

景气修复的线索和隐忧

事件：

12月31日，国家统计局公布12月PMI指数，制造业PMI指数录得50.3%、较上月回升0.2个百分点。

点评：

■ **制造业PMI回升，或部分缘于原材料成本下降下，部分中上游行业需求修复**
 制造业PMI的回升，或指向成本压力缓解下，部分企业生产经营逐渐正常化，带来的需求修复。12月，制造业PMI指数录得50.3%、较上月回升0.2个百分点，主要贡献来自原材料库存和新订单，分别较上月回升1.5个百分点和0.3个百分点，采购量和产成品均回升0.6个百分点，而原材料价格回落4.8个百分点。

受益于原材料降价，部分中上游行业景气修复较为明显。主要行业PMI来看，上游的化学原料、化学纤维、金属制品、非金属制品等景气改善较为明显，与原材料紧密相关的石油加工、有色冶炼、黑色冶炼等景气均不同程度回落；但受益于大宗商品价格的回落，石油加工、化学原料等采购量和原材料库存均明显回升。

内外需分化下，部分中下游行业也出现改善迹象。12月，PMI新订单指数录得49.7%、较上月回升0.3个百分点，而新出口订单指数录得48.1%、较上月回落0.4个百分点；除上游部分行业外，计算机通信电子、专用设备、纺织服装等新订单回升，而后两者新出口订单明显回落，可能反映国内需求出现改善的迹象。

■ **PMI回升的背后，可能隐藏着需求修复持续性、小企业和服务业低迷的隐忧**
 成本压力缓解下，内需能否接替外需，带来需求的持续修复，可能需要进一步跟踪。眼下，原材料成本压力缓解，更多是解决供给对正常生产秩序的干扰，景气改善归根结底取决于需求。此前景气较高的行业，大多受益于出口的支撑；在外需走弱趋势下，内需能否对冲外需下滑，很大程度上决定景气的改善能否延续。

不同企业景气分化，小企业景气低迷指向保就业压力的加大。12月，大型和中型企业PMI分别抬升1.1和0.1个百分点，而小型企业PMI大幅回落2个百分点至46.5%、创2020年3月以来新低；其中，中型和小型企业的生产、新出口订单、采购量均明显回落，小型企业从业人员也出现下滑，就业压力或日趋加大。

疫情反复下，非制造业PMI的回升能否延续，仍需跟踪。12月，非制造业PMI录得52.7%、较上月回升0.4个百分点，其中，服务业PMI指数较上月回升0.9个百分点，主因餐饮等服务业干扰减弱，但活动预期指数大幅回落；建筑业PMI指数回落，新订单大幅回落4.2个百分点至50%，稳增长措施落地或有待观察。

重申观点：总量阶段性可能面临超调压力、经济结构性亮点和压力并存，中小微企业、部分服务业等低迷带来的就业压力凸显，有待稳增长进一步发力。后续关注，稳增长发力、疫后“场景修复”下部分产业量价改善等，带来的投资机会（详情参见《寻找“新稳态”：2022年四条主线逻辑》）。

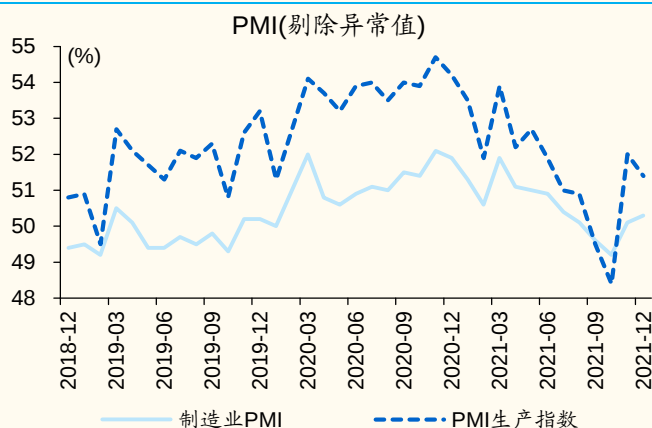
风险提示：全球和国内疫情反复、稳增长措施落地不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

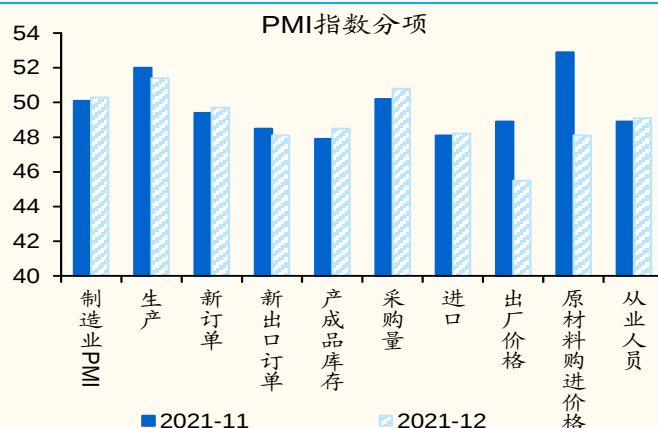
马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 制造业PMI连续2个月小幅回升



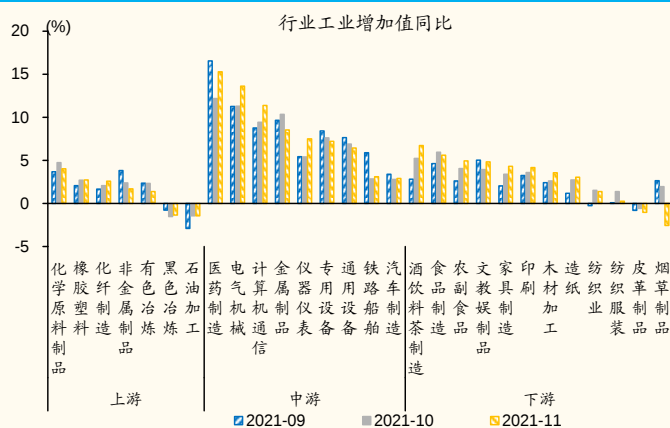
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 12月, 库存、新订单等回升, 价格回落



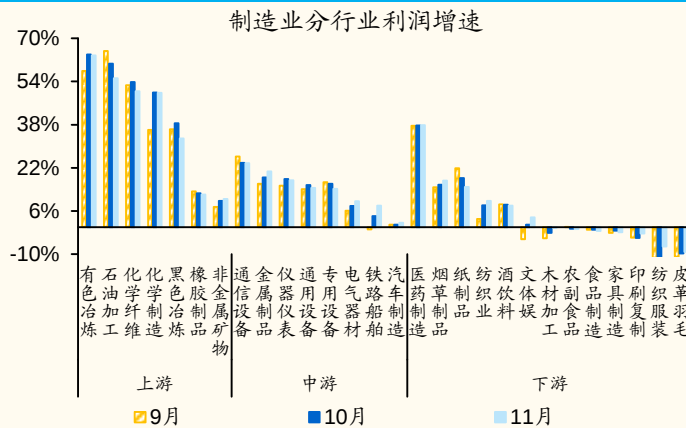
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 上游生产回落, 中游制造业生产景气较高



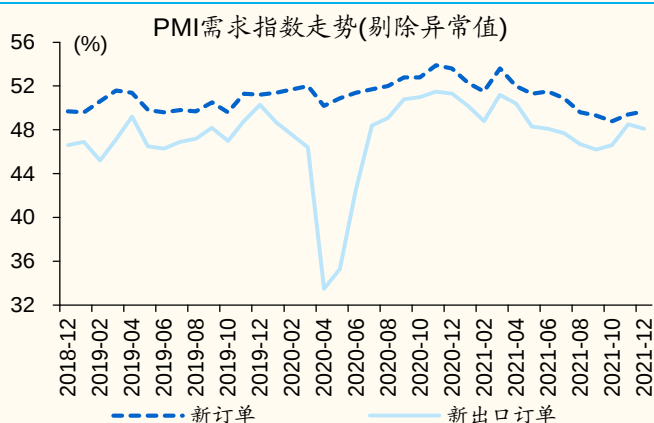
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 上游利润有所回落, 中下游利润部分改善



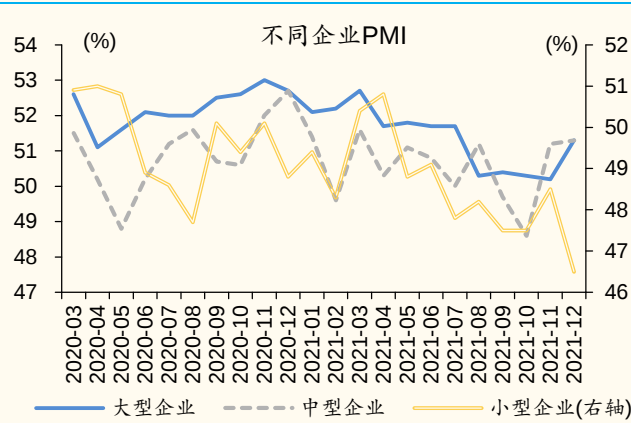
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 12月, 新订单指数回升、新出口订单回落



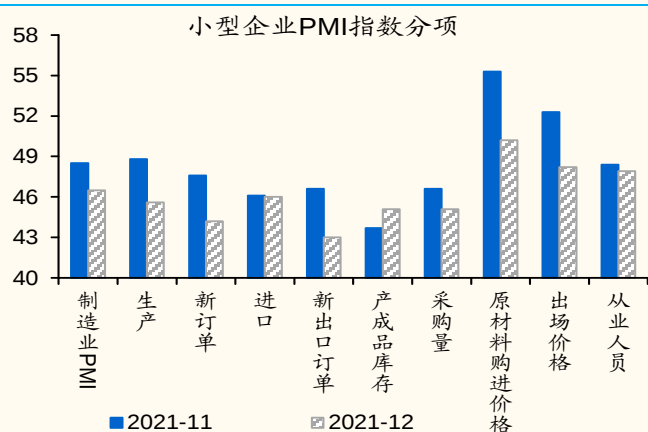
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 12月, 小型企业景气大幅回落



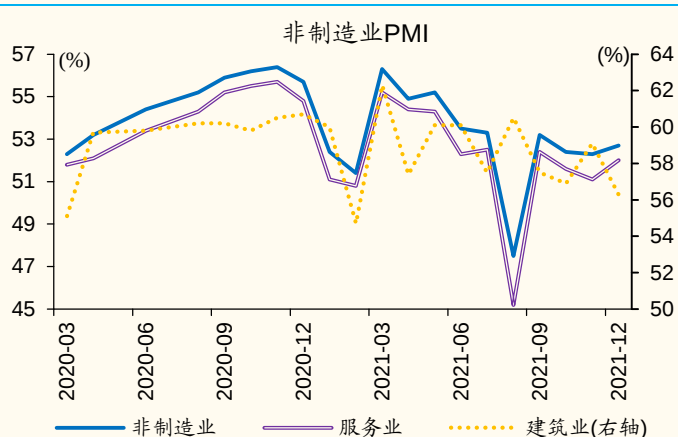
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 小型企业主要分项均回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 非制造业PMI回升, 建筑业回落



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、全球和国内疫情反复, 进一步对全球供应链产生冲击;
- 2、稳增长措施落地不及预期, 经济“失速”风险上升。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402

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_35502

