2020 年 12 月 31 日

作　者：徐骥，CFA
邮　箱：research@fecr.com.cn

供需差继续收窄，原材料交货放缓
——2020 年 12 月官方 PMI 点评

相关研究报告：

1.《新出口订单重返扩张，制造业生产继续提速——2020 年 9 月官方 PMI 点评》，2020.9.30

2.《新出口订单继续升高，产成品库存大幅下降——2020 年 10 月官方 PMI 点评》，2020.11.2

3.《供需两升高，制造业扩张再提速——2020 年 11 月官方 PMI 点评》，2020.11.30

摘 要

12 月制造业 PMI 为 51.9%，比上月下降 0.2 个百分点，连续 10 个月扩张。虽然新订单指数和生产指数有所下降，但是两者仍是维持制造业扩张的主要动力。从供需差来看，生产指数和新订单指数之间的差值已从 4 月的 3.5 个百分点显著回落至 0.6 个百分点。此外，新出口订单连续 4 个月扩张，制造业原材料供应商交货时间在复工复产以后首次放缓。

综合来看，全球疫情持续蔓延扩散，虽然多款疫苗获批上市，但是新毒株的出现令多地防控措施收紧；中国制造业出口或继续受益于假日消费需求和海外产能替代。国内方面，多地散发疫情尚未显著影响防控大局，但已敲响警钟；支持中小银行发展专项债券已陆续发行，但剩余未发行金额较多；稳健的货币政策继续保持灵活精准、合理适度。

从企业规模来看，12 月，大、中型企业保持扩张，小型企业再现收缩。

PMI 出厂价格指数继续上涨，主要原材料购进价格指数涨幅较大，12 月工业生产者出厂价格环比大概率升高。

展望未来，疫苗的安全性、产能及运输便利性将迎来考验，如果疫苗的接种速度快于预期，且病毒变异也不会对疫苗的有效性产生实质影响，那么全球经济的强劲复苏将很快出现。**国际方面**，美国当选总统即将正式入主白宫，中欧投资协定谈判已宣布完成，中、美、欧的三角关系或面临重塑和考验。国内**财政政策方面**，2021 年积极的财政政策可能无法如 2020 年一般“更加积极”，财政赤字率或向 3%回归。国内**货币政策方面**，央行货币政策委员会第四季度例会强调，“引导企业和金融机构坚持‘风险中性’理念”，既不冒险、也不保守或是其潜在内涵。

国家统计局于 12 月 31 日公布了《2020 年 12 月中国采购经理指数运行情况》。公布数据显示，12 月制造业 PMI 为 51.9%，前值为 52.1%，制造业连续 10 个月保持扩张，扩张速度减弱。12 月，中国制造业 PMI 维持扩张，经济复苏保持韧性，体现了加快构建新发展格局的积极成效。非制造业（建筑业和服务业）商务活动指数为 55.7%，前值为 56.4%。其中，建筑业商务活动指数为 60.7%，比上月升高 0.2 个百分点，景气度继续提升；服务业商务活动指数为 54.8%，比上月下降 0.9 个百分点。

环比上月，12 月制造业 PMI 维持扩张，数值略有下降。全球疫情持续蔓延，但多款疫苗已获批上市，而新毒株的出现让疫情防控无法放松；美国当选总统似已“蓄势待发”，中美双边关系充满不确定性。在节日背景下，国内消费延续复苏，但是，在寒冬季节，国内多地疫情散发仍然给防疫工作敲响警钟。

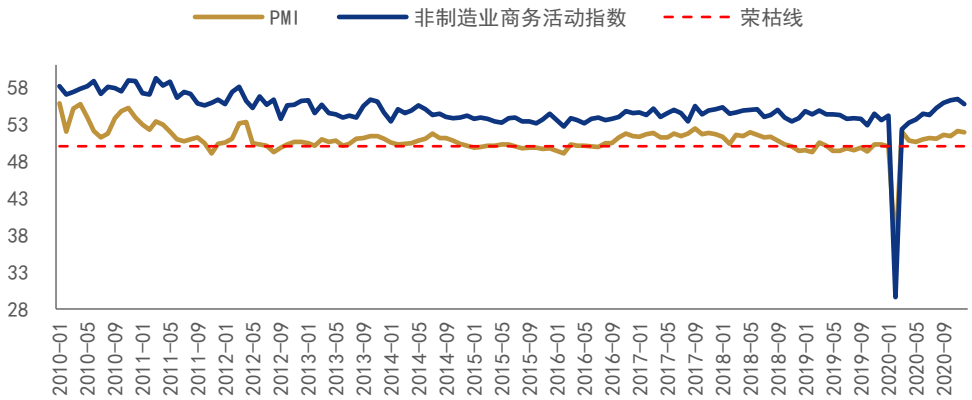


图 1：制造业 PMI 和非制造业商业活动指数（2010 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

一、主要分项指数情况

纳入制造业 PMI 计算的 5 个分项指数（见表 1）中，2 个向好，1 个持平，2 个变差；总体来看，虽然新订单和生产指数有所下降，但两者仍是支撑制造业 PMI 继续扩张的主要动力。12 月，全球新增病例屡屡攀升，部分国家升级封锁措施，疫苗短时间内难以量产接种，新毒株的出现让各国纷纷收紧防疫“篱笆”。截至 12 月 30 日，全球累计新冠肺炎确诊病例已超过 8000 万例。12 月，或受益于假日消费需求和海外产能替代，新出口订单指数继续扩张。国内，12 月地方政府支持中小银行发展专项债券陆续发行，货币政策继续保持稳健。

表1：制造业PMI分项指数变化情况

	PMI	新订单	生产	从业人员	供应商配送时间	原材料库存
权重	100%	30%	25%	20%	15%	10%
2020 年 11 月	52.1	53.9	54.7	49.5	50.1	48.6
2020 年 12 月	51.9	53.6	54.2	49.6	49.9	48.6
变化	-0.2	-0.3	-0.5	+0.1	+0.2	0.0
权重*变化	-0.2	-0.09	-0.125	+0.02	+0.03	0.0

注：四舍五入可能造成加总值有所偏差；供应商配送时间为逆指数。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

新订单指数为 53.6%，比上月下降 0.3 个百分点，连续 10 个月保持扩张状态。辽宁、北京等地的散发病例暂未对全国疫情防控造成显著影响，内、外需延续回暖势头。12 月新订单指数位于荣枯线以上意味着制造业整体市场需求较上月升高。新订单指数对经济的先行影响程度最大，权重占比为 30%。新订单指数位于临界点上方，表明中国制造业的需求状况环比改善。

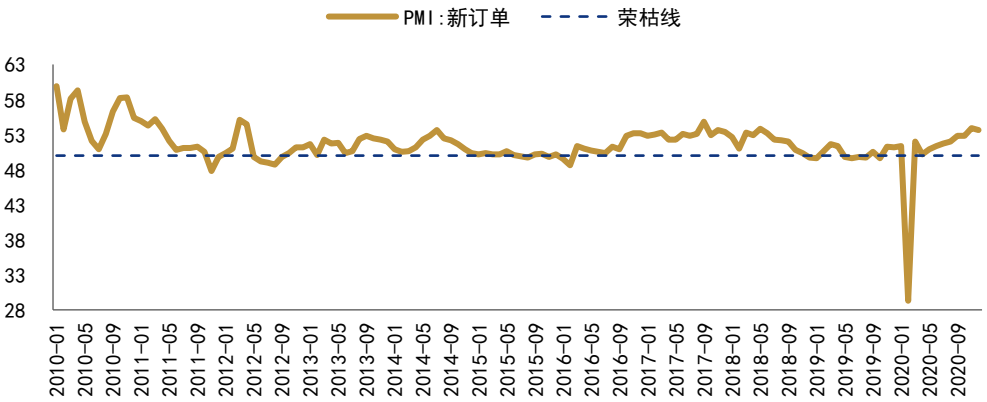


图 2：新订单指数（2010 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

外需方面，12 月**新出口订单指数为 51.3%**，比上月下降 0.2 个百分点，连续 4 个月扩张。境外疫情持续蔓延扩散，各国开始陆续批准疫苗上市，各方对全球经济复苏前景的信心继续提升。圣诞、元旦的假日消费需求继续助力中国制造业出口。

内需方面，用于支持化解地方中小银行风险的新增专项债券陆续发行；货币政策继续保持灵活精准、合理适度。

财政政策方面，12 月，地方政府债券发行金额约 1836 亿元；其中，新增债券约 580 亿元，含支持中小银行发展专项债券 506 亿元。从发行金额来看，原定的 2000 亿元拟用于支持化解地方中小银行风险专项债务限额还有将近 1500 亿元未发行，剩余金额较多。

货币政策方面，12 月，贷款市场报价利率（LPR）连续第 8 个月保持不变，但货币政策并非无所作为。12 月（截至 30 日），央行净投放 1 年期 MLF3500 亿元，连续 5 个月实现 MLF 净投放。这体现了货币政策的“合理适度”。同时，12 月 21 日召开的国务院常务会议，决定延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划。这体现了货币政策的“灵活精准”。

国内消费方面，12 月公布的 11 月社会消费品零售总额同比增速继续提升，消费需求持续恢复。商务部表示，在今年底明年初，将开展一系列促消费工作，着力推动扩大包括汽车在内的重点商品的消费。

生产指数为 54.2%，比上月下降 0.5 个百分点，连续 10 个月扩张。生产指数对经济的先行影响程度仅次于新订单指数，权重为 25%，生产指数位于荣枯线以上表明制造业生产活动加快，企业生产的产品数量环比增加。

在五大分项指数中，生产指数的数值仍是最高，这表明制造业生产端情况良好。和先行程度更高、更体现需求情况的新订单指数相比，12 月生产指数要比前者高出 0.6 个百分点，两者的差值从 4 月的 3.5 个百分点已显著回落。这表明，在生产端率先恢复之后，需求端也在逐渐迎头赶上，并缩小差距。

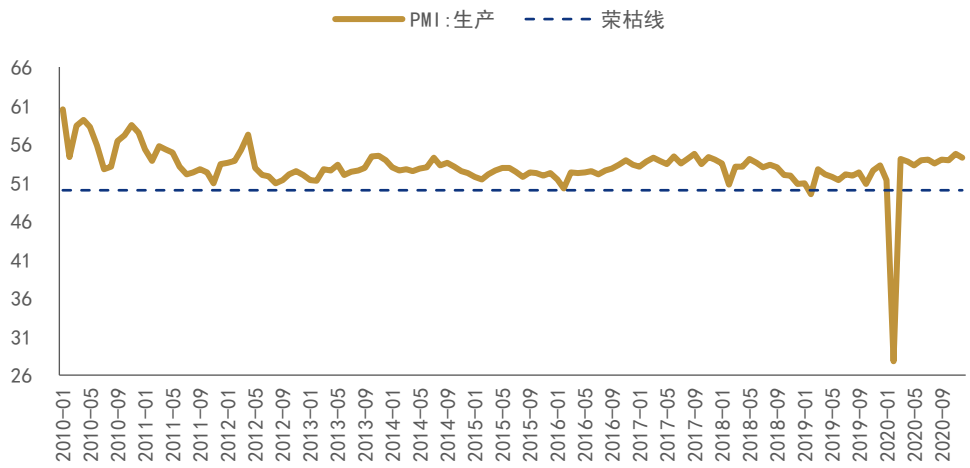


图 3：生产指数（2010 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从业人员指数为 49.6%，较上月升高 0.1 个百分点，连续 8 个月收缩。长期来看，制造业从业人员指数在 2012 年以后的绝大部分时间里都位于荣枯线之下。12 月，**非制造业 PMI 从业人员指数**为 48.7%，比上月下降 0.2 个百分点，连续 28 个月处于收缩状态。制造业和非制造业从业人员指数的持续收缩，表明就业情况依然严峻。

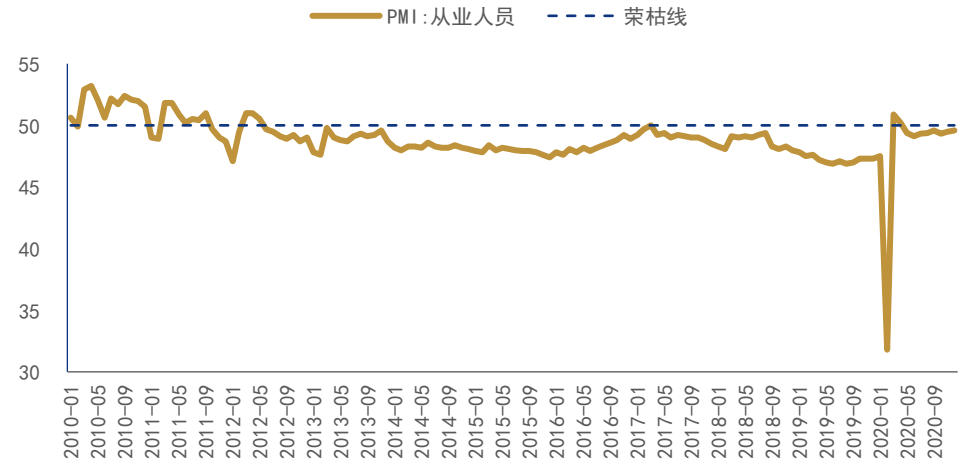


图 4：制造业从业人员指数（2010 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

11 月，城镇调查失业率为 5.2%，比 10 月下降 0.1 个百分点，已连续 4 个月下降。1-11 月，城镇新增就业人数 1099 万，比上年同期下降 14.07%，降幅连续 5 个月收窄。11 月，31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%。在就业人数好转的同时，就业人员平均工作时间也稳中有升。

供应商配送时间指数为逆指数，12 月供应商配送时间指数为 49.9%，比上月下降 0.2 个百分点。供应商配送时间指数位于荣枯线以下表明整体来看制造业的原材料供应商交货时间较上月有所放缓。这一分项指数为逆指数，一般来看，供应商配送放缓意味着经济活跃度有所提升。这是复工复产以后，原材料供应商交货时间首次放缓。

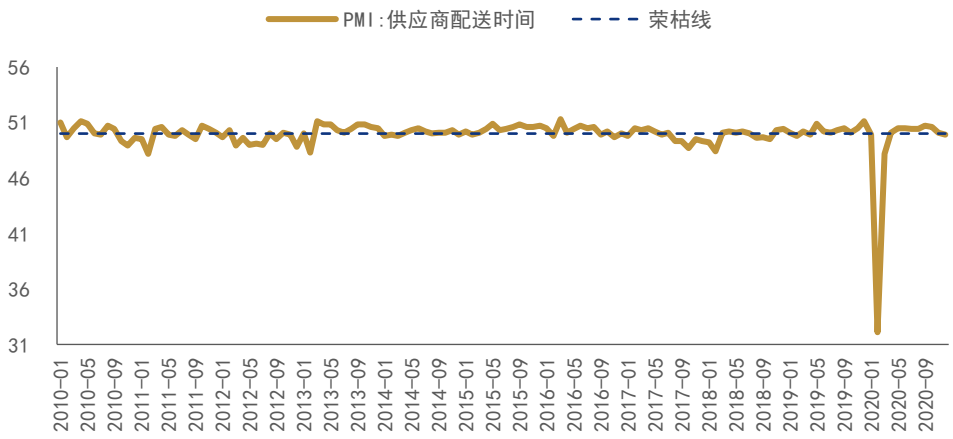


图 5：供应商配送时间指数（2010 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

原材料库存指数为 48.6%，和上月持平，仍位于荣枯线之下。原材料库存指数对经济的先行影响程度最低，权重仅为 10%。此外，**产成品库存指数**为 46.2%，比上月升高 0.5 个百分点，但仍继续收缩。在生产指数连续 10 个月扩张的情况下，产成品库存整体下降或表明企业生产的产品需求良好。在两节期间，产成品库存提升空间有限。

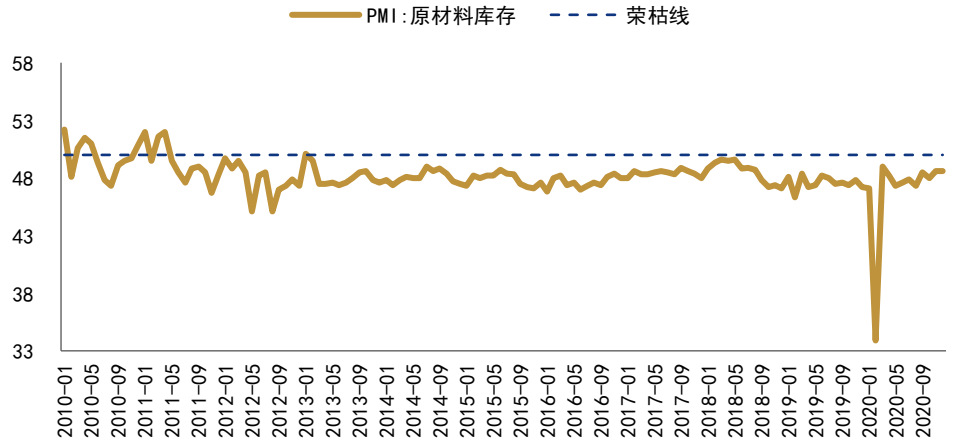


图 6：原材料库存指数（2010 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

12 月，美国和欧元区制造业继续扩张复苏，日本制造业的收缩状态有所改善。**12 月，美国 Markit 制造业 PMI 初值为 56.5%，比上月终值下降 0.2 个百分点，连续 6 个月保持扩张。**就业方面，美国 11 月非农就业人数增长 24.5 万，低于预期值，且数值连续第 5 个月下滑；美国 11 月失业率为 6.7%，较 10 月下降 0.2 个百分点，已连续 7 个月下降。通货膨胀方面，美国 11 月 CPI 同比上涨 1.2%，前值为 1.2%；其中核心 CPI 同比上涨 1.6%，前值为 1.6%。持续恶化蔓延的新冠疫情拖累了美国经济数据的改善幅度。**欧元区制造业 PMI 初值为 55.5%，较上月终值升高 1.7 个百分点，连续 6 个月扩张，扩张速度提升。**在等待疫苗接种为经济复苏提供支撑的同时，欧洲央行又推出更多刺激措施，包括将大流行病紧急资产收购计划(PEPP)的整体规模增加 5,000 亿欧元。**日本制造业 PMI 初值为 49.7%，**

较上月终值升高 0.7 个百分点，仍处于收缩区间。这已是日本制造业连续第 20 个月收缩。12 月，为应对国内新增病例数的升高和变异新冠病毒的出现，日本政府决定从 12 月 28 日起至 2021 年 1 月底暂停批准外国人入境。

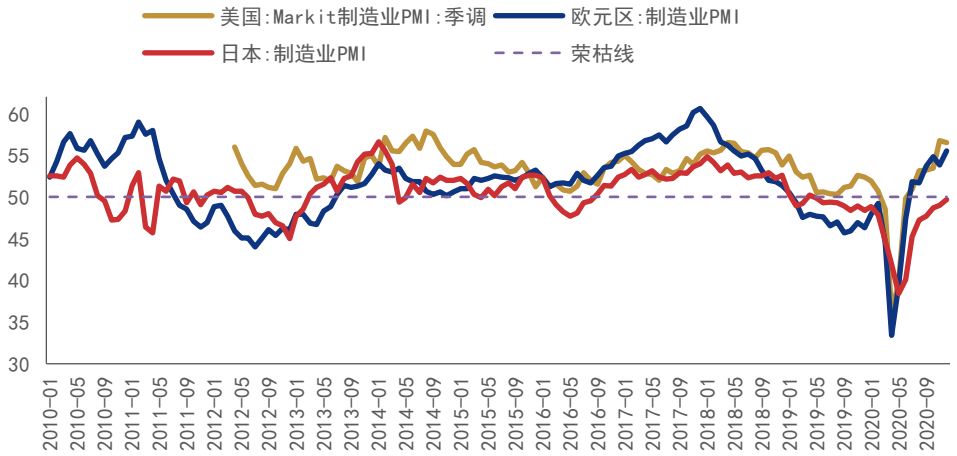


图 7：美、欧、日制造业 PMI 指数（2010 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、大型企业持续扩张，中、小企业走势分化

按大、中、小型企业的分类来看，**大、中型企业维持扩张，小型企业重现收缩。**具体来看，大型企业 PMI 数值为 52.7%，较上月下降 0.3 个百分点，已连续 10 个月扩张。中型企业 PMI 数值为 52.7%，较上月升高 0.7 个百分点，连续 7 个月扩张；小型企业 PMI 数值为 58.8%，比上月下降 1.3 个百分点，重现收缩。

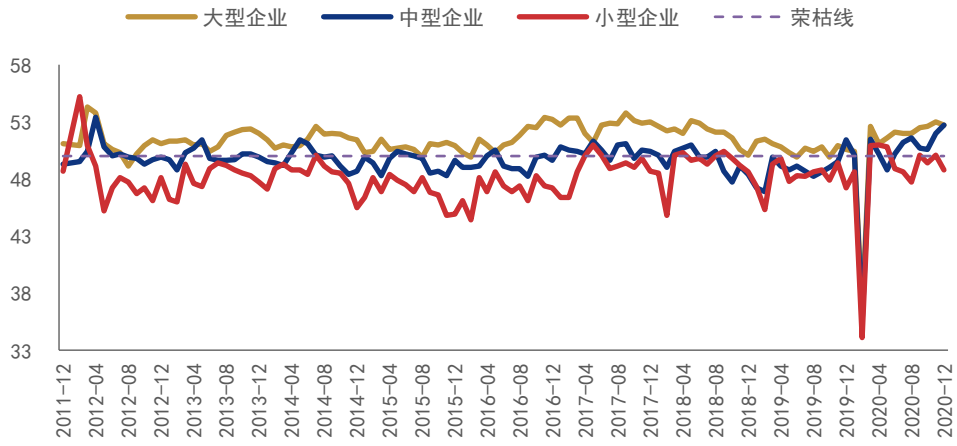


图 8：大、中、小型企业制造业 PMI（2011 年 12 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

政策方面，12 月，财政部、工业和信息化部联合印发了《政府采购促进中小企业发展暂行办法》（财库〔2011〕181 号），“要求主管预算单位要组织评估本部门及所属单位政府采购项目，对适宜由中小企业提供的，预留采购份额专门面向中小企业采购”。其中，小额采购项目原则上全部预留给中小企业。

三、工业生产者出厂价格环比大概率继续走高

12 月 PMI 出厂价格指数为 58.9%，比上月升高 2.4 个百分点，连续 7 个月高于临界点，这表明制造业企业生产的主要产品的出厂价格较上月有所升高。11 月工业生产者出厂价格环比升高 0.5%，符合我们的预计。由于 PMI 出厂价格指数和 PPI 环比有较高的相关性，远东资信预计 2020 年 12 月的工业生产者出厂价格环比大概率继续走高。

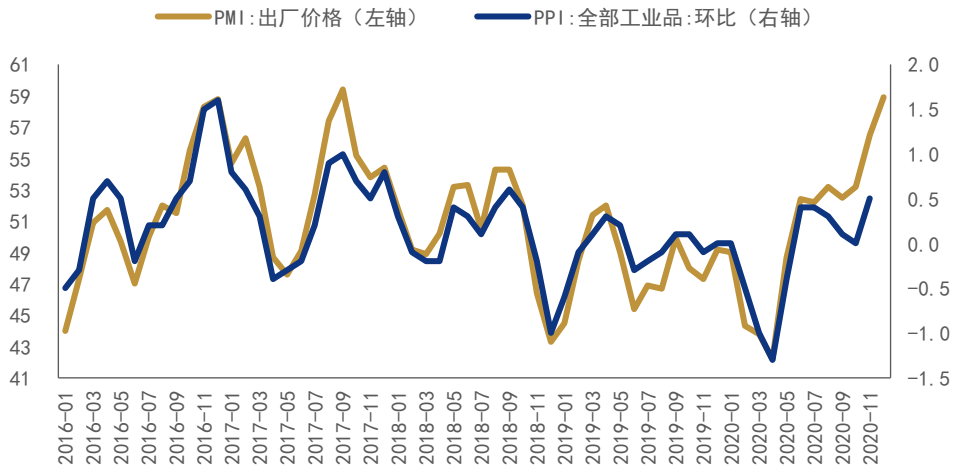


图 9：出厂价格指数和 PPI（2016 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

PMI 主要原材料购进价格指数为 68.0%，比上月大幅升高 5.4 百分点，连续 8 个月扩张，这表明制造业企业的主要原材料的平均购进价格较上月升高。11 月工业生产者购进价格环比升高 0.7%，连续 6 个月保持上涨，符合我们的预计。由于 PMI 主要原材料购进价格指数和工业生产者购进价格指数（PPIRM）环比有较高的相关性，远东资信预计 2020 年 12 月的工业生产者购进价格环比大概率继续升高。

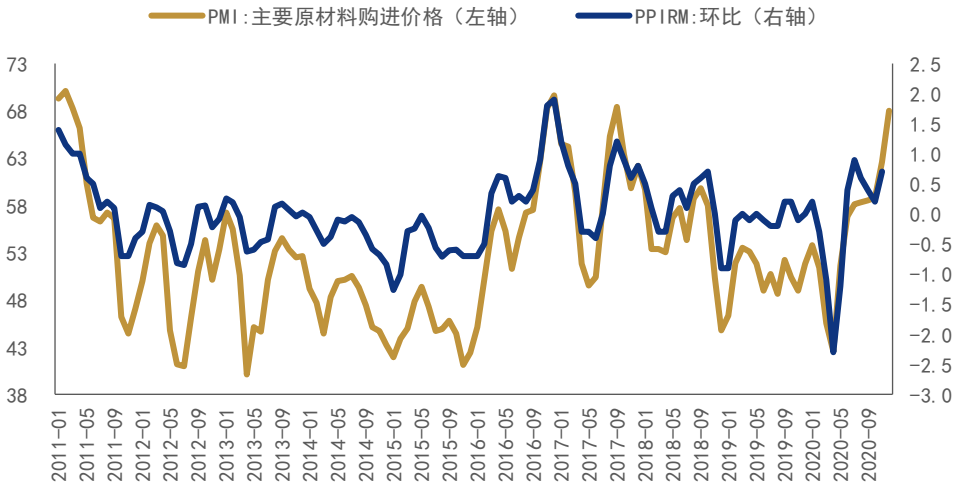


图 10：主要原材料购进价格指数和 PPIRM（2011 年 1 月至 2020 年 12 月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

四、展望

下一阶段，随着更多疫苗在全球各地的批准使用，疫苗的安全性、产能及运输便利性也将迎来考验。如果疫苗的接种速度快于预期，且病毒变异也不会对疫苗的有效性产生实质影响，那么全球经济将很快迎来强劲复苏。经济合作与发展组织（OECD）预计 2021 年全球经济将成长 4.2%，并表示，在中国复苏的带领下到 2021 年底全球总产值将回到疫情前的水平。不过，在实现群体免疫之前，近期北京、辽宁等地出现的散发病例和局部聚集性疫情表明，在严寒之下，中国国内疫情防控仍然不可放松丝毫。

国际方面，美国当选总统将在 1 月迎来正式权利交接，在新政府组建之后，中美关系未来走势或将初现端倪。在经贸方面，根据媒体报道，2020 年 1-11 月，中国进口的美国商品刚超过承诺的首年购买金额的一半，购买金额和承诺金额相差较大。12 月 30 日，中欧领导人共同宣布完成中欧投资协定谈判，下一步双方将开展文本的法律审核、翻译等技术工作。未来，中、美、欧之间的三角关系或面临重塑以及全新挑战。

国内方面，中央经济工作会议指出，明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

财政政策方面，相比于 2020 年，积极的财政政策可能不会“更加积极”。2021 年，财政赤字率或将回归到 3%左右，地方政府债务新增规模或面临缩减。截至 2020 年 12 月 30 日，国务院还未提前下达新增债务限额，这和过去几年提前下达新增债务限额的情况形成对比。此外，有市场人士开始关注财政存款“淤积”问题，未来提高财政资金使用效率或是工作重心之一。

货币政策方面，央行货币政策委员会 2020 年第四季度例会指出，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，把握好政策时度效，保持对经济恢复的必要支持力度”。根据国内外形势发展变化而“相机抉择”或是央行货币政策的内涵之一。同时，第四季度例会还强调，“引导企业和金融机构坚持‘风险中性’理念”。我们认为，所谓“风险中性”，是指既不冒险、也不保守。

【作者简介】

徐 骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司 网址： www.sfecr.com

北京总部
地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
电话：010-57277666

上海总部
地址：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。