

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

南华期货 NANHUA FUTURES

南华期货研究 NFR

宏观策略周报 2021 年 1 月 3 日

制造业持续复苏，但斜率趋缓

——12月官方PMI点评

核心观点：

1. 12 月制造业 PMI 仍旧持续复苏，但斜率有所放缓，产出缺口进一步收窄。结合生产指数的季节性特征以及高频数据看，当前生产已基本靠近潜在水平，需求端内外需略有降温，总体经济恢复波澜不惊，当下主要矛盾集中在需求端的进一步恢复上。根据出厂价格指数以及原材料价格指数看，近期出现通胀加速迹象，12 月 PPI 环比或将加速回升。

2. 12 月非制造业 PMI 中商务活动指数升，服务业回落，均较上月有所回落，但仍居下半年以来的景气度相对高位，建筑业 PMI 小幅回升，受房地产拉动在非制造业中景气度最高。商务活动以及服务业 PMI 的小幅回落或与 11 与以来国内再度零星散发的疫情有关。服务业就业略有回落，值得注意的是，相比于大多数分项的回落态势看，价格指数中投入品价格和销售价格分别出现 1.6 和 1.3 的回升幅度，与近期大宗商品价格明显上涨密切相关，暗示 12 月 PPI 或将加速上行。

本周关注：疫苗进展不及预期　中美关系超预期变化

目录

第 1 章 制造业持续复苏，但斜率趋缓 3
1.1. 制造业持续复苏，但斜率趋缓 3
1.2. 非制造业景气分化，但价格指数继续上行 5
第 2 章 上周重要数据跟踪 5
免责申明 7

第1章　制造业持续复苏，但斜率趋缓

事件：

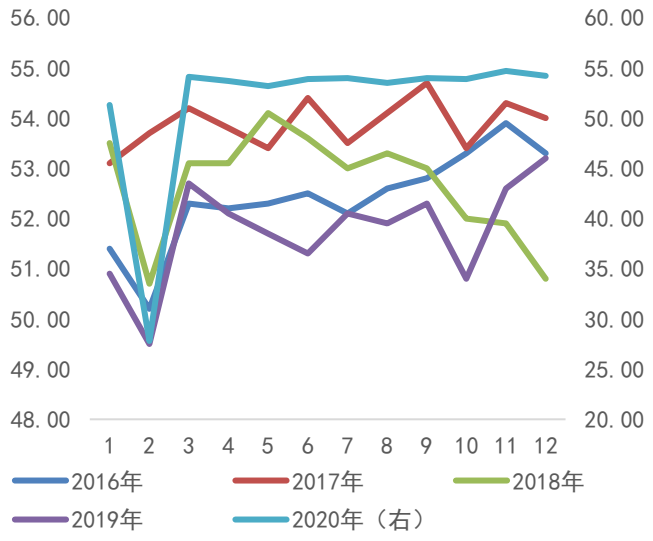
12 月 31 日，国家统计局发布：12 月制造业 PMI 为 51.9%，前值为 52.1%，回落 0.2 个百分点；12 月非制造业商务活动指数为 55.7%，比上月下降 0.7 个百分点。

1.1. 制造业持续复苏，但斜率趋缓

供需两端持续扩张，产出缺口延续进一步收窄。12 月制造业 PMI 基本较上月小幅回落 0.2 至 51.9，从 3 月以来持续 10 个月处于扩张区间。首先从权重最高的供需来看，供给端生产指数小幅回落 0.5 至 54.2，仍旧处于快速扩张区间，从季节性特征看，今年 PMI 生产持续明显高于往年同期，当前稍微回落的生产指数以及从观测生产的高频数据来看，连续 4 周的高频开工率移动均值也较上月出现小幅回落，**或暗示当前的生产端恢复已基本靠近潜在水平**。新订单指数与上月持平，因为 PMI 新订单指数和 PMI 生产指数的差，可以近似看做是产出缺口，显示本月产出缺口进一步收窄，鉴于产出缺口与 PPI 环比有一定的同步性，或预示 **12 月 PPI 环比将进一步回升**。

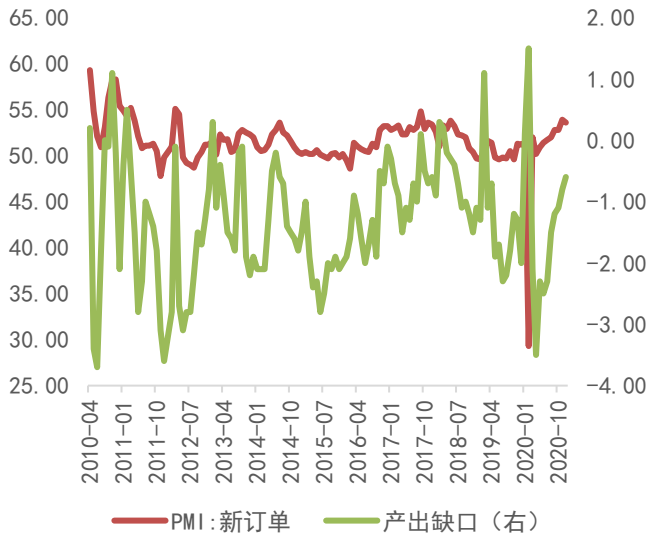
从内需来看，总体需求略有降温，新出口订单指数环比回落 0.2 至 51.30，显示当前出口依旧强劲复苏中，斜率小幅趋缓。内需的持续修复主要得益于前期的政策支持使得当下的经济内生动力增强，而外需的总体强势，主要受疫苗尚未大规模接种前我国对海外生产的正向替代效应以及防疫物资对冲效应及传统外需逐步修复这三股驱动的影响，**鉴于 12 个月移动平均的 PMI 新出口订单指数对出口累计增速有一定领先性，预计 12 月出口累计增速将进一步小幅回升。**

图 1.1.1：PMI 生产指数季节性特征（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：产出缺口逐渐收窄（%）



数据来源：Wind 南华研究

价格方面，价格指数明显再度扩张，其中出厂价格指数进一步大幅回升 2.4 至 58.9，原材料购进价格指数回升 5.4 至 68，或暗示通胀有所上行。鉴于出厂价格指数与 PPI 环

请务必阅读正文之后的免责条款部分

比基本同步、原材料价格指数与 PPIRM 环比基本同步、PPIRM 环比又与 PPI 环比存在一定的领先关系，因此预计 12 月 PPI 环比将有所回升。

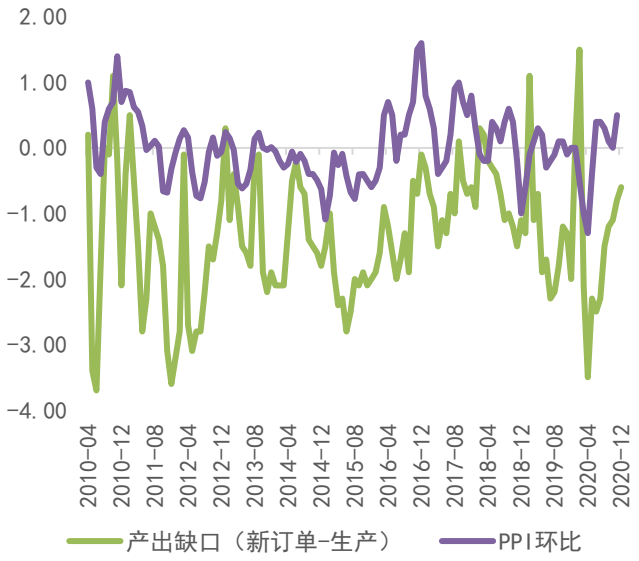
从不同企业类型看，PMI 指数中，大、中、小型企业的 PMI 分别为 52.7、52.7、48.8，较上个月分别变化-0.3、0.7、-1.3，大中型企业处于持续扩张区间，相对而言小型企业的经营状况值得关注，因原材料价格上行明显导致小企业盈利空间受到挤压。从各类型企业的供需两端情况来看，大中型企业的生产端均处于扩张区间，相对而言，小型企业无论是生产、内需以及外需均回落至荣枯线以下，经营状况值得关注。

图 1.1.3：从高频数据看，生产逐渐接近潜在水平（%）



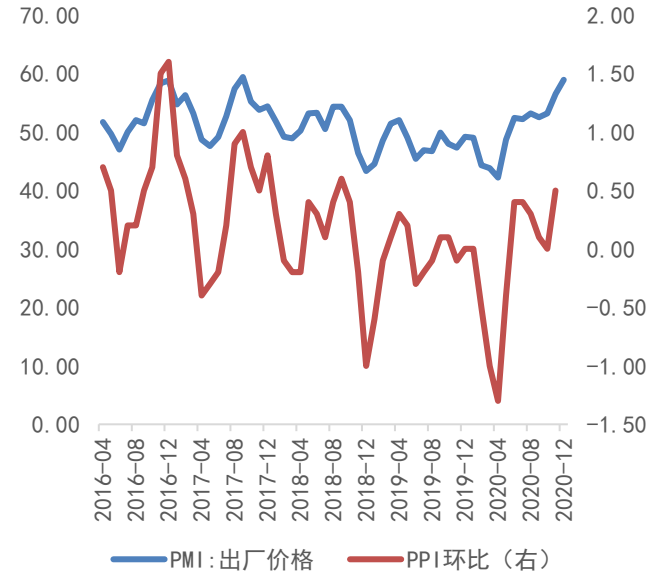
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.4：产出缺口收窄，暗示 PPI 环比将逐渐收窄（%）



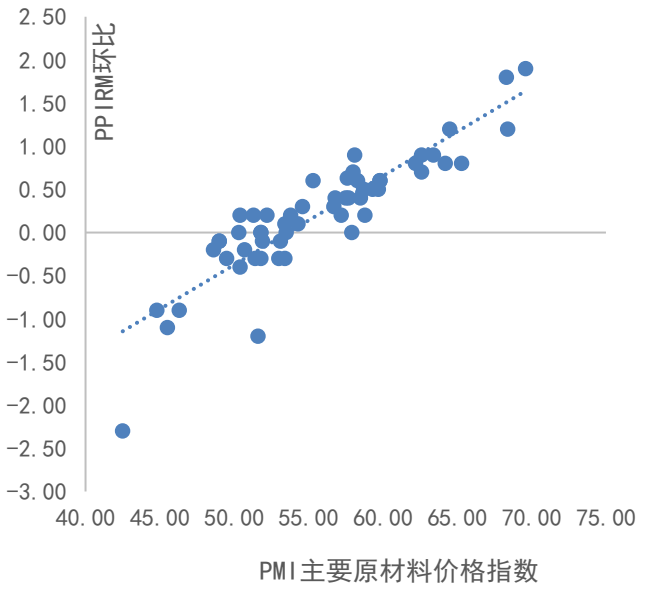
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.5：出厂价格与 PPI 环比基本同步（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.6：原材料购进价格与 PPIRM 环比基本同步（%）



数据来源：Wind 南华研究

表 1.1.1：PMI 供需两端持续改善，产出缺口进一步收窄（%）

分项	今值	前值	去年同期	环比
PMI	51.90	52.10	50.20	-0.20
生产	54.20	54.70	53.20	-0.50
新订单	53.60	53.90	51.20	-0.30
新出口订单	51.30	51.50	50.30	-0.20
在手订单	47.10	46.70	45.00	0.40
产成品库存	46.20	45.70	45.60	0.50
采购量	53.20	53.70	51.30	-0.50
进口	50.40	50.90	49.90	-0.50
出厂价格	58.90	56.50	49.20	2.40
原材料价格	68.00	62.60	51.80	5.40
原材料库存	48.60	48.60	47.20	0.00
从业人员	49.60	49.50	47.30	0.10
供货商配送时间	49.90	50.10	51.10	-0.20
生产经营活动预期	59.80	60.10	54.40	-0.30

数据来源：Wind 南华研究

1.2. 非制造业景气分化，但价格指数继续上行

12 月非制造业商务活动指数回升 0.7 至 55.7，服务业 PMI 回落 0.9 至 54.8，均较上月有所回落，但仍居下半年以来的景气度相对高位，建筑业 PMI 小幅回升 0.2 至 60.7，受房地产拉动在非制造业中景气度最高。商务活动以及服务业 PMI 的小幅回落或与 11 与以来国内再度零星散发的疫情有关，除此之外，内外需指数均略有回落，且新出口订单指数也回落至 47.5。从服务业 PMI 的具体分项看，业务活动预期回落 0.6 至 60.6，从业人员指数小幅回落 0.2 至 48.7，显示服务业就业情况自 10 月以来有所降温。但是，值得注意的是，相比于大多数分项的回落态势看，价格指数中投入品价格和销售价格分别出现 1.6 和 1.3 的回升幅度，与近期大宗商品价格明显上涨密切相关，暗示 12 月 PPI 或将加速上行。

第2章　上周重要数据跟踪

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
中国	11 月工业企业利润:累计同比(%)	0.7	--	2.4
中国	11 月服务贸易差额:当月值(亿美元)	-92.52	--	-108.55
中国	12 月官方非制造业 PMI:商务活动	56.4	--	55.7
中国	12 月官方制造业 PMI	52.1	52.3	51.9

数据来源：Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
日本	11 月工业生产指数:同比(%)	-2.99	--	-3.42
美国	12 月 26 日上周红皮书商业零售销售年率(%)	6.5	--	8.9
美国	11 月成屋签约销售指数(2001 年=100)	129.1	--	125.7
美国	12 月 25 日 EIA 库存周报:成品汽油(千桶)	25,667.00	--	27,353.00
美国	12 月 25 日 EIA 库存周报:商业原油增量(千桶)	-562	--	-6,065.00
韩国	12 月 CPI:环比(%)	-0.1	--	0.16
美国	12 月 19 日持续领取失业金人数:季调(人)	5,322,000.00	--	5,219,000.00
美国	12 月 26 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	806,000.00	--	787,000.00
印度	11 月 CPI-IW:同比(%)	5.75	--	5.18

数据来源：Wind 南华研究

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点