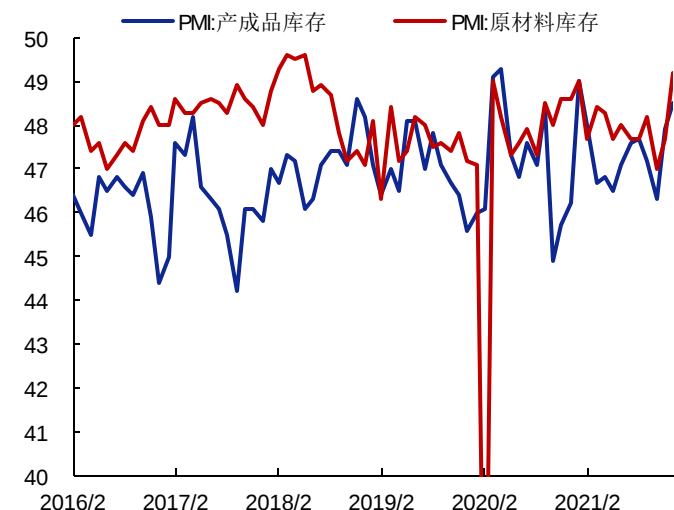
本月制造业 PMI 继续回升，但从分项来看，仅生产采购位于荣枯线以上，需求各分项均持续处于荣枯线以下。12 月虽然制造业 PMI 小幅回升，但仅生产和采购位于荣枯线以上，分别为 51.4 和 50.8，而需求相关分项均处于荣枯线以下。

从近两个月需求各分项变动幅度来看，产成品库存和原材料库存双双回升，指向原材料价格

下跌和限产影响下降后，企业补库存需求是推升 PMI 的重要因素。近两个月产成品库存和原材料库存持续上升，累计上行幅度达到了 2.2 个点，而同期新订单和新出口订单分别上升 0.9 个点和 1.5 个点。库存上升幅度更大，上升持续性更强，反映出原材料价格下跌和限产影响下降后，企业补库存需求回升可能是近期推升 PMI 的重要因素，而需求改善幅度并不大。

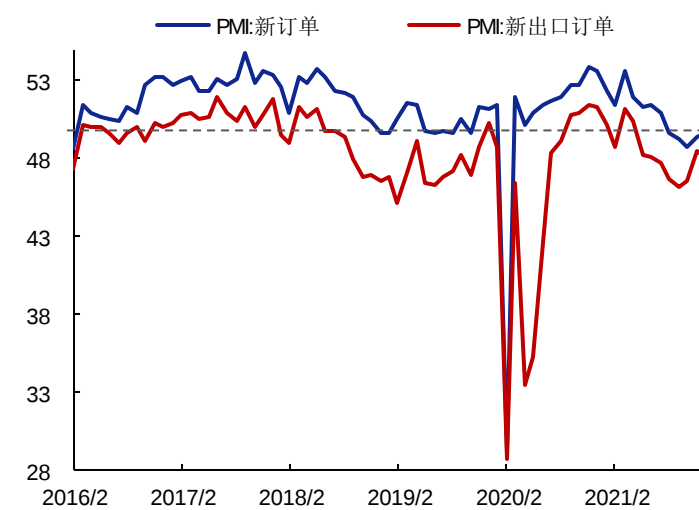
从大中小企业制造业 PMI 来看，大中型企业景气度回升幅度较大，而小型企业景气度下行至疫情后新低，反映在需求未见显著改善情况下，成本压力边际缓和和生产修复对小型企业景气度拉动有限。

图 2：PMI 产成品和原材料库存近两个月明显回升 (%)



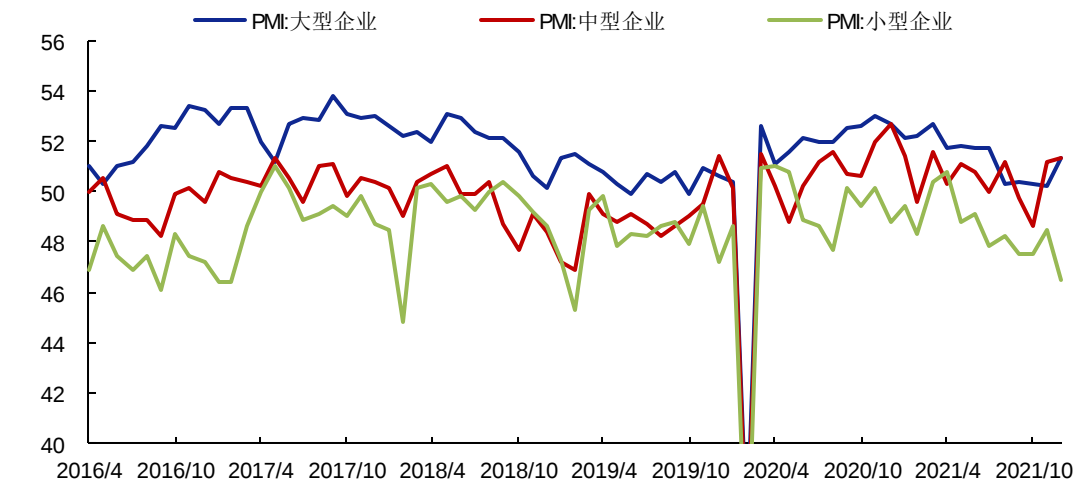
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：PMI 新订单和新出口订单持续处于荣枯线以下 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：大中型企业 PMI 回升，而小型企业 PMI 降至疫情后新低 (%)



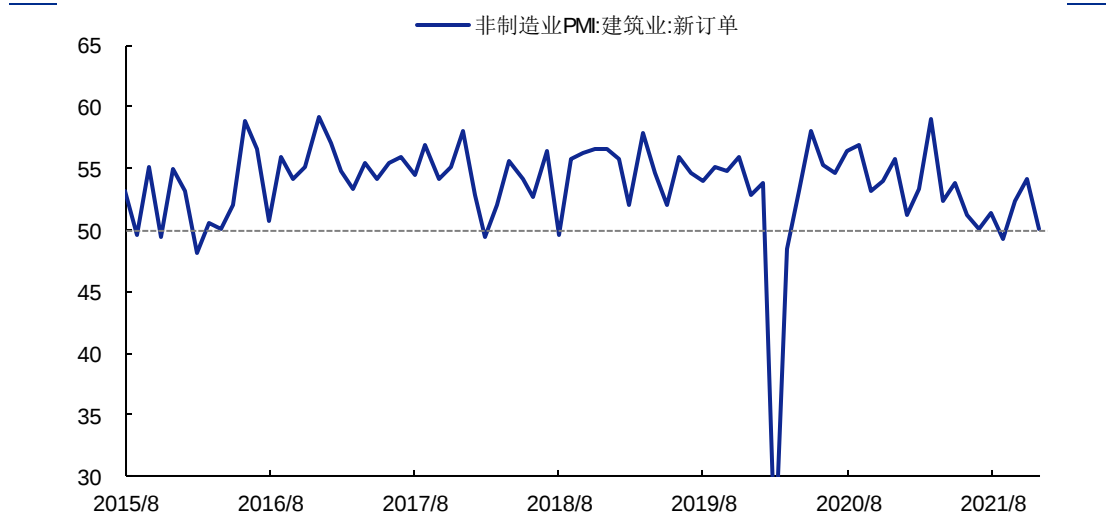
资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3. 建筑业 PMI 走弱，从 PMI 新订单来看基建回升可能偏慢

非制造业 PMI 中，本月建筑业 PMI 商务活动和新订单指数双双下行。建筑业 PMI 新订单与基建地产需求高度相关，下半年以来建筑业 PMI 新订单持续处于历史偏低水平，10-11 月建筑业 PMI 新订单指数回升可能与财政支出进度加快使得基建需求回升有关，本月建筑业新订单再度回落可能反映基建回升速度偏慢。

往后来看，虽然中央经济工作会议提出“要保证财政支出强度，加快支出进度”，但财政政策仍需注重精准可持续，日前全国财政工作视频会议也提出“健全地方政府依法适度举债机制”“管好用好专项债券资金”，项目质量仍将制约基建回升幅度，预计基建投资回升幅度有限。

图 5：本月建筑业 PMI 新订单回落至荣枯线附近（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

总的来说，本月制造业 PMI 小幅回升，但从分项来看，仅生产采购位于荣枯线以上，需求各分项均持续处于荣枯线以下。产成品库存和原材料库存回升而需求回升幅度不大，指向原材料价格下跌和限产影响下降后，企业补库存需求推升 PMI，但经济动能依旧偏弱。建筑业 PMI 降至荣枯线附近，基建回升可能偏慢，经济料继续承压。

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\\_35506](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35506)

