

2021 年 12 月 31 日

【华西固收研究】基本面仍存压力，但利率更需拥抱确定性

——12 月 PMI 数据点评 20211231

事件概述：

国家统计局发布 12 月 PMI 数据，制造业 PMI 数据录得 50.3%，环比回升 0.2pct，非制造业 PMI 数据录得 52.7%，环比回升 0.4pct，综合 PMI 产出指数录得 52.2%，与上月持平。

分析与判断：

关于本次 PMI 数据，我们主要提示 4 个核心关注点：①外需走弱内需走强；②价格指数明显回落；③出现主动累库迹象；④建筑业需求回落指向地产仍然承压。

①外需走弱内需走强，小企业景气度持续承压。

12 月，制造业新订单指数虽然仍然在荣枯线下方，但较 11 月出现了 0.3pct 的反弹，距离荣枯线也仅有 0.3pct。与此同时，新出口订单指数则出现了 0.4pct 的回落。综合两个指数来看，12 月需求端出现了分化，外需有所走弱，内需反而有所提振。

外需的走弱可能存在两个方面的原因。一方面，随着海外圣诞节带来的需求旺季的结束，外需有季节性回落的趋势。另一方面，在奥密克戎爆发以来，海外疫情进入了新一轮反弹周期，全球单日新增确诊病例在 12 月下旬开始屡创新高，仅 12 月 30 日当天，海外新增确诊病例高达 191 万例，超出此前几轮周期高点近 100 万例。疫情在海外的再次爆发，也是导致近期外需疲软的关键性原因。

对明年而言，虽然美联储收紧货币可能会引起海外主要国家需求的边际收缩，但由于主要生产国疫苗接种较为滞后，外需可能仍然还会维持一定的韧性。不过，由于今年出口的基数较高，明年外需即使保持韧性，但对经济增长的边际贡献可能不会太强，这将会成为明年稳增长的压力之一。

此外，由于外需与中小企业景气度息息相关，由外需引申出来的中小企业经营状况、就业等问题同样需要在明年重点关注。本次 PMI 数据实际上已经有所体现，小型企业 PMI 录得 46.5%，在大、中型企业景气度反弹的同时下滑了 2.0pct，处于持续承压的状态。

②价格指数明显下降，12 月 PPI 或回落至 11%。

在保供稳价政策效果不断显现的情况下，大宗商品价格进一步走低，12 月制造业 PMI 中两大价格指数均有较明显回落，其中主要原材料购进价格指数由 52.9%回落至 48.1%，终结了长达 19 个月的涨价周期。

根据两大价格指数与 PPI 环比的相关性，我们简单对 PPI 同比进行了测算。测算结果显示，12 月 PPI 环比增速可能在 -0.5% 左右，对应 PPI 同比增速或将回落至 11% 左右。

随着 PPI 进入到持续回落的区间、同时猪肉价格明显反弹的拐点尚未出现，中短期内“胀”的压力已经基本释放完毕，至少在明年上半年，通胀预计不会再成为宏观政策调控的约束，政策将更加专注于解决“滞”的问题。同时，上游原材料价格的回落，也会给处于产业链中游的制造业企业“松绑”，利润空间的提升有助于缓解供给压力，也有望成为制造业投资边际改善的助力。

③ 出现主动累库迹象，预期驱动还是成本驱动有待观察。

本次 PMI 数据中，与库存相关的几个指标同时出现了改善，在需求边际好转的情况下，可能意味着制造业企业在进行主动累库。一方面，两大库存指标均有回升，尤其是原材料库存由 47.7% 回升至 49.2%，反弹 1.5pct。另一方面，企业也在加大原材料的采购力度，企业采购量指数也从上月的 50.2% 提升至了 50.8%。

关于主动累库的原因，我们认为有两种可能，但具体驱动因素仍待进一步观察。一种可能的原因是，12 月上游原材料价格出现了明显的回落，企业趁价格走低加大了备货力度。另一种可能的原因是，在近期中央经济工作会议着力稳增长的背景下，企业对明年经济以及需求的预期出现了改善，从而驱动了企业加大了累库力度。本月，生产经营活动预期指数录得 54.3%，较上月提升 0.5pct。

④ 建筑业需求回落，指向地产仍然承压。

非制造业方面，本月除了服务业在疫情反复的情况下“逆势”改善，还需要关注建筑业新订单的回落。

本月建筑业新订单指数录得 50%，较上月大幅回落 4.2pct，反映出建筑业需求出现了较为明显的下滑。冬季北方部分区域因气温原因无法开工是制约建筑业需求的客观因素之一，但由于本次建筑业新订单指数明显低于往年同期，因此冬季停工并不能完全解释建筑业需求的下滑。

考虑到财政政策积极进行跨周期调节、适度超前进行基础设施建设的情况，基建方面的开工预计并不会出现明显的回落，建筑需求走弱更多可能是由地产所引起。从这个角度来看，当前地产开工可能仍然处在进一步放缓的过程中，地产投资的改善仍然需要更多的政策支持。

投资建议：拥抱短端确定性，谨防预期过度透支

本次 PMI 数据所刻画的宏观经济其实较为清晰：通胀的压力明显缓解，外需边际增长的想象空间有限，企业开始主动累库，地产仍然没有见到改善的迹象。

从宏观经济的角度出发，当前经济仍然存在下行的压力，基本面对利率不构成明显的利空。但是，当 10 年期国债收益率快速下行、突破前期阻力位以后，当前 2.79% 的利率水平对配置盘已经不具有明显的吸引力。

从近期的行情演绎来看，当前的利率水平已经包含了较多的 1 月降息（OMO、MLF）预期。但我们认为，从 12 月 LPR 只降 1 年期不降 5 年期来看，央行目前对价格型工具的使用仍然较为谨慎。从政策选择的角度推演，明年政策调控的顺序大概率是财政带动基建在开年率先发力，并在一季度末视基建效果再考虑是否需要通过降息的方式稳增长。因此，我们认为当前并不是交易 OMO、MLF 降息最好的时点，3、4 月参与降息博弈可能更为适宜。

因此，尽管我们在中长期维度内仍然维持“重建仓、轻择时，早配置、早收益”的策略，但就当下而言，面对 10 年期国债 2.79% 收益率的水平，更应该关注市场是否已经过度透支了对于降息的预期。

对于利率债配置资金而言，如果不得不配，当前更优的策略是拥抱更有确定性的短端利率债，毕竟在“财政政策

和货币政策要协调联动”的要求下，狭义流动性保持平稳偏松状态是大概率事件，做陡曲线策略仍有空间。长端利率方面，建议更多关注后期调整过程中的建仓机会，随利率边上行边加大配置力度。

风险提示

疫情出现反复。

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

分析师：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520120001

联系电话：010-59775371

分析师：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521080001

联系电话：010-59775334

分析师与研究助理简介

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，四年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院，2019年加入华西证券研究所，主要从事城投债、地方债务、债券交易、非标资产研究。

孙嘉伦：约翰霍普金斯大学金融硕士，三年卖方固收研究经验，主要参与产业债、信用策略研究，重点跟踪地产、金融、煤炭、建筑等行业及永续债、二级资本债、美元债等债券品种研究。

张伟，对外经济贸易大学金融学硕士，两年卖方固收研究经验，主要参与利率债研究，重点覆盖宏观经济、宏观政策、流动性、地方债等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_35504

