日期：2021 年 01 月 04 日

PMI 高位回落 制造业稳步恢复

——2020 年 12 月制造业 PMI 指数点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

PMI 高位回落，制造业稳步恢复

12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，比上月的最高点回落 0.2 个百分点，连续 10 个月位于临界点以上，仍处于年内较高水平，制造业总体保持稳步恢复的良好势头。供需两端维持向好，生产指数和新订单指数均为年内次高点，且两者差值继续缩小，制造业保持较好增势，产需关系更趋平衡。进出口景气度维持在扩张区间，出口企业生产经营活动预期指数连续 8 个月回升，达到全年高点，制造业出口企业信心不断增强。价格指数继续回升，创全年高点。从企业类型来看，大、中型企业 PMI 继续保持在临界点以上，小型企业经营压力再现。从行业来看，高技术制造业持续领先。非制造业方面同样有所回落。12 月份，非制造业商务活动指数为 55.7%，低于上月 0.7 个百分点，仍保持在 55.0%以上的较高景气区间，非制造业延续稳步复苏势头。服务业商务活动指数为 54.8%，虽低于上月 0.9 个百分点，但仍位于全年较高运行水平。而建筑业仍然保持较快增长。建筑业商务活动指数为 60.7%，高于上月 0.2 个百分点。12 月份，综合 PMI 产出指数为 55.1%，低于上月 0.6 个百分点，连续 4 个月保持在 55.0%以上的较高景气区间，表明近期我国企业生产经营活动持续恢复向好。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.2%和 55.7%，均有所回落。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市走稳回升。

经济延续向好态势

12 月 PMI 较 11 月的高点有所回落，各项指标均有所下降，但均处于高景气区间，圆满收官。而价格指数则创下新高，将有助于改善工业品的通缩，但原材料价格的上涨过快也加大了企业成本压力。疫情方面，部分地区疫情虽出现反复，但经济运行已基本恢复正常，尤其相较于海外疫情，国内疫情显然已处于可控状态。整体来看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，四季度延续好转态势，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

事件：12 月官方制造业 PMI 数据公布

12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，虽比上月回落 0.2 个百分点，但连续 10 个月位于临界点以上，表明制造业继续稳步恢复。从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.7%，虽比上月回落 0.3 个百分点，但仍高于临界点；中型企业 PMI 为 52.7%，比上月上升 0.7 个百分点，继续位于临界点之上；小型企业 PMI 为 48.8%，比上月下降 1.3 个百分点，低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点，原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。12 月份，综合 PMI 产出指数为 55.1%，虽比上月回落 0.6 个百分点，但连续 4 个月位于 55.0%以上的较高景气区间，表明近期我国企业生产经营活动持续恢复向好。

事件解析：数据特征和变动原因

12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，比上月的最高点回落 0.2 个百分点，连续 10 个月位于临界点以上，仍处于年内较高水平，制造业总体保持稳步恢复的良好势头。供需两端维持向好，生产指数和新订单指数分别为 54.2%和 53.6%，虽较上月回落 0.5 和 0.3 个百分点，但均为年内次高点，且两者差值继续缩小，制造业保持较好增势，产需关系更趋平衡。从行业情况看，在调查的 21 个行业中，分别有 18 个和 17 个行业的生产指数和新订单指数位于扩张区间，其中黑色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业两个指数均高于 56.0%，相比上月有不同程度上升，行业增长动能增强，生产活动加快。进出口景气度维持在扩张区间。新出口订单指数和进口指数分别为 51.3%和 50.4%，低于上月 0.2 和 0.5 个百分点，继续位于景气区间。出口企业生产经营活动预期指数连续 8 个月回升，达到全年高点，制造业出口企业信心不断增强。价格指数继续回升，创全年高点，随着近期大宗商品价格持续上涨，以及企业生产、采购活动加快，本月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 68.0%和 58.9%，高于上月 5.4 和 2.4 个百分点，均为全年高点。从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业的两个价格指数均高于 70.0%，比上月显著上升。原材料价格快速上涨加大了企业成本压力，本月反映原材料成本高的企业占比为 49.4%，为近两年高点。

从企业类型来看，大、中型企业 PMI 继续保持在临界点以上。大、

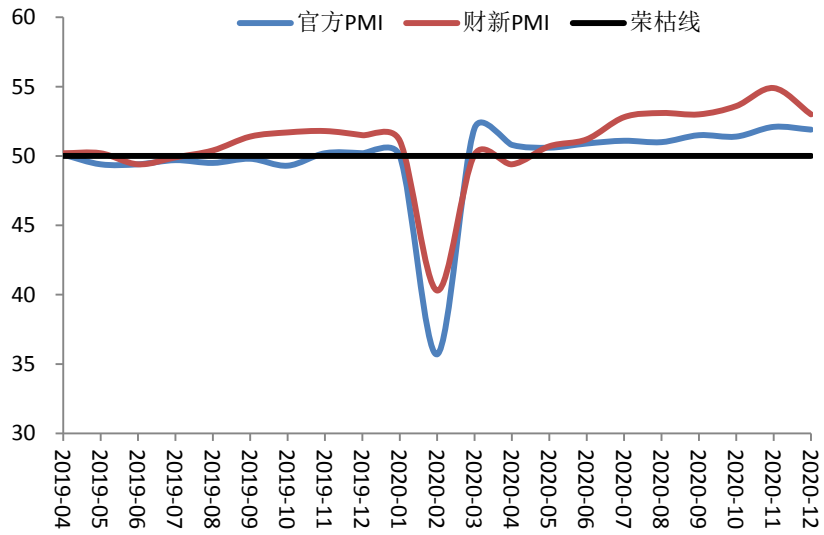
中型企业 PMI 均为 52.7%，继续运行在 52.0%及以上的景气区间；小型企业 PMI 为 48.8%，低于上月 1.3 个百分点，降至荣枯线以下。小型企业经营压力再现。本月小型企业中反映原材料成本、物流成本和劳动力成本高的比例分别较上月上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点，小型企业运营成本有所增加，盈利空间受到一定程度挤压。

从行业来看，高技术制造业持续领先。高技术制造业 PMI 始终高于制造业总体，本月为 55.8%，虽较上月回落 0.4 个百分点，但仍为年内次高点。其中，生产指数、新订单指数和从业人员指数分别为 59.3%、58.2%和 52.6%，高于制造业总体 5.1、4.6、3.0 个百分点，表明高技术制造业产需两旺，用工需求持续增长，对制造业总体复苏的带动较为显著。

非制造业方面同样有所回落，但仍位于高景气区间。12 月份，非制造业商务活动指数为 55.7%，低于上月 0.7 个百分点，仍保持在 55.0%以上的较高景气区间，非制造业延续稳步复苏势头。服务业商务活动指数为 54.8%，虽低于上月 0.9 个百分点，但仍位于全年较高运行水平。而建筑业仍然保持较快增长。建筑业商务活动指数为 60.7%，高于上月 0.2 个百分点。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 63.2%，较上月上升 6.6 个百分点，生产活动明显加快。从市场需求看，新订单指数为 55.8%，高于上月 1.8 个百分点，连续两个月回升，表明建筑业企业新签订的工程合同量继续增长，市场需求稳步扩张。

12 月份，综合 PMI 产出指数为 55.1%，低于上月 0.6 个百分点，连续 4 个月保持在 55.0%以上的较高景气区间，表明近期我国企业生产经营活动持续恢复向好。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.2%和 55.7%，均有所回落。

图 1：官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI（%）

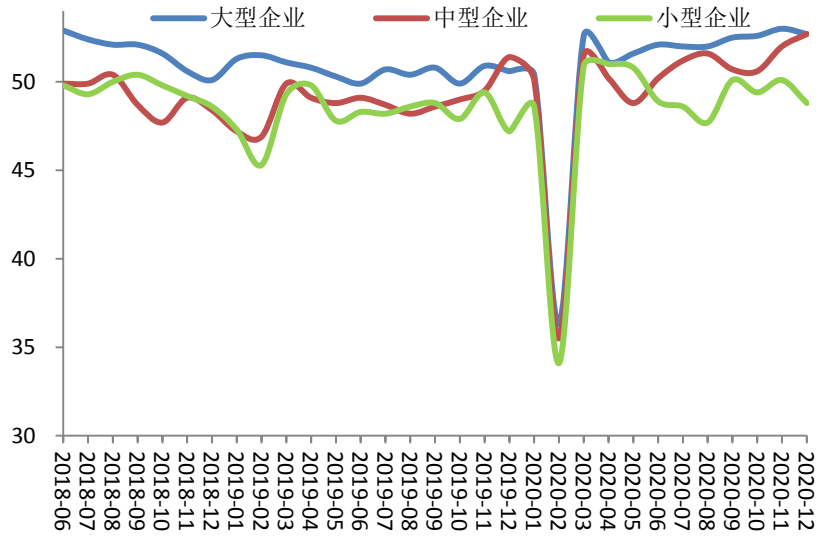


数据来源：wind，上海证券研究所

1. 小型企业再度承压

从企业规模看，大、中型企业 PMI 继续保持在临界点以上。大、中型企业 PMI 均为 52.7%，继续运行在 52.0%及以上的景气区间；小型企业 PMI 为 48.8%，低于上月 1.3 个百分点，降至荣枯线以下。本月小型企业中反映原材料成本、物流成本和劳动力成本高的比例分别较上月上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点，小型企业运营成本有所增加，盈利空间受到一定程度挤压。

图 2：大中小型企业 PMI（%）

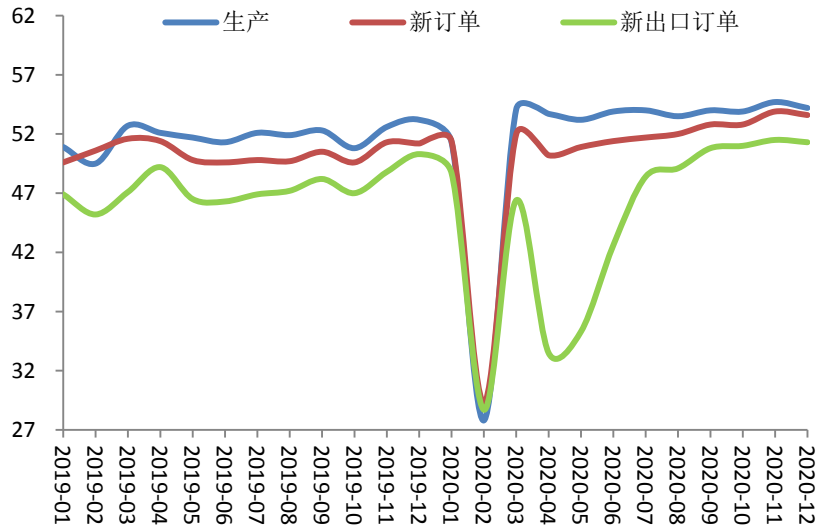


数据来源：wind，上海证券研究所

2. 供需两端维持向好

12 月生产指数和新订单指数分别为 54.2%和 53.6%，虽较上月回落 0.5 和 0.3 个百分点，但均为年内次高点，且两者差值继续缩小，制造业保持较好增势，产需关系更趋平衡。外贸景气度有所回落，但连续 4 个月维持在扩张区间，新出口订单指数和进口指数分别为 51.3%和 50.4%，低于上月 0.2 和 0.5 个百分点，继续位于景气区间。从最新的数据显示，欧盟 PM 继续回升，创新高，法国重回扩张区间；德国也突破前高。日本年内首次站上扩张区间。海外二次疫情爆发短时冲击后，各国经济再度反弹，外需恢复。

图 3：新订单及生产指数（%）

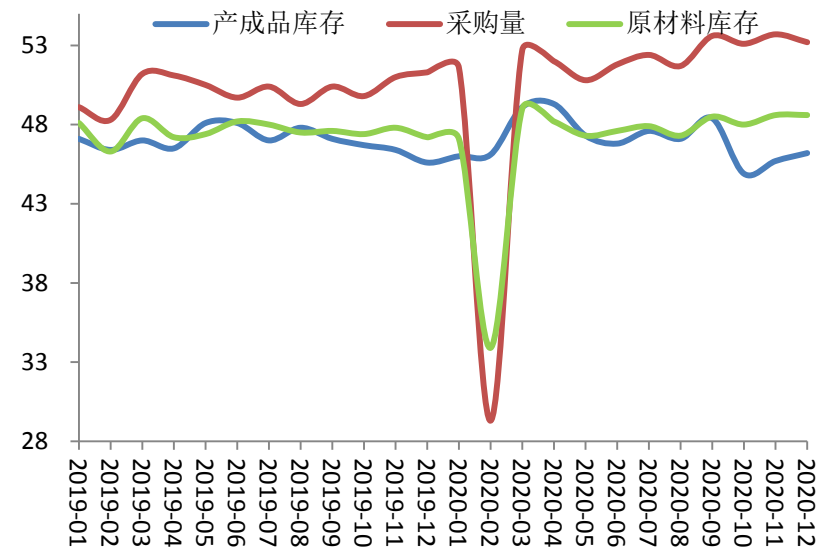


数据来源：wind，上海证券研究所

3.库存回升

12 月，原材料库存指数为 48.6%，持平上月。产成品库存指数为 46.2%，上升 0.5 个百分点。采购量指数为 53.2%，下降 0.5 个百分点。总体来看，；临近春节，企业采购需求下降，库存有所回升。

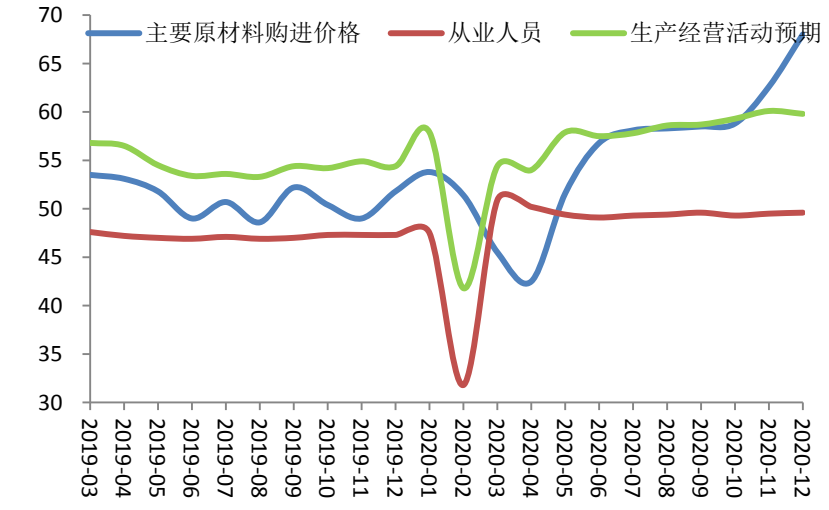
图 4：库存及采购量指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

市场需求好转，价格指数升至全年高点。本月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 68.0%和 58.9%，高于上月 5.4 和 2.4 个百分点，均为全年高点。从业人员指数为 49.6%，比上月微升 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有改善。供应商配送时间指数为 49.9%，比上月下降 0.2 个百分点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月有所放缓。

图 5：购进价格、从业人员及经营活动指数指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

PMI 高位回落，制造业稳步恢复

12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，比上月的最

高点回落 0.2 个百分点，连续 10 个月位于临界点以上，仍处于年内较高水平，制造业总体保持稳步恢复的良好势头。供需两端维持向好，生产指数和新订单指数分别为 54.2%和 53.6%，虽较上月回落 0.5 和 0.3 个百分点，但均为年内次高点，且两者差值继续缩小，制造业保持较好增势，产需关系更趋平衡。从行业情况看，在调查的 21 个行业中，分别有 18 个和 17 个行业的生产指数和新订单指数位于扩张区间，其中黑色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业两个指数均高于 56.0%，相比上月有不同程度上升，行业增长动能增强，生产活动加快。进出口景气度维持在扩张区间。新出口订单指数和进口指数分别为 51.3%和 50.4%，低于上月 0.2 和 0.5 个百分点，继续位于景气区间。出口企业生产经营活动预期指数连续 8 个月回升，达到全年高点，制造业出口企业信心不断增强。价格指数继续回升，创全年高点，随着近期大宗商品价格持续上涨，以及企业生产、采购活动加快，本月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 68.0%和 58.9%，高于上月 5.4 和 2.4 个百分点，均为全年高点。从行业情况看，石油加工煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业的两个价格指数均高于 70.0%，比上月显著上升。原材料价格快速上涨加大了企业成本压力，本月反映原材料成本高的企业占比为 49.4%，为近两年高点。

从企业类型来看，大、中型企业 PMI 继续保持在临界点以上。大、中型企业 PMI 均为 52.7%，继续运行在 52.0%及以上的景气区间；小型企业 PMI 为 48.8%，低于上月 1.3 个百分点，降至荣枯线以下。小型企业经营压力再现。本月小型企业中反映原材料成本、物流成本和劳动力成本高的比例分别较上月上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点，小型企业运营成本有所增加，盈利空间受到一定程度挤压。

从行业来看，高技术制造业持续领先。高技术制造业 PMI 始终高于制造业总体，本月为 55.8%，虽较上月回落 0.4 个百分点，但仍为年内次高点。其中，生产指数、新订单指数和从业人员指数分别为 59.3%、58.2%和 52.6%，高于制造业总体 5.1、4.6、3.0 个百分点，表明高技术制造业产需两旺，用工需求持续增长，对制造业总体复苏的带动较为显著。

非制造业方面同样有所回落，但仍位于高景气区间。12 月份，非制造业商务活动指数为 55.7%，低于上月 0.7 个百分点，仍保持在 55.0%以上的较高景气区间，非制造业延续稳步复苏势头。服务业商务活动指数为 54.8%，虽低于上月 0.9 个百分点，但仍位于全年较高运行水平。而建筑业仍然保持较快增长。建筑业商务活动指数为 6

0.7%，高于上月 0.2 个百分点。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 63.2%，较上月上升 6.6 个百分点，生产活动明显加快。从市场需求看，新订单指数为 55.8%，高于上月 1.8 个百分点，连续两个月回升，表明建筑业企业新签订的工程合同量继续增长，市场需求稳步扩张。

12 月份，综合 PMI 产出指数为 55.1%，低于上月 0.6 个百分点，连续 4 个月保持在 55.0%以上的较高景气区间，表明近期我国企业生产经营活动持续恢复向好。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.2%和 55.7%，均有所回落。

资本市场逐步回暖

海内外疫情不同的防控态势，改变了中国经济运行的格局：外需持续强劲为中国经济增添了新动力。“直达实体”的货币政策使得稳健货币政策基调下，金融领域的“宽信用”仍有望得到发展，货币边际收紧和宽信用发展将同步呈现。海外疫情第二波对资本市场的影响趋于弱化，美国大选尘埃落定；中国经济回暖延续和政策平稳的预期下，前期资本市场运行表现平稳中偏软的态势将改变，逐渐回暖将成趋势。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，而信用风险暴露导致债市调整较多，但随着事件平息，市场情绪的修复，流动性预期改善，债市走稳回升。

事件预测：趋势判断

经济延续向好态势

12 月 PMI 较 11 月的高点有所回落，各项指标均有所下降，但均处于高景气区间，圆满收官。而价格指数则创下新高，将有助于改善工业品的通缩，但原材料价格的上涨过快也加大了企业成本压力。疫情方面，部分地区疫情虽出现反复，但经济运行已基本恢复正常，尤其相较于海外疫情，国内疫情显然已处于可控状态。整体来看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，四季度延续好转态势，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。