

经济短期弱企稳，中期仍严峻
——点评 12 月 PMI 数据

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/12/31

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

研究员：孙婉莹

sunwanying@evergrande.com

事件：中国 12 月官方制造业 PMI 为 50.2，预期 49.9，前值 50.2。中国 12 月官方非制造业 PMI 为 53.5，前值 54.4。

解读：

1、核心观点：中美贸易摩擦暂缓、前期政策发力和库存周期推动 PMI 短暂回暖，但中期经济形势依然严峻

我们在 2019 年提出“拿掉猪以后都是通缩”“该降息了”“以第二次入世的勇气推动新改革开放”。

12 月生产和新出口订单带动制造业 PMI 短暂回暖，主要原因：一是前期财政货币政策的滞后效果；二是全球降息潮使得全球经济下行周期放缓且短暂回升，中美贸易摩擦暂缓，外需短暂企稳；三是部分行业在持续主动去库存后库存低位，2020 年“稳增长”、专项债提前加快发行、基建项目储备较多，部分行业如水泥、钢铁等预期需求较好有补库存动力；四是春节偏早、海外圣诞集中采购的季节性因素。

2020 年初财政货币政策将再度集中发力，1 月降准概率大，贸易摩擦短期缓和，一季度经济将短期企稳；2020 年中将再度下行。内需方面，房地产投资受融资收紧影响处在下行通道、基建年初发力制约后续回升空间、居民部门高杠杆率等因素制约消费回暖；外需方面，美国经济增长动能趋弱、贸易摩擦仍有反复可能。

1) 制造业 PMI 指数为 50.2%，连续两个月在 50% 以上，主要是生产和新出口订单支撑，源于国内春节相对偏早的季节性原因、海外圣诞需求、中美贸易摩擦缓和、全球经济在下行周期中的短期回升（主要是全球宽松的货币政策使下行周期速度放缓）。

2) 采购量增加、原材料库存下降，主要是生产在加快。企业经营预期下滑，政策仍需发力稳增长。采购量指数为 51.3%，较上月上升 0.3 个百分点；原材料库存指数 47.2%，较上月下滑 0.6 个百分点，源于生产加快，高频数据高炉开工率和发电耗煤量同比上升。12 月生产经营预期指数为 54.5%，较上月下滑 0.5 个百分点，政策仍需发力。2019 年中央经济工作会议对当前形势的判断是“经济下行压力加大”，同时提出“增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”，表明中央对当前经济金融形势的严峻性有充分认识。

3) 原油涨价拉升 PMI 价格指数，出厂价格与采购价格指数差值扩大，企业盈利压力仍存。12 月 CRB 现货指数月均环比 1.4%，布伦特原油环比 6.1%，南华工业品月均环比 3.4%，由此预计 12 月 PPI 降幅较上月继续收窄。同时，出厂价格和原材料价格指数差值有所扩大，价格回升使得上游企业更受益，整体盈利仍有压力。

4) 产成品库存指数下行，当前处于库存底部，行业分化，需求预期改善的部分行业由于库存偏低存在补库存动力，库存对经济的拖累作用减弱。12 月产成品库存指数 45.6%，较上月下滑 0.8 个百分点。经济动能指标（新订单-产成品库存指数）上升到 2018 年 6 月以来高位，主要是持续主动去库存导致库存指数偏低，在整体去库存的背景下，部分需求较强的行业因基建如水泥、钢铁等存在补库存的动力。

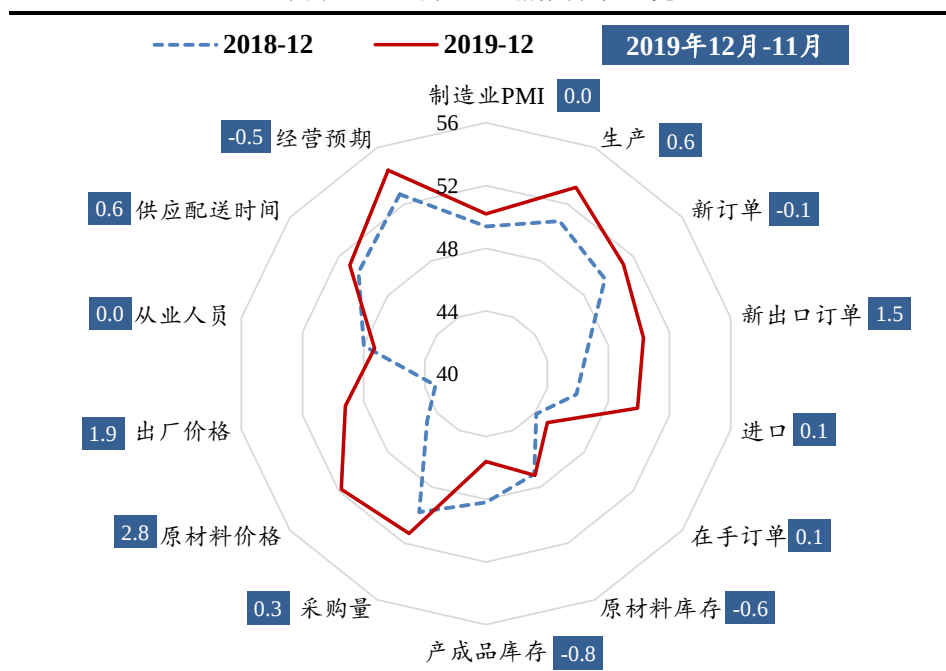
5) PMI 回升主要由中型企业贡献，大企业扩张速度放缓，但小企业 PMI 数据全面下滑。12 月中型企业 PMI 为 51.4%，较上月上升 1.9 个百分点；大型和小型企业 PMI 分别为 50.6% 和 47.2%，较上月分别下滑 0.3

和 2.2 个百分点。本月 PMI 与上月持平主要由中型企业贡献，小企业的生产、新订单、经营预期指数全面回落，反映出前期一系列政策提振了中型企业，但小型企业面临的信用分层、融资难融资贵等问题并未根本改善。

6) 从业人员指数仍处于十年来较低水平，稳就业仍放在重要位置。12 月制造业从业人员指数 47.3%，较上月持平，但仍位于十年来的较低水平；非制造业从业人员指数 48.3%，较上月下滑 0.7 个百分点，主要受建筑业拖累，12 月建筑业从业人员指数 50.7%，较上月下滑 4.8 个百分点，就业形势依然严峻。11 月份，全国城镇调查失业率为 5.1%，与上月持平。12 月 24 日，国务院印发《关于进一步做好稳就业工作的意见》，提出共计 26 项稳定就业的相关举措，表明政策高度重视当前就业难题，稳就业仍是 2020 年稳增长工作重心。

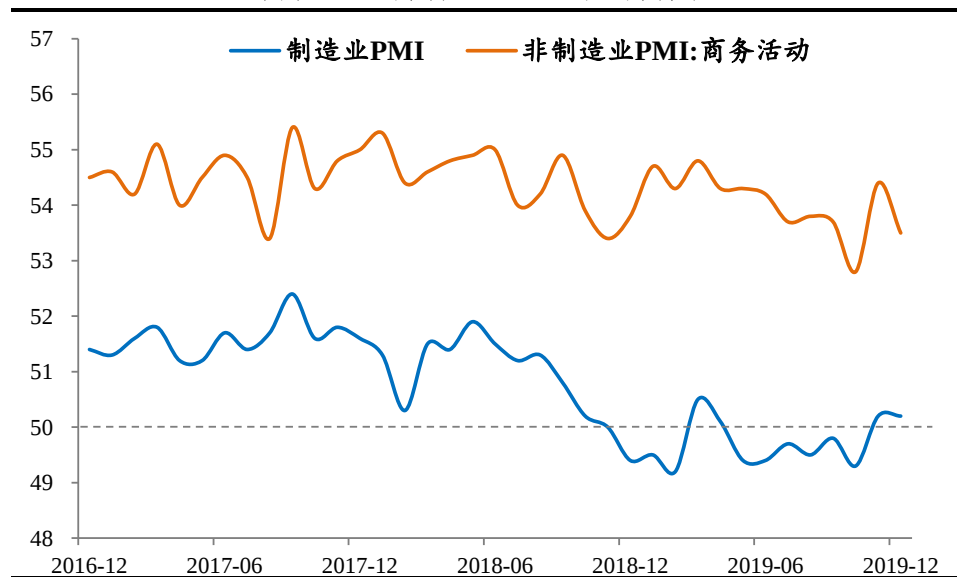
总体来看，中国经济迈入“5”时代，短期经济的主要矛盾是总需求不足，应把稳增长放在更重要的位置，需加强逆周期调节，财政优于货币；长期矛盾是供给侧改革不到位、全要素生产率有待提高，需深化改革开放。

图表1：12 月 PMI 指数分项一览



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：12月制造业PMI与上月持平



资料来源：Wind，恒大研究院

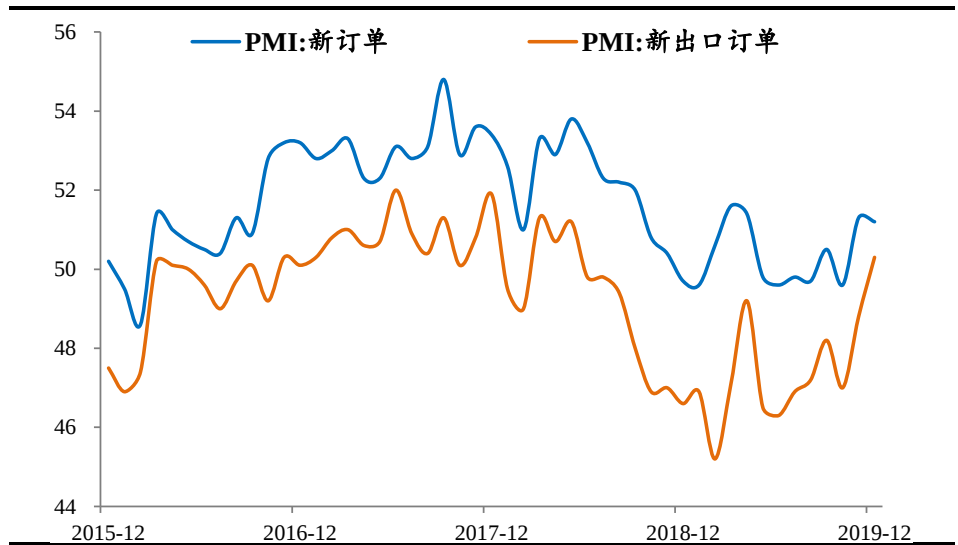
2、全球经济短暂企稳、中美贸易摩擦缓和带动新出口订单回升，叠加国内春节偏早季节性因素，生产加快

生产端，12月PMI生产指数为53.2%，较上月回升0.6个百分点。生产指数上升与高频数据一致，12月全国高炉开工率均值为66.0%，环比回升1.0个百分点；螺纹钢库存同比-5.1%，降幅较上月扩大1.4个百分点。生产加快原因：一是2020年春节较早，企业提前备货；二是近期海外需求有所回暖，叠加圣诞节采购因素带动新出口订单继续回升。

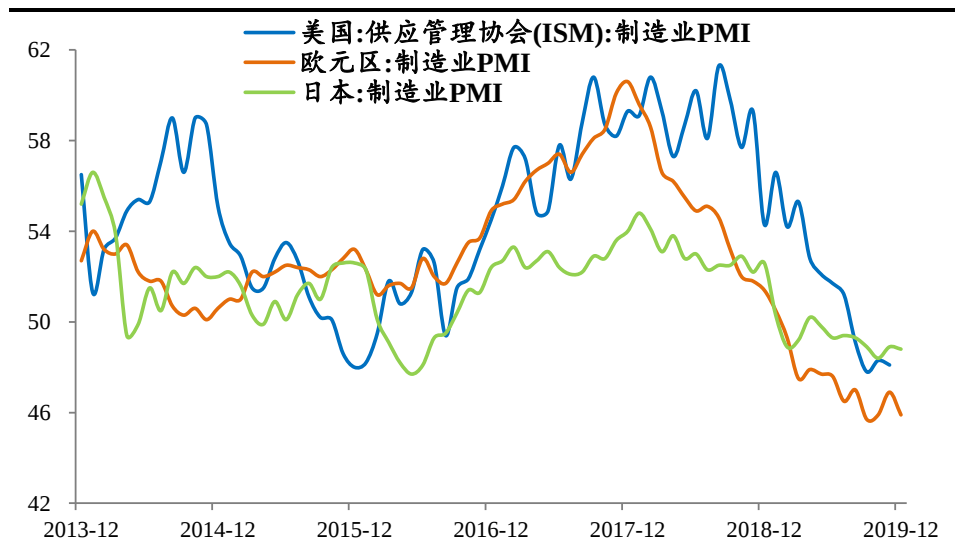
需求端，新订单略下滑，其中新出口订单继续回升，反映外需强于内需。新出口订单指数为50.3%，比上月上升1.5%，自2018年6月以来首次回到荣枯线之上。原因：一是中美第一阶段经贸协议文本达成一致、降低部分关税提振出口；二是受圣诞节购物季影响，海外订单上升；三是前期全球降息潮取得一定效果，外需有所回暖。11月全球制造业PMI连续4个月回升。但从长期看，出口改善趋势难以持续，主要原因：一是当前美欧日经济增长动能趋弱。11月美国ISM制造业PMI为48.1%，连续4个月低于荣枯线；12月欧元区PMI为45.9%，较上月回落1.0个百分点，连续11个月低于荣枯线；其中，欧洲经济火车头德国制造业PMI为43.4%，连续12个月低于荣枯线。二是贸易摩擦带来的产业链转移仍在持续，2020年中美贸易形势仍有变数。中美贸易摩擦只是再次阶段性缓和，但并非结束，2020年依然存在形势反复可能，企业面临不确定性，仍将持续进行产业链转移。1-10月越南和中国台湾对美出口同比分别达34.0%、20.2%，中国对美出口同比-14.6%。

进口指数上升但仍位于荣枯线之下。短期上升是由于落实增加农产品采购的承诺以及政策刺激的效果。但房地产投资总体放缓，制造业低迷，内需仍偏疲软。进口指数49.9%，较上月回升0.1个百分点，但依然低于荣枯线。内需整体仍低迷：房地产方面，融资趋紧、销售降温、土地购置面积负增长，房地产投资逐步回落。制造业方面，企业盈利未实质改善，投资持续低迷。

图表3: 12月新出口订单指数继续回升



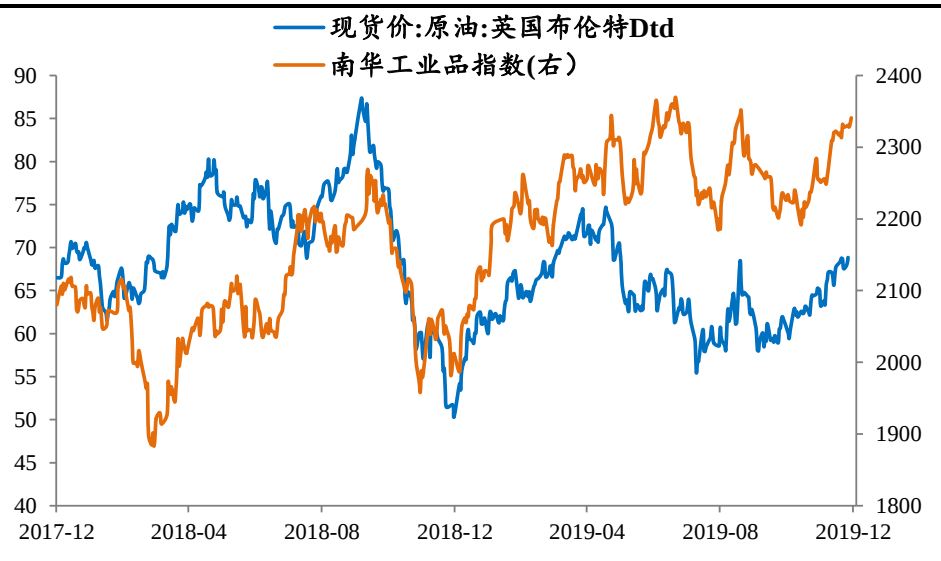
图表4: 美日欧 PMI 均仍低于荣枯线



3、原油涨价拉升 PMI 价格指数，但出厂价格与采购价格指数差值扩大，中下游企业盈利压力仍存

12月出厂价格指数为49.2%，较上月上升1.9个百分点；主要原材料购进价格指数为51.8%，较上月上升2.8个百分点。价格指数均回升主要由原油价格大涨带动，12月CRB现货指数月均环比1.4%，布伦特原油环比6.1%，南华工业品月均环比3.4%，预计12月PPI环比可能上升，同比降幅较上月继续收窄。同时，出厂价格和原材料价格指数差值有所扩大，12月差值为-2.6个百分点，较上月扩大0.9个百分点，因此价格回升使得上游企业受益比中下游更明显，整体盈利仍有压力。

图表5：12月工业品价格整体回升



资料来源：Wind，恒大研究院

4、生产加快带动采购量上升、原材料库存下行，但企业经营预期下滑，政策仍需发力

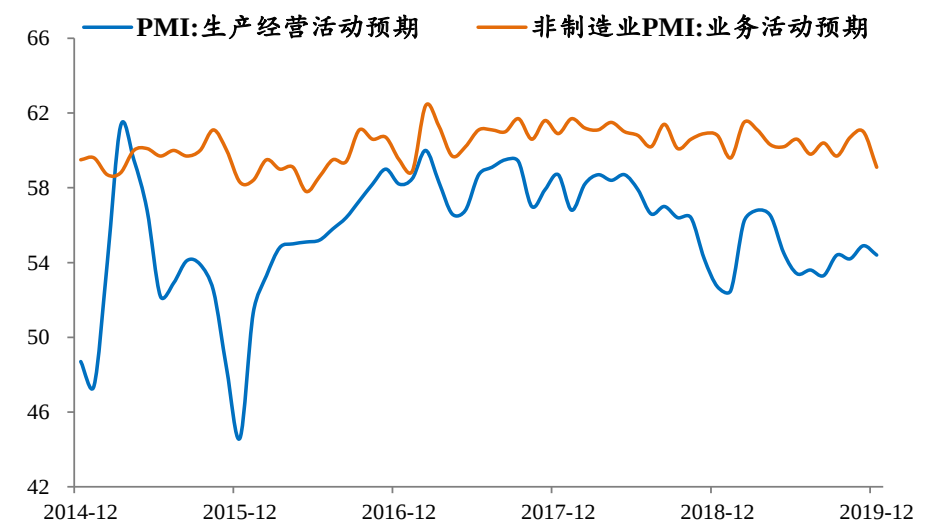
采购量指数上升，但经营预期指数下滑。12月生产经营预期指数为54.5%，较上月下滑0.5个百分点。采购量指数为51.3%，较上月上升0.3个百分点。12月原材料库存指数47.2%，较上月下滑0.6个百分点。采购改善、同时原材料库存下滑说明主要是生产加快的带动作用。企业经营预期下滑说明由于信用分层、内需偏弱、PPI持续为负等因素，企业经营信心不强，政策有待继续发力。中央经济工作会议定调稳增长，支持民营企业融资。2019年中央经济工作会议对当前形势的判断是“经济下行压力加大”，与730政治局会议表述一致，表明中央对当前经济金融形势的严峻性有充分认识，稳增长放在更突出位置。同时提出“增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题”，有利于改善企业经营。

11月工业企业利润增速回升，主因量价齐升，但应收账款回收期拉长，企业经营仍承压，整体处于去库存阶段，但行业分化，部分低库存行业如水泥、钢材因基建预期回暖而存在补库存动力。11月工业企业利润同比5.4%，较10月回升15.3个百分点；从累计看，1-11月工业企业利润总额累计同比-2.1%，降幅较10月收窄0.8个百分点。工业企业利润回升主因量价齐升，一是11月工业增加值同比6.2%，较上月提高1.5个百分点；二是PPI为-1.4%，降幅较上月收窄0.2个百分点，但连续5个月为负。分行业看，中上游行业化工、黑色、有色盈利明显回升；食品、饮料行业受CPI高位影响，利润保持较高增速；汽车受库存低位补库影响，盈利持续改善。企业产品周转天数上升和应收票据及应收账款平均回收期拉长，说明企业经营整体仍偏弱。1-11月工业企业产成品周转天数为17.3天，较前三季度提高0.3天；应收账款回收期55.7天，较前三季度提高1.1天。同时，1-11月工业企业产成品库存累计同比0.3%，较1-10月下滑0.1个百分点，连续7个月下滑，总体来看企业仍处于去库存阶段。

产成品库存指数下行，部分行业由于库存偏低存在补库存动力。产成品库存指数45.6%，较上月下滑0.8个百分点。经济动能（新订单-产

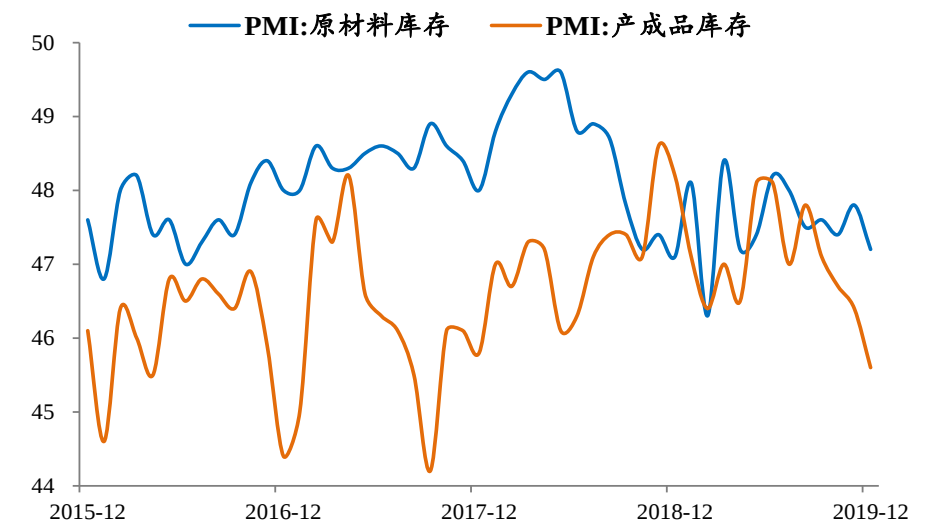
成品库存) 指数上升到 2018 年 6 月以来高位, 主要是持续主动去库存导致库存指数偏低, 在整体去库存的背景下, 部分需求较强的行业因基建如水泥、钢铁等存在补库存的动力。

图表6: 制造业和非制造业生产经营预期均下滑



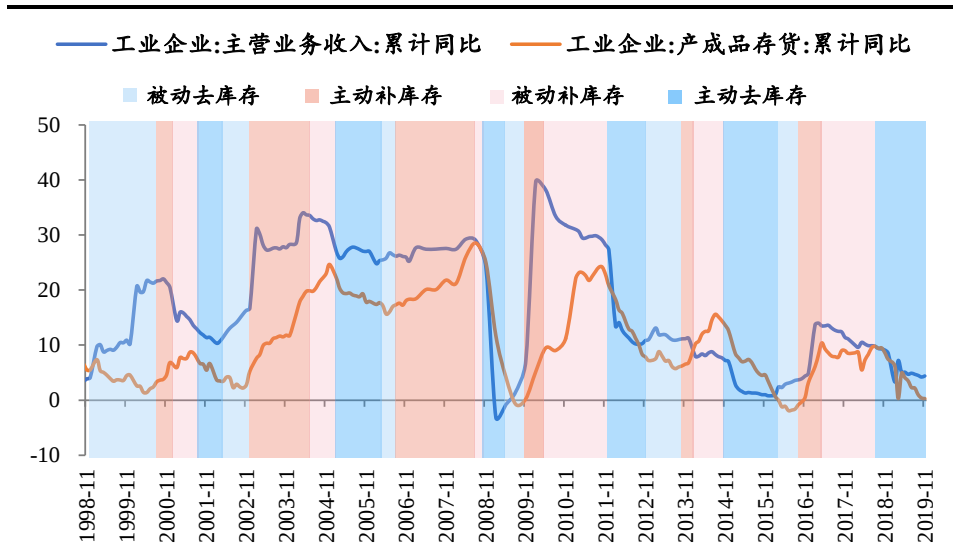
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表7: 原材料和产成品库存均下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表8：库存周期整体处于去库存阶段



资料来源：Wind，恒大研究院

5、PMI 回升主要由中型企业贡献，大型企业扩张放缓，小型企业 PMI 数据全面下滑

PMI 整体与上月持平，主要由中型企业贡献，小企业的生产、新订单、经营预期指数全面回落。反映出前期一系列政策提振了中型企业，但小型企业面临的信用分层、融资难融资贵等问题并未根本改善。12 月中型企业 PMI 为 51.4%，较上月上升 1.9 个百分点；大型和小型企业 PMI 分别为 50.6%和 47.2%，较上月分别下滑 0.3 和 2.2 个百分点。其中，大型企业生产指数较上月回升 0.1 个百分点，但新订单下滑 0.2 个百分点。中型企业生产和新订单均大幅回升，分别较上月提高 4.2 和 3.0 个百分点。但小型企业生产、新订单均大幅下滑，分别较上月下滑 4.3 和 3.9 个百分点。从生产经营预期看，大企业预期指数较上月回升 1.9 个百分点，中型和小型企业较上月分别下滑 2.4 和 4.2 个百分点。

图表9：小型企业 PMI 指数明显下滑



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_7940

