

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

PMI 好于预期 企稳信号累积

—12 月 PMI 数据点评

2019 年 12 月 31 日

分析师:

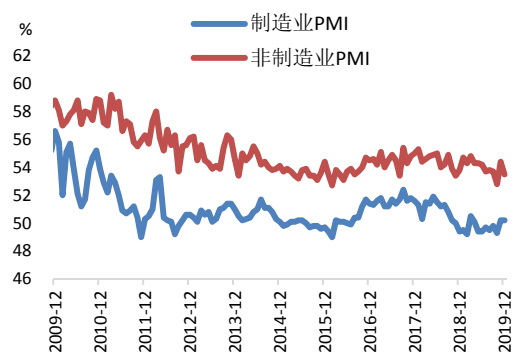
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

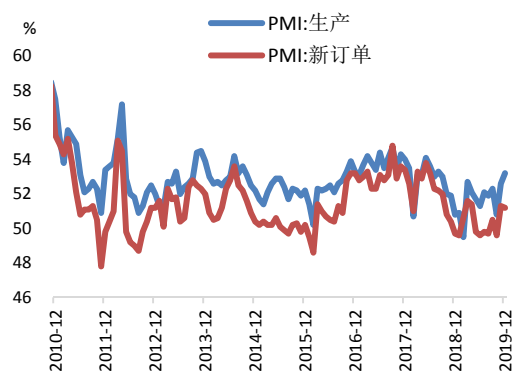
联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

PMI



生产与订单



相关报告

1. 《识时知务 静待花开—2020 年国内宏观经济展望》
2. 《经济或短周期企稳 投资动能尚待修复—11 月宏观经济数据点评》
3. 《PMI 超季节性回升 持续性有待观察—11 月 PMI 数据点评》

内容提要:

12 月中国综合 PMI 产出指数为 53.7%，环比回升 1.7 个百分点；制造业 PMI 指数为 50.2%，环比回升 0.9 个百分点；非制造业经营活动指数为 54.4%，环比回升 1.6 个百分点。

12 月制造业 PMI (50.2%) 符合季节性规律特征且好于市场预期 (50.1%)。从历史对比看，12 月是年内绝对值与 2011-2018 年均值 (50.5%) 最接近的月份；环比表现 (持平) 则与历史均值一致，企稳的信号增强。分项指标中，除了原材料库存指数 (-0.6%)、产成品库存指数 (-0.8%)、新订单指数 (-0.1%) 下降、从业人员指数继续持平外，其他均出现不同程度的上升，尤其是生产与新订单指数上升幅度较大。

生产环比持续回升与逆周期调节持续、中美贸易摩擦情绪缓和等因素相关。需求总体稳定，但考虑到新出口订单指数大幅回升，内需相对偏弱的情况没有根本缓解。

小型企业降至 22 个月以来次低，凸显小企业经营仍存较大压力。考虑到 11-12 月供需两端持续回升，但 10-12 月从业人员指标均为 47.3%，就业方面仍有压力。

总体而言，12 月制造业 PMI 好于预期，经济企稳信号持续显现。国内逆周期调节力度温和加大叠加中美贸易摩擦情绪缓和等因素助推经济平稳运行，但内需偏弱、就业仍存压力等问题值得重视。

风险提示: 通胀超预期，经济增速超预期下行，海外黑天鹅风险等。

事件：国家统计局 12 月 31 日公布的数据显示，12 月中国综合 PMI 产出指数为 53.4%，环比回落 0.3 个百分点；制造业 PMI 指数为 50.2%，与 11 月持平；非制造业经营活动指数为 53.5%，环比回落 0.9 个百分点。

点评：12 月制造业 PMI 持平 11 月并好于预期，除了库存与订单指数回落、就业指数继续持平外，其他分项指标均继续回升，经济企稳信号持续显现。国内逆周期调节力度温和加大叠加中美贸易摩擦情绪缓和等因素助推经济平稳运行，但内需偏弱、供需均回升的情况下就业指数连续持平的问题值得重视。

1、制造业 PMI 好于预期

12 月制造业 PMI(50.2%)符合季节性规律特征且好于市场预期(50.1%)。从历史对比看，12 月是年内绝对值与 2011-2018 年均值(50.5%)最接近的月份；环比表现(持平)则与历史均值一致，企稳的信号增强。

分项指标中，除了原材料库存指数(-0.6%)、产成品库存指数(-0.8%)、新订单指数(-0.1%)下降、从业人员指数继续持平外，其他均出现不同程度的上升，尤其是生产与新出口订单指数上升幅度较大。

2、供给继续上升

生产指数上升 0.6 个百分点至 53.2%，近 1 年首次高于 2011-2018 年历年同期均值(52.7%)。生产端连续 2 个月回升，一方面是由于 10 月数值的修复，一方面也反映出近期实体部分回暖，尤其是中上游领域。

生产环比持续回升与逆周期调节持续、中美贸易摩擦情绪缓和等因素相关。从中观高频数据看，近期水泥价格屡创 2011 年以来新高，高炉开工率连续 4 周同比高于 2018 年同期，11 月中旬以来连续 6 周钢铁库存同环比均下降，均是市场对基建类投资回暖的一定反映。不过，前期暖冬因素逐步退去，供给加大导致库存回补动力阶段性衰减，钢铁库存再度同环比上升，螺纹钢价格冲高回落。与上述情况相对应，11 月 6 大发电集团日均耗煤量同比增长 16.3%，12 月降至 5.8%左右。

从行业看，在被调查的 21 个行业中，有 15 个行业生产指数位于扩张区间，其中食品及酒饮料精制茶、纺织服装服饰、医药、汽车、电气机械器材、计算机通讯设备等制造业生产指数位于 55.0%以上较高景气区间。中美第一阶段协议达成后，美国暂停对我国最后一批商品加征关税，并且部分降低前期已加征关税，有利于部分产品订单回升，从而推动生产指数持续上升。

3、需求总体稳定，外需持续上升，内需相对偏弱

需求总体稳定。12 月新订单指数小幅回落 0.1 个百分点至 51.4%，与 2011-2018 年均值一致。考虑到新出口订单指数大幅回升，内需相对偏弱的情况没有根本缓解。近期中观高频数据显示，12 月 30 个大中城市商品房成交面积环比增长 4.5%（11 月为 12.3%），同比回落 11.4%（11 月为 -4.3%），均弱于 11 月；12 月前 3 周乘用车零售日均销售同比下滑 6.5%，与 11 月全月的 -7.4% 大体相当。目前看，内需总体是边际而非明显改善。

外需持续上升。12 月新出口订单指数环比上涨 1.5 个百分点至 50.3%；绝对值高于 2012-2018 年均值（49.2%），时隔 19 个月之后再度升至 50% 之上，为近 9 年次高。新出口订单持续上升与中美贸易摩擦缓和、圣诞与新年订单增加以及 2020 年春节在 1 月引致的出口提前等因素相关。11 月全球制造业 PMI 总体改善，但在 12 月已公布数据的主要国家与经济体中，欧元区再度回落 1.0 个百分点，日本也小幅回落 0.1 个百分点，制造业改善的持续性还需要进一步改善，目前看边际改善的可能性更大。

4、当然仍处于被动去库存阶段，未来库存周期或呈现结构性温和上行

12 月原材料库存指数环比回落 0.6 个百分点至 47.2%，产成品库存回落 0.8 个百分点至 45.6%，采购量指数回升 0.3 个百分点至 51.3%。目前仍处于供需边际改善，企业家和银行家对经济预期偏弱，11 月工业企业产成品存货同比增速较 11 月回落 0.1 个百分点，但总体仍未击穿历史底部，而且结构上中上游库存去化较好，中下游库存相对偏多，未来即使回补，也是结构性温和上行。

5、中型企业制造业 PMI 上升明显，小型企业 PMI 回落较多

分企业规模看，12 月大中小型企业制造业 PMI 指数分别环比回落 0.3、上升 1.9、回落 2.2 个百分点，其中中型企业 PMI 时隔 15 个月后再回到扩张区间，或受政策传导滞后效应影响。不过，小型企业降至 22 个月以来次低，凸显小企业经营仍存较大压力。考虑到 11-12 月供需两端持续回升，但 10-12 月从业人员指标均为 47.3%，就业方面仍有压力。

6、非制造业商务活动指数回落

12 月非制造业商务活动指数环比回落 0.9 个百分点至 53.5%。铁路运输、住宿、电信、互联网软件、金融、租赁及商务服务等行业商务活动指数位于 55.0% 以上，业务活动较为活跃；批发、道路运输、餐饮、房地产等行业业务总量有所回落。航空运输、邮政快递、银行、保险等行业业务

活动预期指数持续位于 65.0%以上高位景气区间。建筑业增速有所回落，其中建筑业商务活动指数和新订单指数为 56.7%和 52.9%，分别比上月回落 2.9 和 3.1 个百分点。随着天气逐渐转冷以及“两节”临近，建筑业总体呈现季节性回落，但受基础设施建设项目加快落地等因素影响，土木工程建筑业新签订的工程合同量增长明显，生产比较活跃。

表 1: 2019 年 12 月 PMI 概览 (单位: %)

12 月	PMI	生产	新订单	新出口订单	积压订单	产成品库存	采购量	进口	购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间
绝对值	50.2	53.2	51.2	50.3	45.0	45.6	51.3	49.9	51.8	47.2	47.3	51.1
环比变化	0.0	0.6	-0.1	1.5	0.1	-0.8	0.3	0.1	2.8	-0.6	0.0	0.6
同比变化	0.8	2.4	1.5	3.7	0.9	-2.6	1.5	4.0	7.0	0.1	-0.7	0.7
2011-2018 年 12 月均值	50.5	52.7	51.2	49.2	45.2	47.3	51.5	48.7	51.9	47.7	48.4	50.0
与均值相差	-0.3	0.5	0	1.1	-0.2	-1.7	-0.2	1.2	-0.1	-0.5	-1.1	1.1

资料来源: Wind, 国开证券研究部

风险提示: 通胀超预期, 经济增速超预期下行, 海外黑天鹅风险等。

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_8003

