

2021年12月31日

证券研究报告·宏观简评报告

数据点评



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

改善下仍有结构问题，滴灌政策将保驾护航

——12月PMI数据点评

摘要

- **制造业 PMI: 供需剪刀差缩小，预期边际回暖。**在保供稳价及助企纾困等稳增长政策支持下，供应链与关键零部件短缺问题边际改善，企业成本压力继续缓解，制造业采购经理人指数为 50.3%，比上月回升 0.2 个百分点，制造业景气水平持续改善。从生产端看，由于年底天气转冷，叠加需求端恢复较慢，生产指数继上月大幅反弹后小幅下降，但仍处于扩张区间；从需求端看，新订单指数较前值上升，情况有所改善，但散点疫情及天气因素影响下复苏较为缓慢。供需两端剪刀差缩小，供需不平衡的状况缓解。若散点疫情控制得当，明年初制造业 PMI 有望维持在扩张区间，但季节性因素影响下边际继续放缓。从进出口情况来看，新出口订单回落，进口指数小幅上升，后续需注意国家关系等不确定性风险。从行业来看，高技术制造业引领作用仍强，高耗能行业景气水平低位回升，预计高技术制造业将继续维持高景气水平，高耗能行业在碳排放总量和强度“双控”下将持续受限，但明年对“双碳”推进不会过于激进。
- **中型企业维持景气，小型企业需求收缩压力仍大。**分企业规模看，大型企业景气度改善，中型企业维持稳定，小型企业 PMI 下滑明显。大、中型企业市场需求回暖，景气水平稳中有升，但中型企业供给端有所下滑，小型企业供需两端都呈现回落态势，且均为近年来最低水平；不同规模企业的主要原材料购进价格和出厂价格继续延续下降趋势。进出口方面，中小型企业进出口景气度均回落。从业人员和经营预期方面，大、小型企业对前景预期较谨慎。随着针对中小微企业的支持政策陆续出台，小型企业的景气度或边际改善。
- **价格延续回落态势，企业补库意愿渐强。**“保供稳价”等政策效果继续显现，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均降至 2020 年 5 月份来低点。行业层面，能源和基础原材料行业的采购价格和产品销售价格均处于低位。12 月，发改委、工信部表示将持续密切监测大宗原材料市场供需和价格变化，灵活运用国家储备开展市场调节，预计企业成本压力将继续缓解。企业原材料库存和产成品库存指数均回升，供应商配送时间指数小幅上升。上游部分原材料价格持续回落，采购成本的下降令企业备货有所加快，补库存意愿渐趋强烈。
- **非制造业 PMI: 服务业复苏加快，假日因素下建筑业景气回落。**12 月，非制造业商务活动指数回升，其中服务业恢复加快，从行业来看，上月受疫情影响较大的行业如航空运输、餐饮、文化体育娱乐等商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度提升；电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业保持高位景气区间。从分项指标来看，服务业需求有所回暖，但恢复基础尚不牢固；服务业投入品价格和销售价格也延续回落。近期西安等地散点疫情再次爆发，假期对服务业的拉动作用或有所削弱，叠加天气因素，预计明年 1 月服务业商务活动指数将有所承压。受寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响，建筑业商务活动指数较上月下降，景气度回落。建筑业供需两端有所放缓。短期或仍受到季节因素影响，但基建和房地产预期稳中向好。
- **风险提示:** 国内需求恢复不及预期，疫情变化超预期。

西南证券研究发展中心

分析师: 叶凡

执业证号: S1250520060001

电话: 010-58251911

邮箱: yefan@swsc.com.cn

联系人: 王润梦

电话: 010-58251904

邮箱: wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 财爸夹妈齐上阵，安静的海外问题现 (2021-12-31)
2. 降息滴灌实体经济，美国基建法案落地难 (2021-12-24)
3. 国内基建“春风”提前吹，海外央行分化愈明显 (2021-12-17)
4. 异位，表现平平与结构改善——11 月经济数据点评 (2021-12-16)
5. 三重压力下的“稳”与“进”——2021 年中央经济工作会议解读 (2021-12-11)
6. 央妈呵护迎“暖冬”，彼岸复苏有变数 (2021-12-10)
7. 社融增速反弹，企业信心仍需提振——11 月社融数据点评 (2021-12-09)
8. 加速上行与缓速回落，关注焦点异位在即——11 月通胀数据点评 (2021-12-09)
9. 乘风破浪，驶向万亿蓝海——2022 养老金市场展望 (2021-12-09)
10. 什么引领了持续的超预期？——11 月贸易数据点评 (2021-12-07)

请务必阅读正文后的重要声明部分

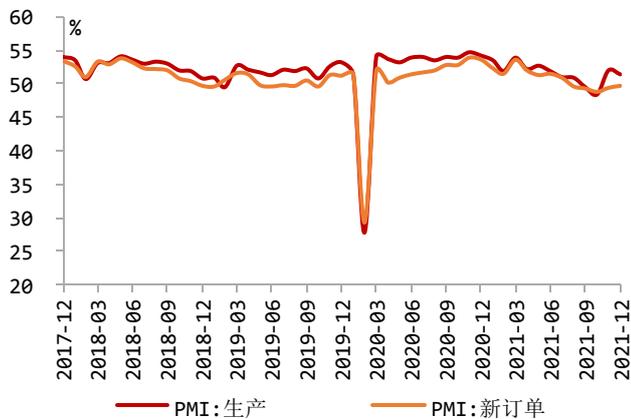
受上游价格高位回落、相关国家支持政策陆续出台等因素影响，12月份中国制造业采购经理指数继续小幅回升，非制造业商务活动指数反弹，综合 PMI 产出指数与上月持平，11月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 50.3%、52.7%和 52.2%，分别比上月增长 0.2、0.4 和 0.0 个百分点，预计供需两端继续改善，但仍须警惕国内散点疫情带来的风险。

1 制造业 PMI：供需剪刀差缩小，预期边际回暖

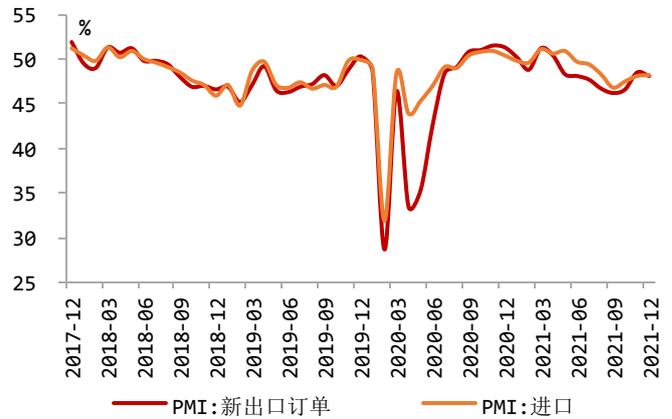
供需两端剪刀差缩小，企业预期改善。上游保供稳价以及助企纾困等稳增长政策的支持力度逐渐加大，供应链与关键零部件短缺问题边际改善，12月份部分大宗商品价格回落明显，企业成本压力继续缓解，制造业采购经理人指数为 50.3%，比上月回升 0.2 个百分点，连续两个月处于扩张区间，制造业景气水平持续改善。**从生产端看**，12月生产指数为 51.4%，较上月下降 0.6 个百分点，由于年底天气转冷，叠加需求端恢复较缓慢，生产指数继上月大幅反弹后小幅下降，但仍处于扩张区间。**从需求端看**，12月新订单指数 49.7%，较上月上升 0.3 个百分点，需求情况有所改善，但连续 5 个月处于收缩区间，散点疫情及天气因素影响下需求复苏较为缓慢。12月，生产指数高于新订单指数 1.7 个百分点，相较上个月生产指数高于新订单指数 2.6 个百分点而言，供需两端剪刀差有所缩小，供需不平衡的状况有所缓解。同时，受近期中央经济工作会议、多部门发布十四五规划的积极信号拉动，企业对未来预期改善，12月生产经营活动预期为 54.3%，较上月上升 0.5 个百分点，12月从业人员指数也较上月回升 0.2 个百分点至 49.1%。总体来看，供需两端延续上月的态势，但剪刀差有所缩小，如果散点疫情控制得当，明年年初制造业 PMI 有望维持在扩张区间，但季节性因素可能导致边际继续放缓。

从进出口情况来看，新出口订单回落，进口指数小幅上升，分别为 48.1%和 48.2%，较前值分别下降 0.4 和回升 0.1 个百分点，分别连续 8 个和 7 个月位于荣枯线以下，受海外节假日消费影响减弱以及海外供需缺口逐渐缩小的影响，外贸景气度有所下降。目前欧美等发达市场经济仍在持续复苏中，奥密克戎变种毒株虽然传播性强但对其经济的影响较弱，海外供应链问题有所缓解但仍不足以支撑其需求，这将在短期一定程度上支撑我国出口，后续需注意国家关系的不确定性风险。

从行业来看，高技术制造业引领作用仍强。12月，高技术制造业 PMI 为 54.0%，较上月上升 0.8 个百分点，高制造新订单指数和从业人员指数分别为 56.1%和 51.7%，高于上月 2.9 和 1.1 个百分点，在国家鼓励科技创新促进高质量发展的大背景下，高技术制造业市场需求持续较快增长，用工量不断增加，企业对未来看法也较为乐观，行业发展持续向好。另外，装备制造业和消费品行业 PMI 分别为 51.6%和 51.1%，比上月下降 0.1 和 0.3 个百分点，仍保持在扩张区间。其中，医药、汽车、计算机通信电子设备等行业新订单指数继续位于景气区间，且高于制造业总体 3.0 个百分点以上，市场需求加快释放。然而，纺织行业供需两端景气度都较低；高耗能行业 PMI 为 48.7%，高于上月 1.3 个百分点，景气水平低位回升，黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数回升 3.9 个百分点及以上，但由于持续受到能耗双控的影响，仍处于收缩区间，石油煤炭及其他燃料加工等行业生产指数降至临界点以下，非金属矿物制品等行业景气水平也较低。此外，与房地产相关的木材加工及家具等行业需求仍较疲软。近期，随着推动制造业高质量发展的相关规划以及方案的频繁出台，高技术制造业将继续维持高景气水平，高耗能行业在碳排放总量和强度“双控”的影响下将持续受影响，但明年对“双碳”目标的推进不会过于激进，总体节奏会适度放缓

图 1：需求端有所恢复


数据来源: wind、西南证券整理

图 2：新出口订单指数回落


数据来源: wind、西南证券整理

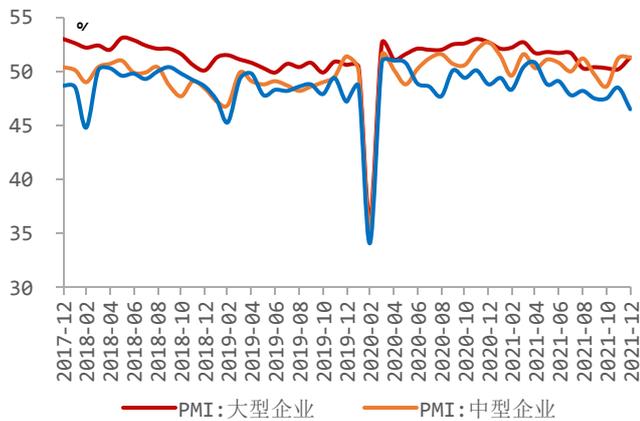
2 中型企业维持景气，小型企业需求收缩压力仍大

分企业规模看，大型企业景气度改善，中型企业维持稳定，小型企业 PMI 下滑明显。12 月，大型企业 PMI 为 51.3%，较上月上升 1.1 个百分点，景气水平有所改善，连续 22 个月位于荣枯线以上；中型企业 PMI 较上月小幅回升 0.1 个百分点至 51.3%，保持在扩张区间；小型企业 PMI 较上月下降 2.0 个百分点至 46.5%，受到需求收缩影响回落幅度较大。具体来看，大、中型企业市场需求回暖，景气水平稳中有升，但中型企业供给端有所下滑，小型企业供需两端都呈现回落态势，且均为今年以来最低水平；不同规模企业的主要原材料购进价格和出厂价格继续延续下降趋势。12 月，大型企业生产指数较前值继续回升 1.7 个百分点至 53.4%，维持在荣枯线以上，中、小企业生产指数较前值分别下降 2.5 和 3.2 个百分点至 52.3% 和 45.6%，中型企业生产指数保持在荣枯线以上，而小型企业回落幅度较大，仍在临界线以下。大、中企业新订单指数分别上升 1.2 和 1.3 个百分点至 50.8%、51.7%，大型企业重回扩张区间，但小型企业新订单指数下滑 3.4 个百分点至 44.2%，为 20 多月以来最低水平。整体来看，大型企业本月供需稳中有升，中型企业市场需求继续改善，但小型企业景气水平依然偏弱，凸显了政策扶持小微企业的重要性。**进出口方面，大型企业新出口订单和进口指数都有上升，中小型企业进出口景气度均回落。**12 月，大型企业新出口订单指数和进口指数分别回升 0.5 和 0.4 个百分点至 49.1%、48.4%；中、小型企业新出口订单分别较前值回落 0.8、3.6 个百分点至 48.1%、43.0%，对于海外波动更敏感的小型出口企业受到较大影响；中、小型企业进口指数分别为 48.3%、46%，较上月下降 0.7 和 0.1 个百分点。

从业人员和经营预期方面，中型企业从业人员指数重回荣枯线以上，小型企业预期跌入收缩区间。中型企业的从业人员指数为 50.2%，较上月回升 1.3 个百分点，自去年 12 月以来首次重回扩张区间，大、小型企业从业人员指数分别下降 0.2、0.5 个百分点至 48.9%、47.9%。在针对中小企业纾困帮扶政策的发力以及采购成本逐步下降的影响下，中型企业对于未来前景看法由谨慎转为乐观，然而大、小型企业对前景仍较谨慎。大型企业经营预期较前值回升 2.8 个百分点至 56.8%，中、小型企业经营预期为 54.7%、47.9%，分别较上月回落 0.1、4.0 个百分点，小型企业再次跌入荣枯线之下，受需求收缩影响小型企业仍面临较大经营压力。12 月，财政部、央行分别在明年工作视频会上指出，在财政政策方面，2022 年将继续实行小微企业融资担保降费奖补，鼓励地方安排中小企业纾困政策方面，

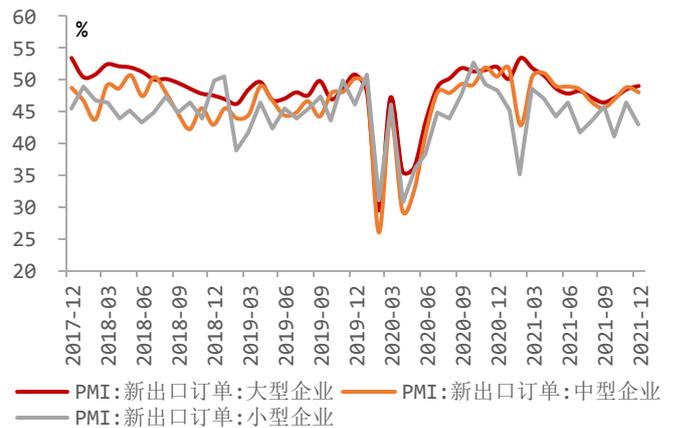
将实施好普惠小微贷款支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划接续转换工作。随着针对中小微企业减税降费和金融支持等政策的陆续出台，国家将从财政及货币方面持续加大对中小微企业的支持力度，预计政策继续向宽不改，小型企业的景气度或边际改善。

图 3：大、中型企业 PMI 有所回升



数据来源：wind、西南证券整理

图 4：小型企业新出口订单指数回落明显



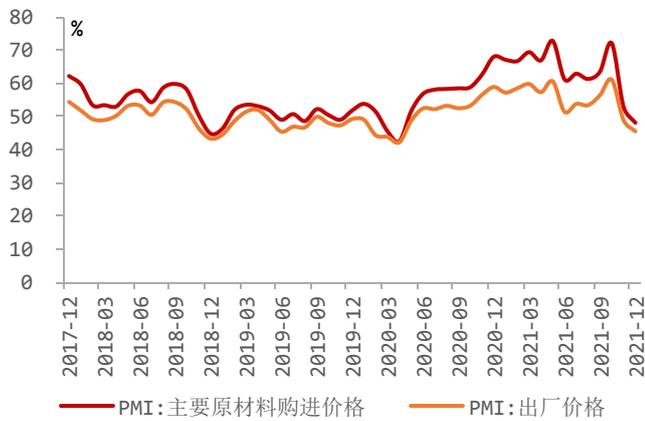
数据来源：wind、西南证券整理

3 价格延续回落态势，企业补库意愿渐强

原材料购进价格及出厂价格指数延续回落态势，企业成本压力继续缓解。12月，因“保供稳价”等政策效果继续显现，供应链问题有所缓解，市场价格整体延续下降态势。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别继续回落 4.8 和 3.4 个百分点至 48.1% 和 45.5%，连续两个月回落，均降至 2020 年 5 月份以来低点。其中原材料购进价格指数今年来首次降至临界点以下，继续带动产品销售价格的回落。行业层面，能源和基础原材料行业的采购价格和产品销售价格均处于低位，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数都低于 35.0%。12 月，发改委、工信部表示将持续密切监测大宗原材料市场供需和价格变化，大力增加大宗原材料市场有效供给，灵活运用国家储备开展市场调节，预计在保供稳价政策持续发力下，企业成本压力将继续缓解。此外，《“十四五”原材料工业发展规划》发布，原材料相关行业将继续巩固去产能成果，推动产业优化升级和布局优化，加快绿色转型、数字化和安全发展，上游行业仍需加快转型步伐，成本下降趋势或边际减缓。从不同规模企业来看，大中小型企业主要原材料购进价格指数分别较上月下降 4.5、5.0 和 5.1 个百分点至 46.7%、49.0% 和 50.2%，出厂价格指数分别下降 1.9、5.4 和 4.1 个百分点至 44.1%、45.8% 和 48.2%，除小型企业原材料购进价格指数外，其余价格指数均回落至荣枯线以下，且中、小型企业采购价格和产品销售价格回落幅度均大于大型企业，中小企业成本端压力逐步释放。预计终端消费价格后续或有所下降。12 月，BCI 企业销售前瞻指数较前值上升 1.35 点至 67.84，利润前瞻指数上升 7.68 点至 54.75，总成本前瞻指数下降 3.74 点至 84.88。

企业原材料库存和产成品库存指数均回升，供应商配送时间指数小幅上升。12 月，供应商配送时间指数为 48.3%，较上月小幅上升 0.1 个百分点，连续 9 个月位于荣枯线以下，受国内散点疫情影响，原材料供应商速度仍较缓慢。12 月，原材料库存指数和产成品库存分别为 49.2% 和 48.5%，较上月回升 1.5 和 0.6 个百分点，仍处于收缩区间，其中原材料库存

指数升至去年5月以来的高点。由于上游部分原材料价格持续回落，采购成本的下降令企业备货有所加快，补库存意愿渐趋强烈，预计上游价格继续回落有望进一步缓解企业成本压力。

图 5：主要原材料购进价格大幅回落


数据来源：wind、西南证券整理

图 6：企业利润前瞻指数回升


数据来源：wind、西南证券整理

4 非制造业 PMI：服务业复苏加快，假日因素下建筑业景气回落

疫情影响因素减弱，服务业恢复加快。12 月份，非制造业商务活动指数为 52.7%，较上个月上升 0.4 个百分点，仍处于扩张区间，非制造业景气水平总体有所回升，其中服务业恢复加快，建筑业景气回落。12 月份，疫情的负面影响有所减弱，服务业商务活动指数较上个月上升 0.9 个百分点至 52.0%。从行业来看，上月受疫情影响较大的行业如航空运输、餐饮、文化体育娱乐等商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度提升；电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务等行业保持在 60.0% 以上高位景气区间，业务总量继续快速增长。从分项指标来看，服务业需求有所回暖，本月服务业新订单指数为 48.2%，比上个月回升 0.3 个百分点，但连续 7 个月位于临界点以下，表明服务业恢复基础尚不牢固，企业对市场走势预期较为谨慎。与制造业分项指标变动趋势一致的是，服务业投入品价格和销售价格也延续回落趋势，分别较前值回落 2.2 和 2.0 个百分点至 49.6% 和 47.6%，其中投入品价格今年首次降至荣枯线以下。此外，服务业从业人员指数较上月小幅回升 0.2 个百分点至 46.8%。值得注意的是，业务活动预期指数为 56.9%，较前值下降 1.3 个百分点，为今年 1 月以来新低。12 月中下旬西安等地散点疫情再次爆发，元旦假期对服务业的拉动作用或有所削弱，叠加天气因素，预计明年 1 月服务业商务活动指数将有所承压。

天气因素叠加“两节”临近，建筑业景气回落。12 月，受寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响，建筑业商务活动指数为 56.3%，较上月下降 2.8 个百分点，生产扩张有所放缓，但仍位于临界线以上。从分项指标看，12 月，建筑业新订单指数较前值下降 4.2 个百分点至 50.0%，天气因素叠加假日临近导致需求有所放缓。12 月，财政部表示将适度超前开展基础设施投资，拉动有效投资。今年专项债券的较大比例是在下半年发行的，截至 12 月 15 日新增专项债券已发行 3.42 万亿元，基本完成全年发行工作，其中一部分将在明年一季度使用，或与明年发行使用的专项债券形成叠加效应，基建 REITS 也有望稳妥推进，对扩大明年有效投资将提供有力支撑；此外，央行对于房企的表态趋松，近期房企并购融资环境

继续边际改善，第三轮土拍流拍、流标现象也明显减少，房地产投资需求有望趋于稳定。预计后续建筑业需求端在基建投资带动下或有所反弹。从价格因素看，建筑业投入品价格指数为48.1%，连续两个月低于临界点，企业成本压力持续缓解；建筑业业务活动预期指数较前值上升1.6个百分点至59.9%。预计在春节临近以及天气寒冷等影响下，建筑业商务活动指数或受到季节因素影响，但中长期稳中向好。

图7：建筑业 PMI 指数回落

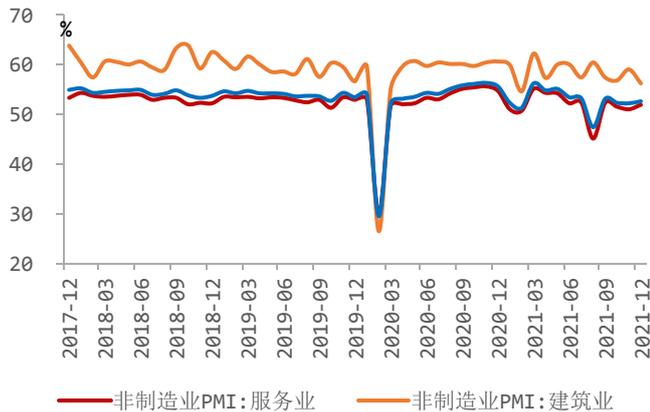
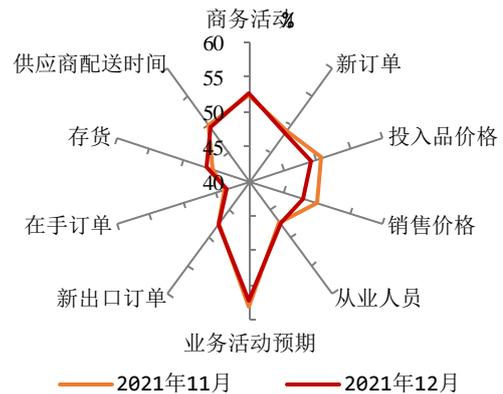


图8：非制造业 PMI 各分项变动



数据来源：wind、西南证券整理

数据来源：wind、西南证券整理

表1：PMI 情况

指标	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-0	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12
中采制造业PMI																					
PMI总指数	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3
生产量	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7	54.2	53.5	51.9	53.9	52.2	52.7	51.9	51.0	50.9	49.5	48.4	52.0	51.4
雇员	50.2	49.4	49.1	49.3	49.4	49.6	49.3	49.5	49.6	48.4	48.1	50.1	49.6	48.9	49.2	49.6	49.6	49.0	48.8	48.9	49.1
新订单	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9	53.6	52.3	51.5	53.6	52.0	51.3	51.5	50.9	49.6	49.3	48.8	49.4	49.7
出口订单	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5	51.3	50.2	48.8	51.2	50.4	48.3	48.1	47.7	46.7	46.2	46.6	48.5	48.1
现有订货	43.6	44.1	44.8	45.6	46.0	46.1	47.2	46.7	47.1	47.3	46.1	46.6	46.4	45.9	46.6	46.1	45.9	45.6	45.0	45.7	45.6
产成品库存	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7	46.2	49.0	48.0	46.7	46.8	46.5	47.1	47.6	47.7	47.2	46.3	47.9	48.5
原材料库存	48.2	47.3	47.6	47.9	47.3	48.5	48.0	48.6	48.6	49.0	47.7	48.4	48.3	47.7	48.0	47.7	47.7	48.2	47.0	47.7	49.2
采购量	52.0	50.8	51.8	52.4	51.7	53.6	53.1	53.7	53.2	52.0	51.6	53.1	51.7	51.9	51.7	50.8	50.3	49.7	48.9	50.2	50.8
购进价格	42.5	51.6	56.8	58.1	58.3	58.5	58.8	62.6	68.0	67.1	66.7	69.4	66.9	72.8	61.2	62.9	61.3	63.5	72.1	52.9	48.1
供应商配送时间	50.1	50.5	50.5	50.4	50.4	50.7	50.6	50.1	49.9	48.8	47.9	50.0	48.7	47.6	47.9	48.9	48.0	48.1	46.7	48.2	48.3
进口	43.9	45.3	47.0	49.1	49.0	50.4	50.8	50.9	50.4	49.8	49.6	51.1	50.6	50.9	49.7	49.4	48.3	46.8	47.5	48.1	48.2
中采服务业PMI																					
中采服务业PMI	52.1	52.3	53.4	53.1	54.3	55.2	55.5	55.7	54.8	51.1	50.8	55.2	54.4	54.3	52.3	52.5	45.2	52.4	51.6	51.1	52.0
中采建筑业PMI																					
中采建筑业PMI	59.7	60.8	59.8	60.5	60.2	60.2	59.8	60.5	60.7	60.0	54.7	62.3	57.4	60.1	60.1	57.5	60.5	57.5	56.9	59.1	56.3
综合PMI产出指数	53.4	53.4	54.2	54.1	54.5	55.1	55.3	55.7	55.1	52.8	51.6	55.3	53.8	54.2	52.9	52.4	48.9	51.7	50.8	52.2	52.2
非制造业商务活动指数	53.2	53.6	54.4	54.2	55.2	55.0	55.2	56.4	55.7	51.5	51.4	56.3	54.0	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7

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_35488

