

供给约束缓解但需求仍弱

——12月PMI数据点评

相关研究：

1. 《价格上涨趋缓，疫情拖累服务业》 2021.07.09
2. 《供需继续走弱，小企业压力明显》 2021.08.04
3. 《制造业需求回落，服务业荣枯线下》 2021.09.02
4. 《供需连续走弱，价格上行有压力》 2021.11.02

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021-50295364

Email: qizc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件：

12月中采制造业PMI指数录得50.3，较上月回升0.2个百分点；非制造业PMI录得52.7，较上月回升0.4个百分点；12月综合PMI指数录得52.2，与上月持平。

□ 供给约束缓解但需求仍弱

12月中采制造业PMI指数录得50.3，较上月回升0.2个百分点，连续两月处于荣枯线上，四季度以来制造业扩张动能显示出回升态势，结束了3月至10月的连续下跌趋势。从政策面来看利于整体制造业动能的回升，一方面稳增长信号不断释放，另一方面因为能耗双控而导致的限产限电在四季度大幅缓解，避免将长期政策短期化。新订单减产成品的数值下行至年内最低点，反映出制造业因需求疲弱而出现的被动补库存现象。

□ 地产及疫情拖累非制造业景气

建筑业PMI虽然录得56.3，处于荣枯线上，却相较于疫情前同期而言仍较疲弱。这与今年以来房地产行业整体遇冷有关，无论从房地产开发投资、新开工、销售到拿地，房地产行业的数据均呈现出了比较明显的下行趋势。我们认为在“房住不炒”的大框架下，行业监管政策可能会出现有界限的放宽以此来稳增长。服务业同样较疫情前同期疲弱，西安等地区散发的疫情可能会影响即将到来的春节假日期间的线下消费活动，从而拖累2月的非制造业景气表现。

□ 短期因素喜忧参半

短期来看，影响经济的外部因素喜忧参半。政策层面上，12月以来，管理层比较充分地传达了稳增长的意图。财政政策上“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”，有利于基建投资增速逐步上行，从而提振建筑业PMI指数表现。货币政策也有进一步总量上宽松的空间，为制造业投资增速（两年平均基础上）进一步上行提供了良好的信贷环境。但另一方面，政策上短期对于环保及“双碳”的要求可能不会很快放宽，需求疲弱的背景下，供给端的修复态势可能还会延续一段时间。同时，疫情的反复也会影响传统假期服务业的表现，对社零消费形成拖累。

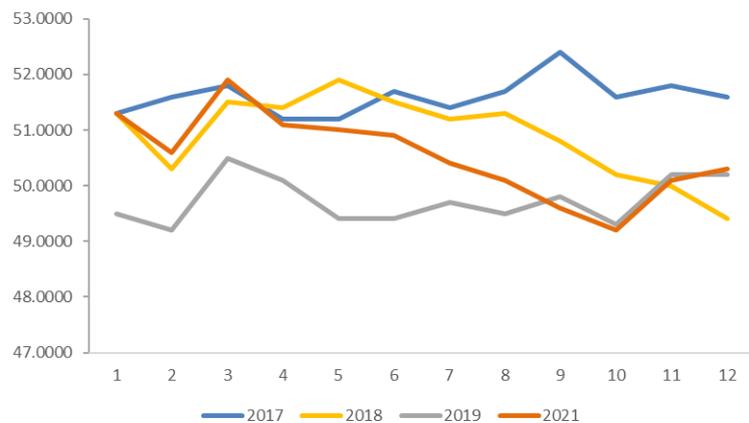
□ 风险提示

疫情发展超预期，通胀超预期

1 供给约束减缓但需求仍弱

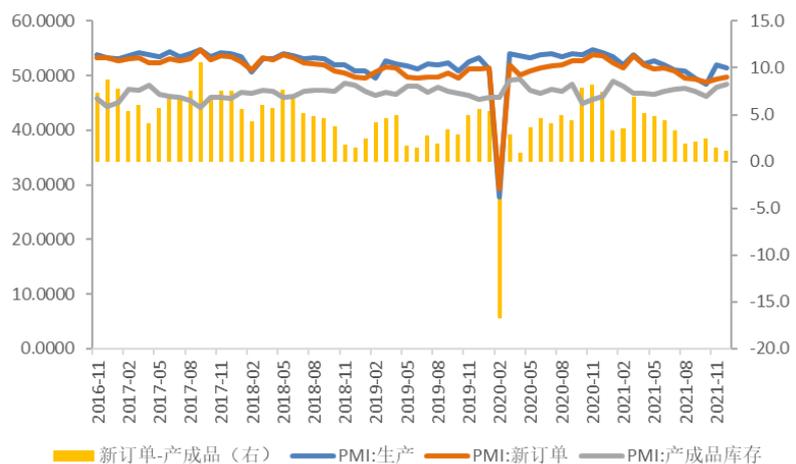
12月中采制造业PMI指数录得50.3，较上月回升0.2个百分点，连续两月处于荣枯线上，四季度以来制造业扩张动能显示出回升态势，结束了3月至10月的连续下跌趋势。从政策面来看利于整体制造业动能的回升，一方面稳增长信号不断释放，另一方面因为能耗双控而导致的限产限电在四季度大幅缓解，避免将长期政策短期化。

图1 制造业PMI指数四季度呈攀升态势(%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

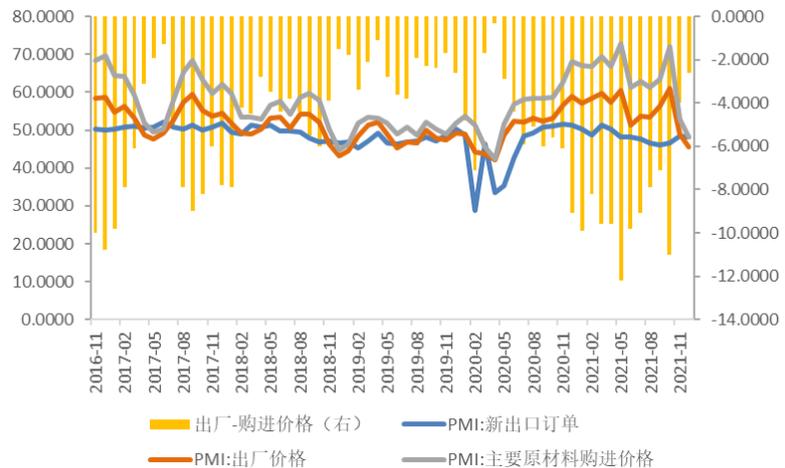
图2 生产约束减轻但需求仍弱(%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

从细分项来看，制造业 PMI 生产指数录得 51.4，较上月回落 0.6 个百分点，连续 2 个月处于荣枯线上；新订单指数录得 49.7，较上月回升 0.3 个百分点，连续 5 个月在荣枯线以下。产成品库存指数录得 48.5，较上月回升 0.6 个百分点，新订单减产成品的数值下行至年内最低点，反映出制造业因需求疲弱而出现的被动补库存现象。外需方面，新出口订单指数录得 48.1，较上月环比回落 0.4 个百分点。PIM 新出口订单与出口同比增速呈现出一定的分歧，我们认为其中价格因素可能是主要原因：由于今年以来成品油、稀土以及锂离子电池等原材料及中间品价格的上涨，推动了出口增速的超预期表现。出厂价格指数录得 45.5，较上月大幅回落 3.4 个百分点，并录得今年以来最低点，一方面预计高位的 PPI 会逐步下行，另一方面价格因素会拖累出口增速向疫情前回归。主要原材料购进价格指数录得 48.1，较前值回落 3.8 个百分点，从业人员指数录得 49.1，较上月回升 0.2 个百分点，整体维持平稳。

图 3 出厂价格指数大幅回落 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

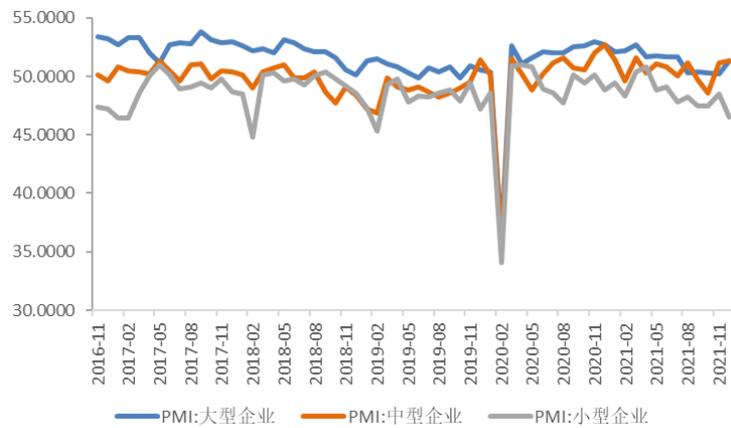
2 地产及疫情拖累非制造业景气

从企业规模看，12 月小型企业 PMI 指数录得 46.5，较上月回落 2.0 个百分点，与进入冬季以来疫情零星散发有关，对小型企业的经营产生了一定的抑制。大型企业 PMI 指数本月录得 51.3，环比较前值上升 1.1 个百分点，中型企业 PMI 指数录得 51.3，较前值回升 0.1 个百分点。随着大宗商品价格高位震荡，上游利润有望逐步向中下游转移，中型企业的景气程度有望得到提振。而小企业的趋势转好，可能还需要等待全球疫情出现明确稳定的迹象。

12 月非制造业 PMI 录得 52.7，较上月回升 0.4 个百分点，其中建筑业

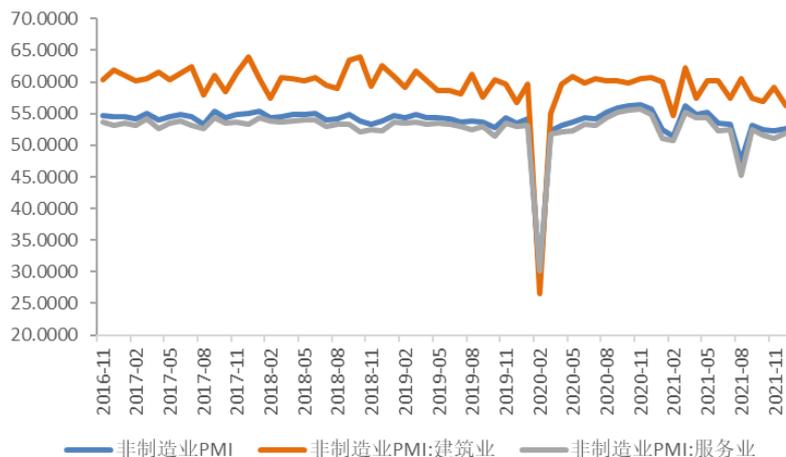
PMI 录得 56.9，较上月下降 0.6 个百分点，服务业 PMI 录得 52.0，较上月回升 0.9 个百分点。建筑业 PMI 虽然录得 56.3，处于荣枯线上，却相较于疫情前同期相比仍较疲弱。这与今年以来房地产行业整体遇冷有关，无论从房地产开发投资、新开工、销售到拿地，房地产行业的数据均呈现出了比较明显的下行趋势。我们认为在“房住不炒”的大框架下，行业监管政策可能会出现有界限的放宽以此来稳增长。服务业同样较疫情前同期疲弱，西安等地区散发的疫情可能会影响即将到来的春节假日期间的线下消费活动，从而拖累 2 月的非制造业景气表现。

图 4 冬季疫情零星散发施压小型企业经营 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 5 非制造业 PMI 弱于往年同期 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

3 短期因素喜忧参半

短期来看，影响经济的外部因素喜忧参半。政策层面上，12月以来，管理层比较充分地传达了稳增长的意图。财政政策上“各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”，有利于基建投资增速逐步上行，从而提振建筑业 PMI 指数表现。货币政策也有进一步总量上宽松的空间，为制造业投资增速（两年平均基础上）进一步上行提供了良好的信贷环境。但另一方面，政策上短期对于环保及“双碳”的要求可能不会很快放宽，需求疲弱的背景下，供给端的修复态势可能还会延续一段时间。同时，疫情的反复也会影响传统假期服务业的表现，对社零消费形成拖累。总体而言，一季度经济增长仍存压力，逆周期调节政策有望相继推出。

风险提示：疫情发展超预期，通胀超预期

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_35653

