

2021 年 01 月 01 日

制造业量缩价涨，关注信用“收缩”扰动

宏观研究团队

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）

duanyuzhu@kysec.cn

证书编号：S0790120070013

● **制造业产需高位回落，石油加工、化工产业链及医药制造业等 PMI 降幅较大**
制造业产需较上月高位回落，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性”。12 月，制造业 PMI 为 51.9%，回落 0.2 个百分点。其中，生产指数 54.2%、新订单指数 53.6%、新出口订单指数 51.3%，分别较上月回落 0.5、0.3、0.2 个百分点。总体来看，制造业景气高位回落，外需相对“韧性”，内需和生产回落幅度较大。
分行业来看，石油加工、化工产业链及医药制造业 PMI 降幅较大。12 月，石油加工、化学原料及制品、化学纤维及橡胶塑料等石化产业链，景气回落显著，PMI 下滑幅度均超过 3 个百分点。PMI 分项显示，这些行业均呈现原料价格上涨、生产和订单回落的格局。此外，医药制造业 PMI 回落 6 个百分点，也下滑明显。

● **价格指数攀升至年内高点、企业成本压力加大，小型企业 PMI 重回荣枯线以下**
部分原材料价格上涨，推升价格指数至全年高点，企业生产成本压力加大。12 月，原材料和出厂价格指数分别为 68%、58.9%，上升 5.4 和 2.4 个百分点，至全年高点。石油煤炭、黑色有色等上游制造业，两个价格指数超过 70%。在经济逐步修复、供给相对受限情况下，钢铁、煤炭等原料价格持续攀升，加大企业成本压力。
小型企业 PMI 回落明显、重回荣枯线以下；政策“不急转弯”，向小微企业倾斜。小型企业 PMI 为 48.8%，下降 1.3 个百分点，重回荣枯线以下。小型企业中反映原材料、物流和劳动力成本高的比例，分别上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点。政策“不急转弯”的内涵，便是通过结构性政策，保护这些恢复尚不牢固的微观主体。

● **疫情和政策等影响下，服务业景气分化；“赶工”逻辑阶段性支撑建筑业景气**
服务业景气分化、总体回落，建筑业景气延续抬升。12 月，服务业商务活动指数为 54.8%、下降 0.9 个百分点。其中，航空、电信、金融等行业，持续位于 60% 以上；餐饮、房地产、环保等，则位于临界点以下。在疫情和政策等影响下，服务业分化明显。建筑业商务活动指数为 60.7%，“赶工”逻辑或仍有阶段性支撑。
重申观点：新冠疫情影响下，国内外经济修复存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，2021 年的内外需或形成鲜明对比。在周期性复苏和前期刺激政策下，外需会非常强；内需来看，政策重心已逐步回到“调结构”，从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程，带来的信用“收缩”力度市场或存低估。但不同以往，2021 年政策“退潮”和信用“收缩”过程中，结构的分化或更为显著。

● **风险提示：**新冠疫情出现超预期变化；海外经济修复不及预期。

相关研究报告

《宏观经济专题-“不急转弯”的政策内涵》-2020.12.27

《宏观经济专题-病毒变异下，经济前景再评估》-2020.12.27

《宏观经济专题-互联网平台存款治理的原因及影响》-2020.12.24

目 录

1、制造业供需高位回落，石油、化工链降幅较大	3
2、价格指数攀升至年内高点，企业成本压力加大	3
3、服务业景气分化，赶工逻辑阶段性支撑建筑业	4
4、风险提示	5

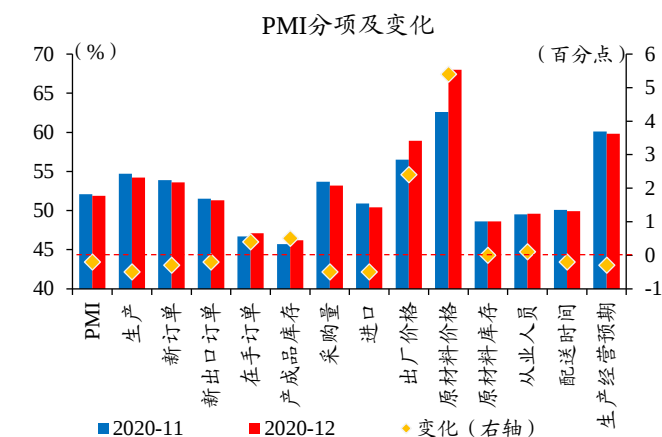
图表目录

图 1： 12 月，制造业 PMI 及多数分项均回落	3
图 2： 12 月，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性”	3
图 3： 12 月，化工产业链、医药、电气行业景气下滑较大	3
图 4： 12 月，部分行业呈现出原料上涨、供需回落格局	3
图 5： PMI 出厂价格和原料价格均攀升至年内高点	4
图 6： 12 月，煤炭、钢铁等原材料价格大幅上行	4
图 7： 12 月，小型企业 PMI 回落明显	4
图 8： 限额以下企业的零售增速至今尚未恢复至疫情前	4
图 9： 12 月，建筑业 PMI 延续上行	5
图 10： 12 月，服务业 PMI 表现分化明显	5

1、制造业产需高位回落，石油、化工链降幅较大

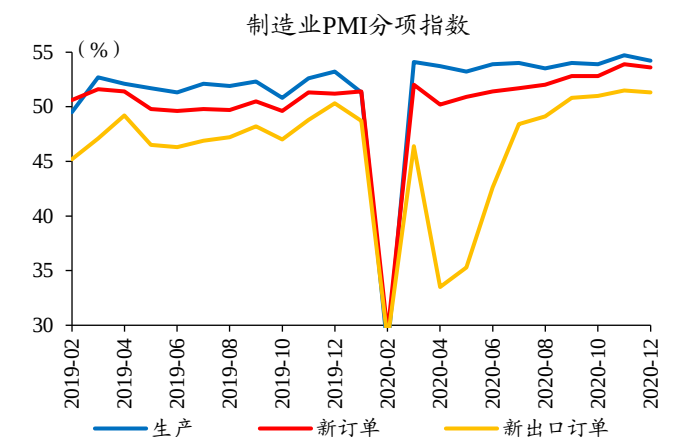
制造业产需较上月高位回落，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性”。12月，制造业PMI为51.9%，回落0.2个百分点。其中，生产指数54.2%、新订单指数53.6%、新出口订单指数51.3%，分别较上月回落0.5、0.3、0.2个百分点。总体来看，制造业景气高位回落，外需相对“韧性”，内需和生产回落幅度较大。

图1：12月，制造业PMI及多数分项均回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

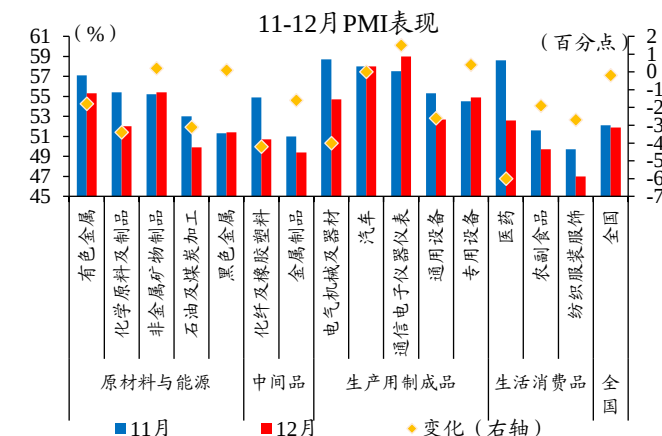
图2：12月，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性”



数据来源：Wind、开源证券研究所

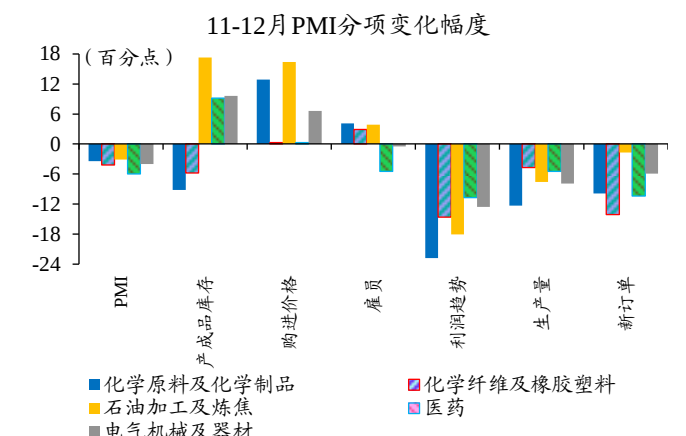
分行业来看，石油加工、化工产业链及医药制造业PMI降幅较大。12月，石油加工、化学原料及制品、化学纤维及橡胶塑料等石化产业链，景气回落显著，PMI下滑幅度均超过3个百分点。PMI分项显示，这些行业均呈现原料价格上涨、生产和订单回落的格局。此外，医药制造业PMI回落6个百分点，也下滑明显。

图3：12月，化工产业链、医药、电气行业景气下滑较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：12月，部分行业呈现出原料上涨、产需回落格局



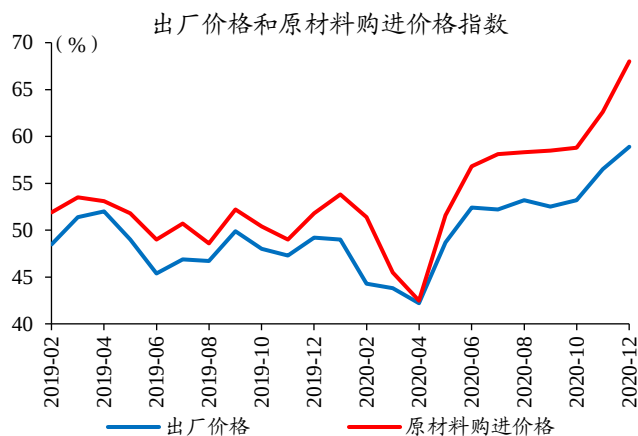
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、价格指数攀升至年内高点，企业成本压力加大

部分原材料价格上涨，推升价格指数至全年高点，企业生产成本压力加大。12月，原材料和出厂价格指数分别为68%、58.9%，上升5.4和2.4个百分点，至全年

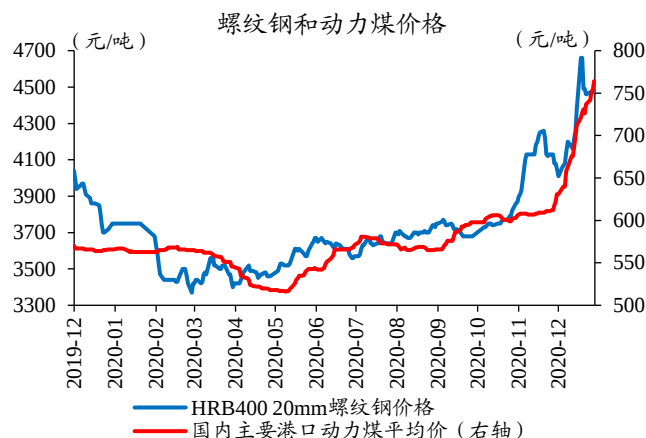
高点。石油煤炭、黑色有色等上游制造业，两个价格指数超过 70%。在经济逐步修复、供给相对受限情况下，钢铁、煤炭等原料价格持续攀升，加大企业成本压力。

图5: PMI 出厂价格和原料价格均攀升至年内高点



数据来源: Wind、开源证券研究所

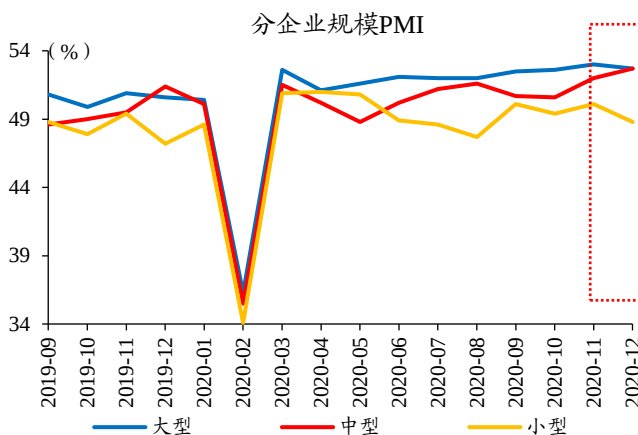
图6: 12月，煤炭、钢铁等原材料价格大幅上行



数据来源: Wind、开源证券研究所

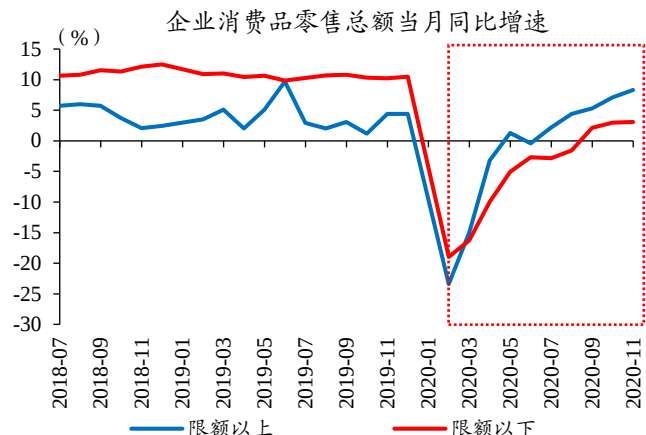
小型企业 PMI 回落明显、重回荣枯线以下；政策“不急转弯”，向小微企业倾斜。小型企业 PMI 为 48.8%，下降 1.3 个百分点，重回荣枯线以下。小型企业中反映原材料、物流和劳动力成本高的比例，分别上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点。疫情期间，小微企业受到冲击更大；“后疫情”时期，小微企业的修复也更为困难（比如限额以下企业的零售增速至今尚未恢复至疫情前）。政策“不急转弯”的内涵，便是通过结构性政策，保护这些恢复尚不牢固的微观主体（详情请见《“不急转弯”的政策内涵》）。

图7: 12月，小型企业 PMI 回落明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 限额以下企业的零售增速至今尚未恢复至疫情前

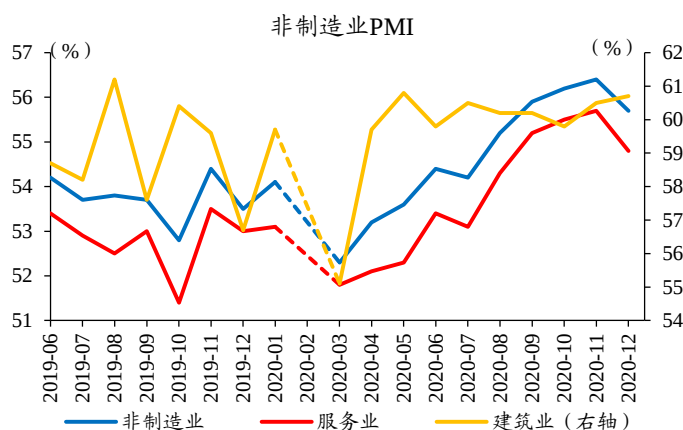


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、服务业景气分化，赶工逻辑阶段性支撑建筑业

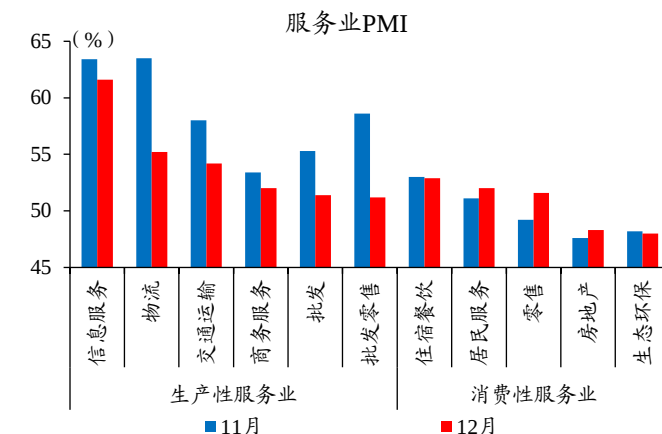
服务业景气分化、总体回落，建筑业景气延续抬升。12月，服务业商务活动指数为 54.8%、下降 0.9 个百分点。其中，航空、电信、金融等行业，持续位于 60% 以上；餐饮、房地产、环保等，则位于临界点以下。在疫情和政策等影响下，服务业分化明显。建筑业商务活动指数为 60.7%， “赶工” 逻辑或仍有阶段性支撑。

图9：12月，建筑业 PMI 延续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：12月，服务业 PMI 表现分化明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：新冠疫情影响下，国内外经济修复存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，2021年的内外需或形成鲜明对比。在周期性复苏和前期刺激政策下，外需会非常强；内需来看，政策重心已逐步回到“调结构”，从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程，带来的信用“收缩”力度市场或存低估。但不同以往，2021年政策“退潮”和信用“收缩”过程中，结构的分化或更为显著。

4、风险提示

新冠疫情出现超预期变化；海外经济修复不及预期。

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_477

