

制造业小幅波动，但仍保持高位运行

12 月 PMI 数据点评

核心观点：

- **12 月制造业景气度环比回调，维持景气扩张区间运行，高于近年当月均值**

预计下月 PMI 数据将基本保持稳定，不会出现大幅变化。从 10 月和 11 月的主要数据来看，生产和需求都在稳步回升，四季度经济增长有望比三季度继续加快，全年 GDP 增长略高于 2%，中国有望成为世界主要经济体中唯一实现正增长的经济体。随着新冠疫苗投入使用，全球疫情将逐步得到控制，世界经济有望明显反弹，预计 2021 年我国 GDP 增长 8% 左右，经济增长将逐步向潜在增长水平回归。

- **生产活动恢复常态，内需扩张相对缓慢**

企业补库存拉升产量水平，季节性因素使得市场需求微幅下降。从发展趋势看，受到冷链进口食品检测新冠阳性影响，农产品进口增速出现明显回落，国内市场扩张步伐相对较缓。从库存周期角度看，经济动能指标（新订单-产成品库存）显示需求端恢复有所放缓。

- **供给中断和需求萎缩同时发生，对我国经济造成多重影响**

新冠疫情导致世界经济深度衰退，失业率上升，市场需求萎缩，也对全球产业链供应链构成严重冲击。供给中断和需求萎缩同时发生，对我国经济造成多重影响。首先，我国疫情率先得到控制，制造业规模大，产业门类齐全，海外订单大规模向我国转移，出口增长超出预期。其次，尽管全球经济低迷，但防护物资、生活必需品的需求存在刚性，防控疫情也催生了工作、生活方式的改变，电脑、儿童玩具、运动产品等需求明显增加。第三，疫情影响了部分原材料的正常生产与供应，叠加需求上升，价格上涨较快，再加上人民币兑美元汇率大幅升值，我国制造业企业赢利水平不及预期。第四，在海外供应链和需求逐步恢复后，我国出口增长将主要取决于综合竞争力。

- **就业指标小幅波动，失业率接近上年同期水平**

就业分项指标继续呈现波动态势，与产量背离。本年度政府工作报告提出全年城镇调查失业率控制线为 6%、城镇新增就业 900 万人的目标。1-11 月份，全国城镇新增就业 1099 万人，完成全年目标任务的 122.1%。11 月份，全国城镇调查失业率为 5.2%，比上月回落 0.1 个百分点，接近上年同期水平。但是也要看到，不同产业、不同规模企业和不同地区差距进一步扩大，可能出现新的不协调。

分析师

余逸霖

☎：(8610) 8635 9289

✉：yuyilin-yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050004

一、制造业维持景气扩张区间 需求恢复仍有待加强：

制造业景气度环比回调。12月制造业PMI为51.9%，较上月回落0.2%，维持景气扩张区间运行，高于近年当月均值。预计下月PMI数据将基本保持稳定，不会出现大幅变化。从10月和11月的主要数据来看，生产和需求都在稳步回升，四季度经济增长有望比三季度继续加快，全年GDP增长略高于2%，中国有望成为世界主要经济体中唯一实现正增长的经济体。随着新冠疫苗投入使用，全球疫情将逐步得到控制，世界经济有望明显反弹，预计2021年我国GDP增长8%左右，经济增长将逐步向潜在增长水平回归。

第一，生产活动恢复常态，内需扩张相对缓慢。

从分项指标来看，12月生产量回落0.5%，为54.2%，仍保持较高景气位置，企业补库存拉升产量水平。11月全国规模以上工业增加值增速达到7.0%，比10月加快0.1个百分点，为2019年3月以来的最高值，经济复苏态势持续巩固。

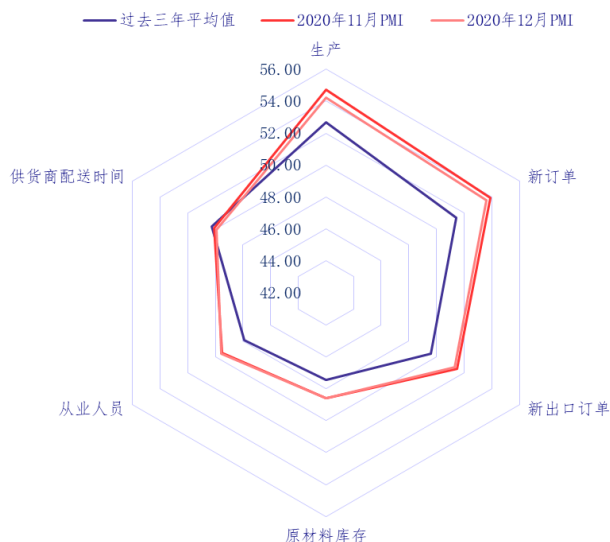
12月新订单指标回落0.3%至53.6%，仍处于高位景气区间，季节性因素使得市场需求小幅下降。进口指标为50.4%，较上月下行0.5%。从发展趋势看，1-11月进口下降1.6%，受到冷链进口食品检测新冠阳性影响，农产品进口增速出现明显回落，国内市场扩张步伐相对较缓。但11月规模以上工业企业利润同比增长15.5%，已连续7个月保持正增长，工业品量价齐升带动企业利润。同时，随着经济的逐步恢复，制造业投资回升的态势有望延续。一是制造业企业的效益改善，二是出口需求对制造业生产的带动增强，三是制造业投资空间、潜力巨大，特别是随着信息化发展，大数据、人工智能和制造业的融合，投资前景广阔。

从库存周期角度看，制造业PMI新订单小幅回落，产成品库存指数则上升，因此经济动能指标（新订单-产成品库存）下降0.8个点至7.4（上月为8.2），显示需求端恢复有所放缓。

第二，供给中断和需求萎缩同时发生，对我国经济造成多重影响。

12月新出口订单为51.3%，较上月回落0.2%，需求恢复态势仍有待加强。新冠疫情导致世界经济深度衰退，失业率上升，市场需求萎缩，也对全球产业链供应链构成严重冲击。供给中断和需求萎缩同时发生，对我国经济造成多重影响。首先，我国疫情率先得到控制，制造业规模大，产业门类齐全，海外订单大规模向我国转移，出口增长超出预期。其次，尽管全球经济低迷，但防护物资、生活必需品的需求存在刚性，防控疫情也催生了工作、生活方式的改变，电脑、儿童玩具、运动产品等需求明显增加。第三，疫情影响了部分原材料的正常生产与供应，叠加需求上升，价格上涨较快，再加上人民币兑美元汇率大幅升值，我国制造业企业赢利水平不及预期。第四，在海外供应链和需求逐步恢复后，我国出口增长将主要取决于综合竞争力。

图 1：六大指标与往年均值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

第三，就业指标小幅波动，失业率接近上年同期水平。

12月PMI就业分项指标为49.6%，比上月小幅上升0.1%，继续呈现波动态势，与产量背离。今年一季度，新冠肺炎疫情对就业市场造成了明显冲击，4月份以来随着复工复产不断推进逐步好转，就业形势出现改善。进入三季度，各项经济指标明显改善，工业生产持续回升，消费市场不断好转，为就业稳定奠定了重要基础。同时，援企稳岗、扩大灵活就业等政策的进一步落实，有力促进就业岗位增加。本年度政府工作报告提出全年城镇调查失业率控制线为6%、城镇新增就业900万人的目标。1-11月份，全国城镇新增就业1099万人，完成全年目标任务的122.1%。11月份，全国城镇调查失业率为5.2%，比上月回落0.1个百分点，接近上年同期水平。其中，25-59岁就业主体人群的调查失业率为4.7%，比上月回落0.1个百分点。

但是也要看到，不同产业、不同规模企业和不同地区差距进一步扩大，可能出现新的不协调。从产业看，尚未完成转型升级的传统产业面临较大困难；从企业看，规模越大，景气度越高，而中小企业对市场、金融资源的获取能力有限，经营状况堪忧；从地区看，西南地区快速崛起，东北地区持续低迷，南北差距日益取代东西差距。值得注意的是，传统产业和中小企业吸纳就业占比较高，是低技能劳动力就业的主渠道，行业和企业进一步分化，不利于就业稳定，也将对中低收入群体构成新的冲击。

随着中国经济逐步恢复至正常状态，经济工作的重点需要以畅通国内大循环为重点，深化供给侧结构性改革，激发企业活力，着力扩大国内需求，形成需求牵引供给、供给创造需求的高水平动态平衡。

图 2：制造业 PMI 指标

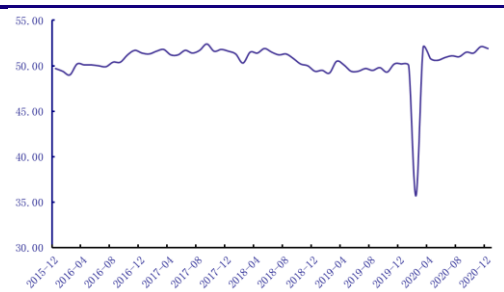
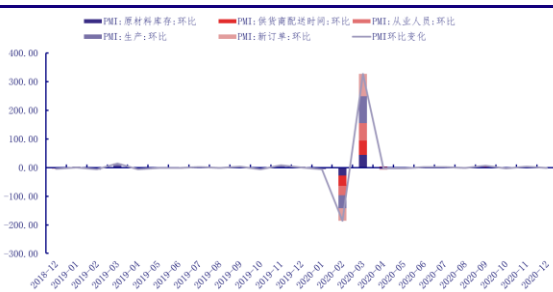


图 3：制造业 PMI 主要分项指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：制造业 PMI 进出口指标

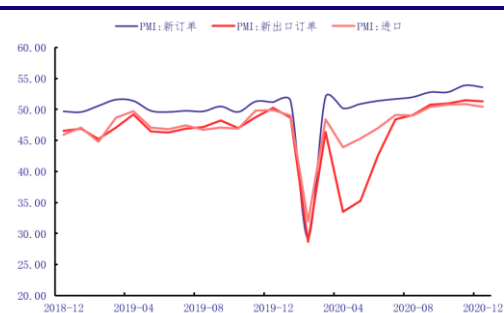
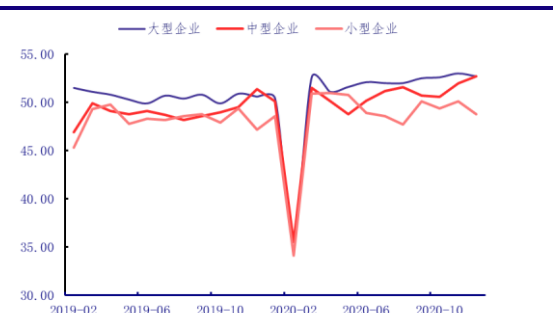


图 5：大中小型企业 PMI 指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

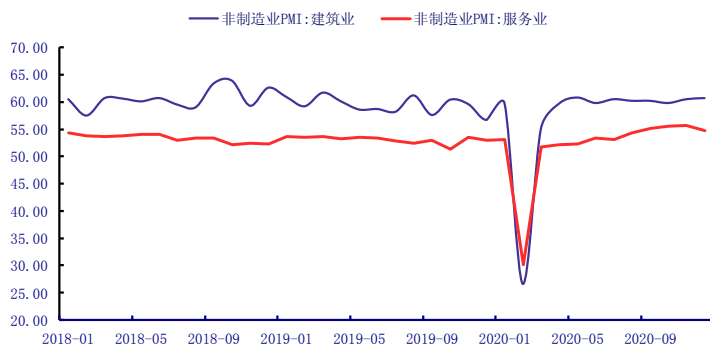
二、非制造业保持高位运行 建筑业市场或将承压：

非制造业景气度扩张速度减慢。12月PMI非制造业经营活动状况为55.7%，比上月下降0.7%，结束持续4个月的环比回升，但已连续7个月稳定在54%以上较高水平运行。随着居民生活回归常态，服务业持续恢复，在投资加快修复的带动下，建筑业短期或持续向好，未来非制造业数据有望保持高位运行。但从发展趋势看，建筑业市场仍将面临一定压力。

服务业恢复力度有所放缓。12月服务业较11月回落0.9%至54.8%，6月份以来，餐饮、休闲、旅游等接触型、聚集型服务行业限制逐步放开，服务消费快速升温，但今冬疫情防控压力依然存在，服务业需求恢复力度有所减弱。

基础设施、房地产投资增长进一步提速，但前景不容乐观。从行业大类看，12月建筑业上升0.2%，为60.7%，房地产经营状况回升0.7%至48.3%，订单回落1.0%至43.3%。1-11月份基础设施和房地产投资增长进一步加快，较1-10月分别提高0.3和0.5个百分点，但前景不容乐观。随着中央、地方债发行基本结束，对基础设施投资的资金支持力度将逐步减弱。房地产调控政策进一步收紧，“三道红线”对负债水平较高的房地产开发企业形成新的压力，将使得房地产行业杠杆率下降，扩张速度整体放缓，对宏观经济和行业格局产生中长期影响。

图6：非制造业PMI指标



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、新兴产业增长势头未改 扩张趋缓进入淡季模式：

11月新兴产业景气指数EPMI（主要统计覆盖高端装备制造产业、节能环保产业、生物产业、新材料产业、新能源产业、新能源汽车产业、新一代信息技术产业、医疗健康服务业等行业）录得55.6%，环比回落1.8%。本月EPMI依然高于四年均值，增长势头不变，但有扩张趋缓的迹象，逐步进入淡季模式。

生产经营回归常态，出口回流热度下降。在前期高基数叠加淡季因素的影响下，本月新订单、生产量双双回落，分别为55.8%和58.5%，但仍保持在长期均值水平，企业处于正常生产运营状态中。出口回流热度下降，12月进出口指数分别为46.3%和45%，回落至荣枯线以下，但三月均值仍处在上升通道中。相比于传统制造，新兴产业对外需依赖度较低，进出口相对低迷对其影响有限。

需求向好支撑就业，企业未来生产将承压。就业指数小幅回升0.1%至54.3%，较近年均值高出4.9%，我国市场需求向好，支撑就业快速复苏。12月采购量为59.4%，较上月小幅回落1.6%，但仍高于四年均值，企业采购动力仍在。库存指标显示未来产量将承压，其中，自有库存回升3%至53.5%，生产量下行使得原材料库存开始积压；用户库存上行1%至46.1%，企业补库行为开始，后期空间依旧充足。

企业研发回归正常，贷款扶持举措发挥作用。新产品投产与研发投入较上月小幅回落，分别为57.2%和58.9%，高于近年均值，表明企业研发动力强劲，尤其是在提高研发投入方面的行动已经趋于一致。贷款难度指数回落0.5%至50.9%，较近年均值低4.9个百分点，显示政府对企业贷款的扶持举措发挥了积极作用。

购进价格达历史高位，价格上行至周期中段。购进价格延续回升趋势至68%，创下近38个月数据新高。一方面体现需求旺盛推高价格，另一方面也反映国内市场原材料供应不足。销售价格小幅回升至50.1%，其上一周期高点为2017年10月的56.4%。价格数据反映了周期高点前的特征，上行已经进入周期中段，处于类似2016年11-12月的位置，达到高点后将由刺激生产转为抑制生产。

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_447

