

### 核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

#### 相关研究

- 首创宏观\_2022 年策略报告\_潮平岸阔 风正劲
- 市场博弈政策落地情况
- 等待政策发力

- **12 月 PMI 呈现“景气回升、内需改善、价格下降、企业补库”的特征。**制造业和服务业 PMI 均较 11 月小幅上升。随着经济对疫情的进一步脱敏，在疫情没有明显变化的条件下，服务业 PMI 将持续回升。在房地产见底回升及维稳的支持下，制造业 PMI 也将持续回升。然而，回升的力度取决于政策发力的程度。
- **景气回升、内需改善。**12 月全国制造业 PMI 录得 50.3，连续两个月回升，指向制造业景气有所改善。PMI 生产指数录得 51.4，较前值下降 0.6 个百分点，环比下降可能有季节性原因。需求好转，PMI 新订单指数录得 49.7，较前值上升 0.3 个百分点，主要由内需拉动，出口倒算的国内订单指数为 50.1，回升 0.5 个百分点，重回景气扩张区间，指向内需回暖。
- **价格下降、企业补库。**12 月主要原材料购进价格 PMI 录得 48.10，较前值回落 4.8 个百分点，为 2020 年 4 月以来首次回到景气收缩区间，通胀压力持续缓解；出厂价格 PMI 录得 45.5，较前值下降 4.4 个百分点。原材料成本下降以及经济预期企稳，企业补库的意愿有所加强，采购量 PMI、产成品库存 PMI、原材料库存 PMI 分别录得 50.8、48.5 和 49.2，较前值分别上行 0.6、0.6 和 1.5 个百分点。
- **服务业显韧性。**12 月服务业 PMI 指数录得 52.0，较前值上升 0.9 个百分点，商务活动 PMI 指数录得 52.7，较前值上升 0.4 个百分点。根据国家统计局有关介绍，“航空运输、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所提升。”
- **海外疫情发酵，国内有望好转。**海外疫情大幅发酵，日新增确诊病例在 12 月飙升，月度新增确诊病例创历史新高。国内西安新增病例已经显著下行，疫情已逐步好转。未来市场重点仍在博弈政策的发力节奏和程度。鉴于当前政策不明朗，债市收益率显著下行，而股市风格则缺乏方向。我们预计政策将随着时间进展更为显性化，预计资本市场将随之变动。
- **后市展望。**我们对股市依然乐观。政策维稳意图已经显性化，经济和股市将持续修复。A 股由于之前跌幅不大，反弹力度不大，港股则因为之前跌幅较大有一定的反弹空间。国债收益率则可能在当前点位下有所回升，整体保持低位震荡。

风险提示：疫情超预期

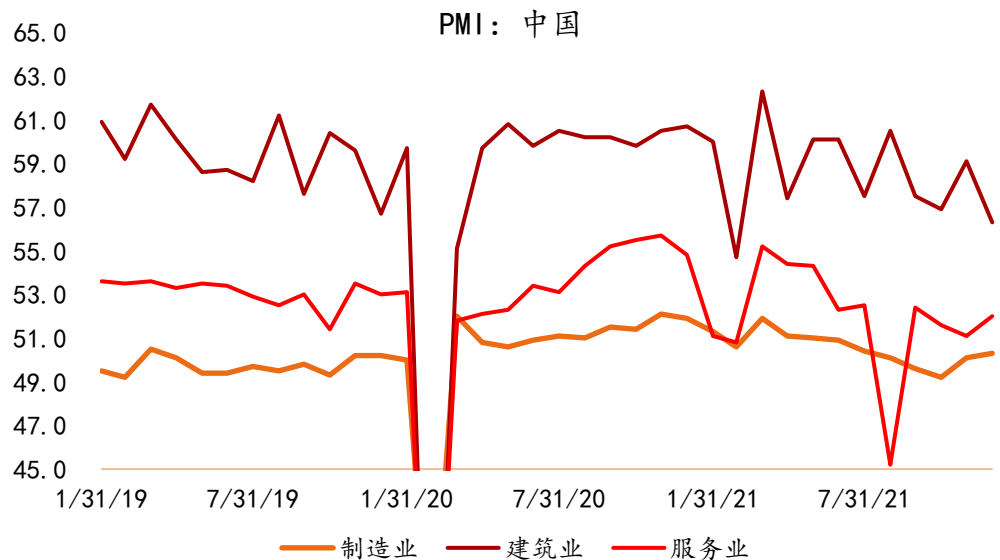
## 1 经济持续回升，企业继续补库

12月PMI数据公布，制造业和服务业PMI均较11月小幅上升。随着经济对疫情的进一步脱敏，在疫情没有明显变化的条件下，服务业PMI将持续回升。在房地产见底回升及维稳的支持下，制造业PMI也将持续回升。然而，回升的力度取决于政策发力的程度。

12月全国制造业PMI录得50.3，维持在景气扩张区间，制造业PMI连续两个月回升，指向制造业景气有所改善。PMI生产指数录得51.4，较前值下降0.6个百分点，环比下降可能有季节性原因。

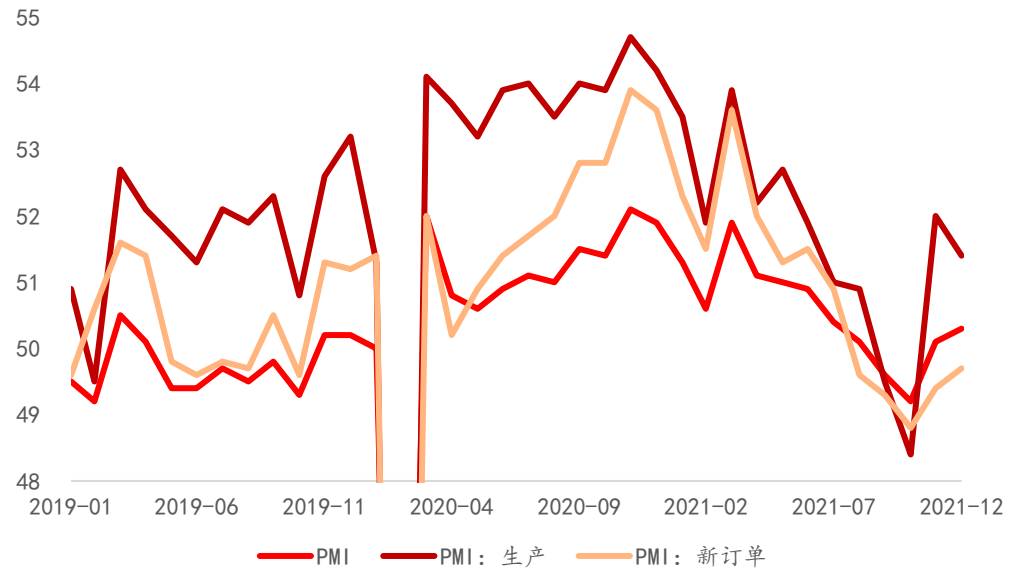
需求好转，PMI新订单指数录得49.7，较前值上升0.3个百分点，其中PMI新出口订单指数录得48.1，较前值下降0.4个百分点，显示外需随着节日采购结束有所放缓，但参照韩国12月份前20日的出口情况，中国12月份的出口或仍将维持韧性；出口倒算的国内订单指数为50.1，回升0.5个百分点，重回景气扩张区间，指向内需回暖。

图1：制造业+服务业PMI均有回升



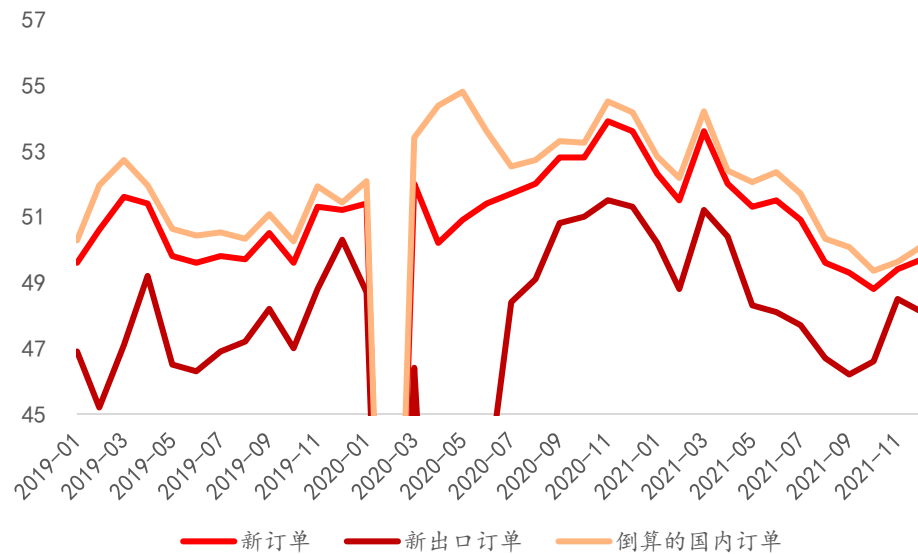
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：12 月 PMI 继续回升



资料来源：Wind，首创证券

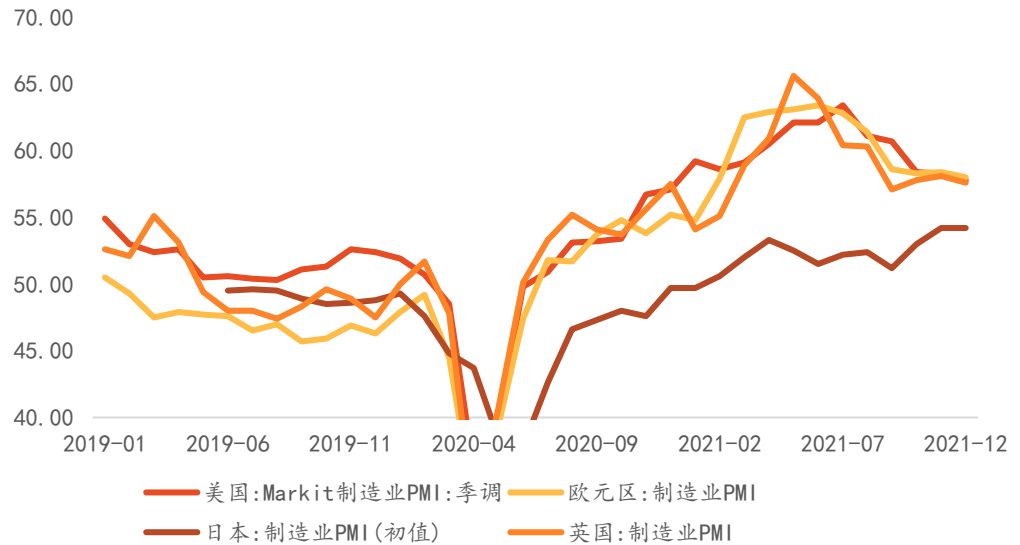
图 3：内需重回景气扩张区间



资料来源：Wind，首创证券

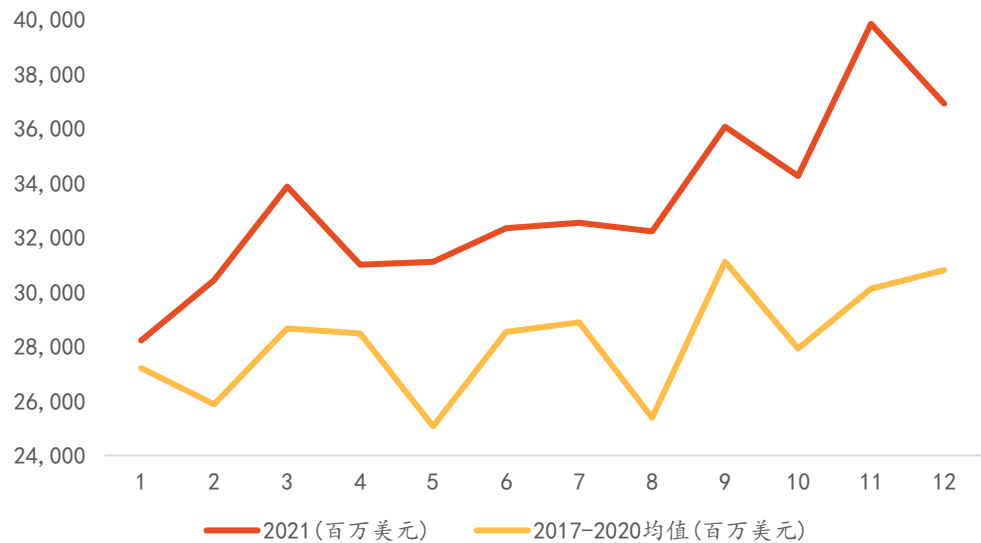
12 月外需小幅走弱，美国 Markit 制造业 PMI 指数录得 57.8，较前值下降 0.5 个百分点；英国 Markit 制造业 PMI 指数录得 57.6，较前值下降 0.5 个百分点；欧元区制造业 PMI 指数录得 58.0，较前值下降 0.4 个百分点；日本制造业 PMI（初值）指数录得 54.2，与上月持平。

图 4：外需小幅走弱



资料来源: Wind, 首创证券

图 5：韩国 12 月前 20 日出口仍在高位



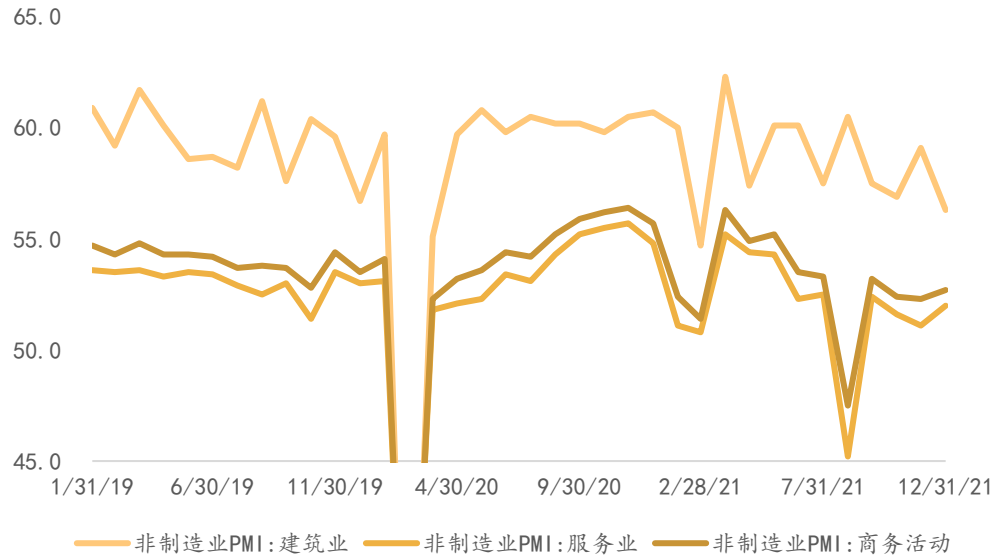
资料来源: Wind, 首创证券

12 月，非制造业 PMI 进一步显示出了韧性，在此前一系列的经济评论中，我们指出，国内经济特别是服务业可能正在对疫情进一步脱敏。这一结论在 12 月 PMI 的数据中再次得到印证。12 月服务业 PMI 指数录得 52.0，较前值上升 0.9 个百分点，商务活动 PMI 指数录得 52.7，较前值上升 0.4 个百分点。我们知道，整个 12 月国内疫情始终存在散发的情况，但根据国家统计局有关介绍，航空运输、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所提升。服务业在疫情持续的情况下展现出的韧性，让我们有理由看好明年三产的进一步复苏。

建筑业 PMI 录得 56.3，较前值下降 2.8 个百分点，可能是受寒冷天气影响，建筑业景气有所放缓，这一情况后续有望改善，一方面，财政前置促基建是明线，基建投资有望在 2022 年一季度加快形成实物工作量；另一方面，房地产的销售数据有起色，特别

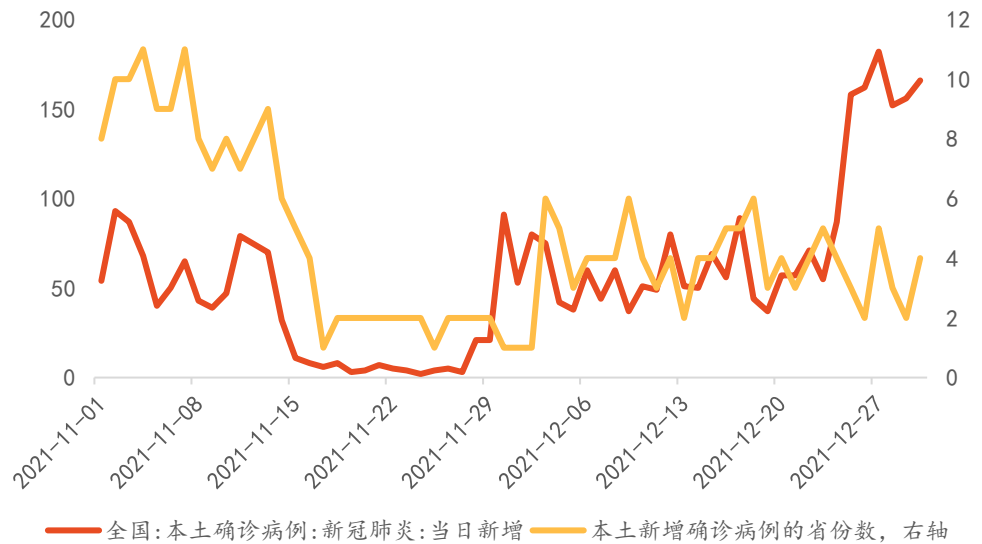
是自 12 月中下旬，30 大中城市的商品房成交面积超季节性上行。

图 6：非制造业 PMI



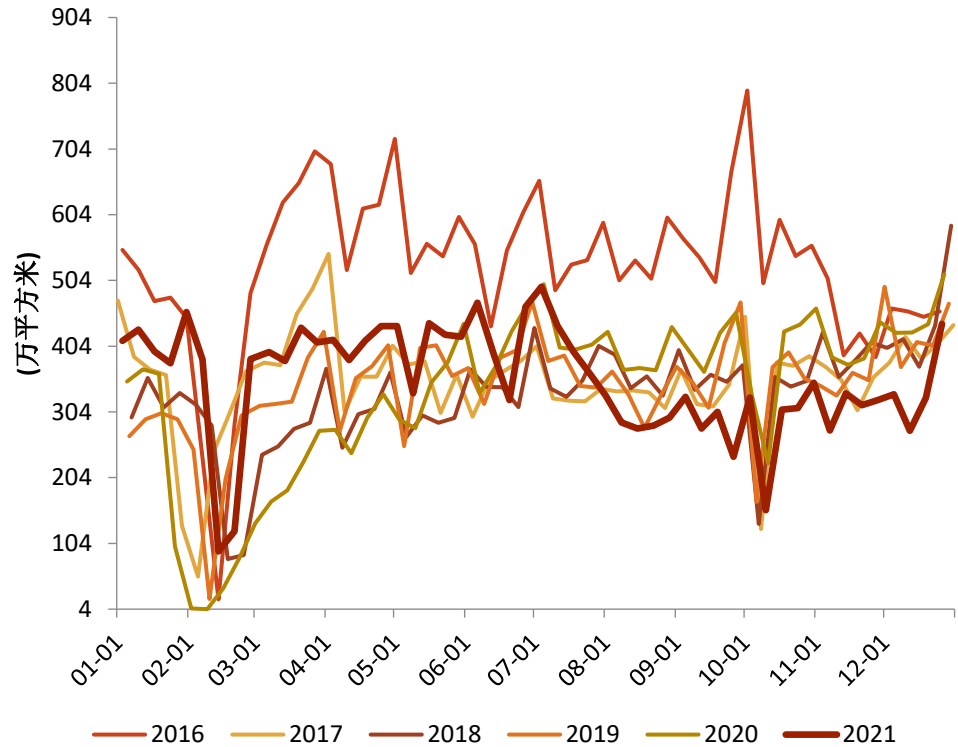
资料来源：Wind，首创证券

图 7：12 月国内疫情持续散发



资料来源：Wind，首创证券

图 8：商品房成交面积改善



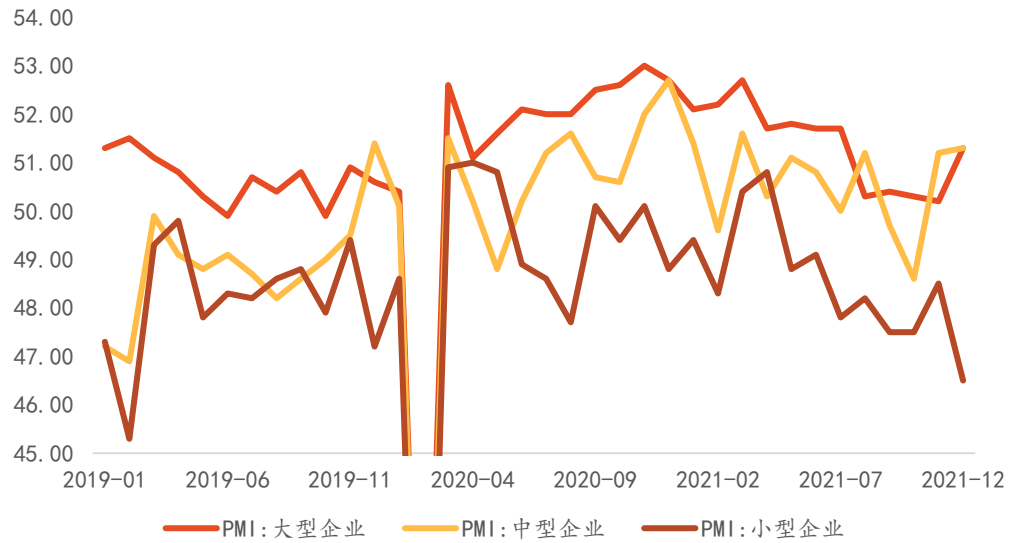
资料来源：Wind，首创证券

大中小型企业景气度分化，小企业景气度偏弱。12月大型企业PMI录得51.3，较前值反弹0.9个百分点；中型企业PMI录得51.3，较前值回升0.1个百分点；小型企业PMI录得46.5，较前值大幅下降2.0个百分点。

通胀压力持续缓解。12月主要原材料购进价格PMI录得48.10，较前值回落4.8个百分点，为2020年4月以来首次回到景气收缩区间；出厂价格PMI录得45.5，较前值下降4.4个百分点。从PMI价格指数可以推断12月的PPI环比将继续下行。

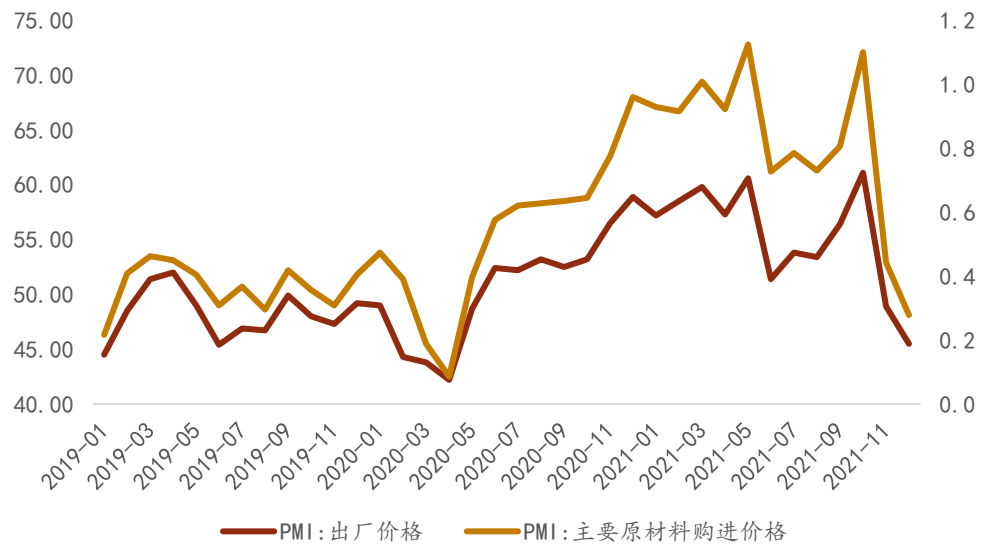
原材料成本下降以及预期经济企稳，企业补库的意愿有所加强，采购量PMI、产成品库存PMI、原材料库存PMI分别录得50.8、48.5和49.2，较前值分别上行0.6、0.6和1.5个百分点。

图 9：企业景气度分化



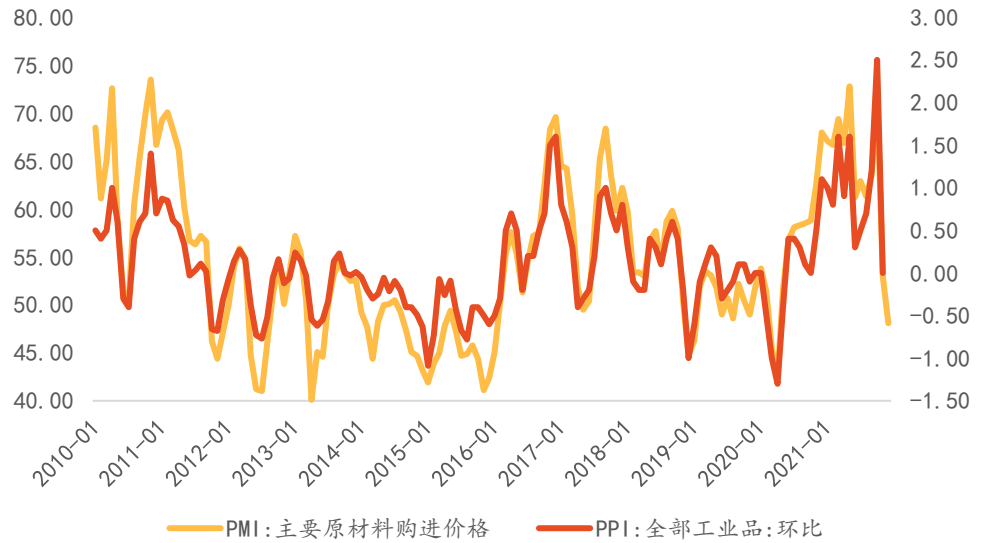
资料来源：Wind，首创证券

图 10：PMI 出厂价格和原材料购进价格继续下行



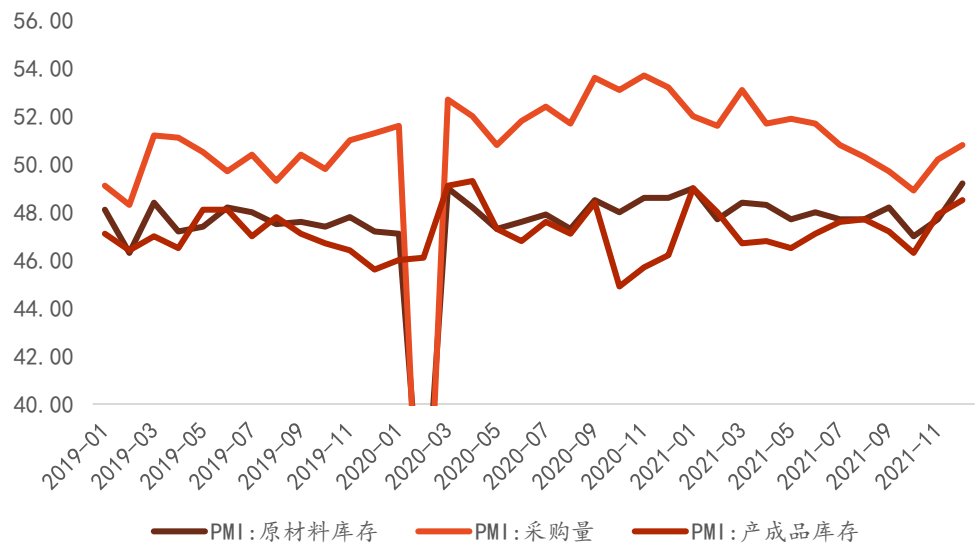
资料来源：Wind，首创证券

图 11: PPI 环比或将继续下行



资料来源: Wind, 首创证券

图 12: 企业补库



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\\_35586](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35586)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>