宏观研究

原材料购进价格明显上涨

——12 月 PMI 点评

宏观数据点评 | 2021 年 1 月 4 日

报告摘要：

- **12月制造业PMI环比回落0.2**

12 月制造业 PMI 为 51.9%，比上月回落 0.2 个百分点，连续 10 个月位于临界点以上。其中变化量较大的是 PMI 原材料购进价格和 PMI 出厂价格，环比分别上涨 5.4 和 2.4，反映出年底大宗商品价格大幅抬升的事实。以煤炭为例，工业生产快速反弹、气候寒冷导致居民用电量增加、环保、进口减少等因素均导致煤价明显抬升。

- **12月生产需求双双恢复，需求恢复快于生产恢复**

12 月 PMI 生产为 54.2，环比下降 0.5； PMI 新订单为 53.6，环比下降 0.3，反映需求端的新订单与反映供给端的生产差值进一步缩小。可以看到，今年 4 月以来，PMI 生产一直高于 PMI 新订单，但随着需求逐渐恢复，二者差值逐渐缩小，产出缺口收窄，对应着 5 月以来货币政策逐渐退出宽松的过程。

- **制造业企业主动补库存**

12 月 PMI 产成品库存为 46.2，环比上升 0.5； PMI 原材料库存为 48.6，环比持平。10 月由于需求旺盛，企业出现被动去库存，产成品库存一度大幅回落，跌至今年最低水平。11 月和 12 月制造业企业库存有所回补，出现主动补库存现象。但当前来看产成品库存仍处于较低位置，与原材料库存有较大差距，预计未来企业仍有补库存的动力。

- **出口继续强劲反弹**

12 月 PMI 新出口订单为 51.3，环比下降 0.2； PMI 进口为 50.4，环比下降 0.5。出口的表现继续好于进口。得益于较为成功的防疫政策，中国供应链优势得以凸显，5 月以来中国占全球出口份额不断提升。考虑到外贸乘数的作用，出口对制造业能产生较大提振，制造业向好又能带动更多就业，最终对消费起到拉动作用。出口超预期是近几个月中国经济快速反弹重要原因之一。尽管 PMI 进口不及 PMI 出口，但 PMI 进口已保持连续三个月处于荣枯水平之上，预示着内需正逐步发力。

- **原材料价格上涨或冲击制造业企业利润**

12 月 PMI 出厂价格为 58.9，环比上升 2.4； PMI 原材料购进价格为 68.0，环比上涨 5.4。可以说通过价格端是 12 月制造业 PMI 分项变动最大的项目。有两方面原因，一方面是因为 12 月以原油为代表的国际大宗商品价格明显暴涨，导致原材料涨价；另一方面是 12 月由于需求端拉动，供过于求的状态有所缓解，产成品价格也有所上涨。未来来看，随着欧美疫苗的推出，海外疫情有望得到缓解，全球经济或继续反弹，2021 年油价中枢可能上行至 60 美元/桶，PPI 有望快速反弹，利好周期股。

- **风险提示**

疫苗普及不及预期，社融增速下降超预期，出口份额大幅下降等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016

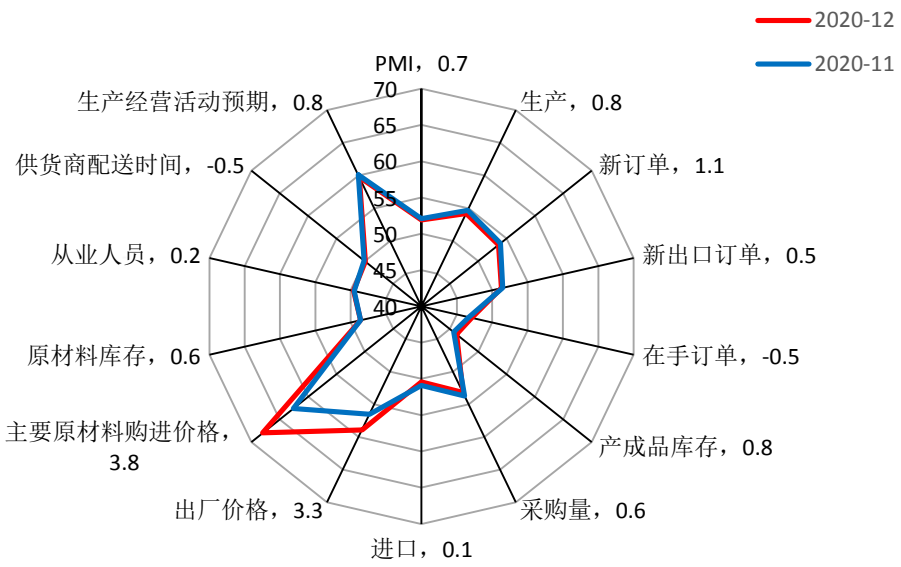
电话： 010-85127665

邮箱： guyangkai@mszq.com

一、12 月制造业 PMI 环比回落 0.2

12 月制造业 PMI 环比回落 0.2。12 月制造业 PMI 为 51.9%，比上月回落 0.2 个百分点，连续 10 个月位于临界点以上。其中变化量较大的是 PMI 原材料购进价格和 PMI 出厂价格，环比分别上涨 5.4 和 2.4，反映出年底大宗商品价格大幅抬升的事实。以煤炭为例，工业生产快速反弹、气候寒冷导致居民用电量增加、环保、进口减少等因素均导致煤价明显抬升。

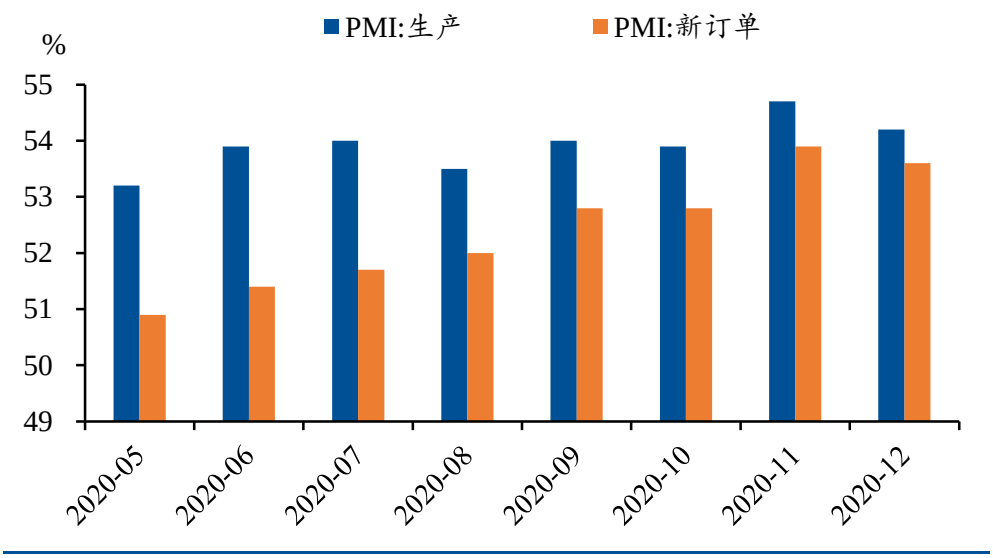
图 1：12 月制造业 PMI 仍处于扩张区间



资料来源：Wind，民生证券研究院

12 月生产需求双双恢复，需求恢复快于生产恢复。12 月 PMI 生产为 54.2，环比下降 0.5； PMI 新订单为 53.6，环比下降 0.3，反映需求端的新订单与反映供给端的生产差值进一步缩小。可以看到，今年 4 月以来，PMI 生产一直高于 PMI 新订单，但随着需求逐渐恢复，二者差值逐渐缩小，产出缺口收窄，对应着 5 月以来货币政策逐渐退出宽松的过程。

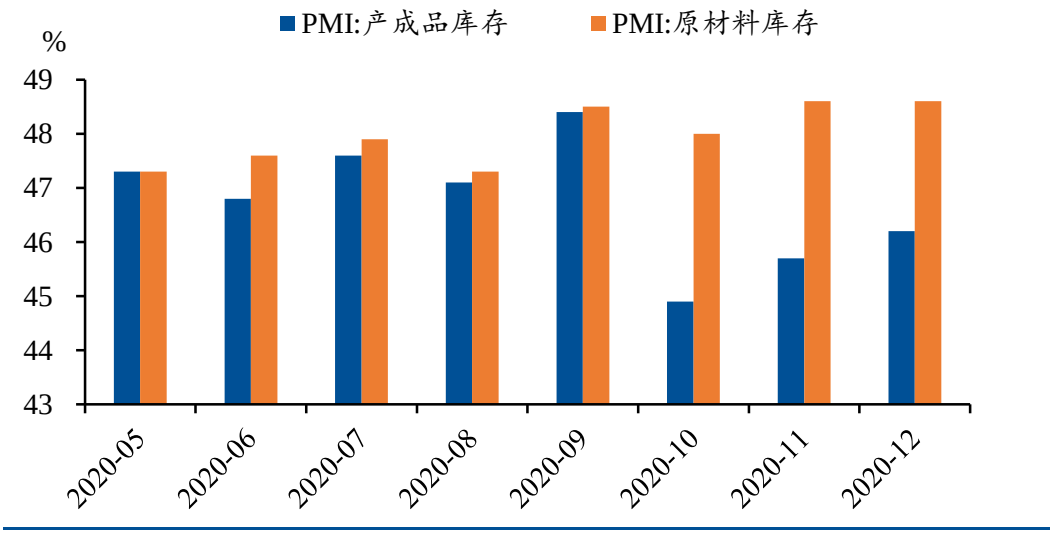
图 2：需求逐渐恢复，产出缺口收窄



资料来源：Wind，民生证券研究院

制造业企业主动补库存。12 月 PMI 产成品库存为 46.2，环比上升 0.5；PMI 原材料库存为 48.6，环比持平。10 月由于需求旺盛，企业出现被动去库存，产成品库存一度大幅回落，跌至今年最低水平。11 月和 12 月制造业企业库存有所回补，出现主动补库存现象。但当前来看产成品库存仍处于较低位置，与原材料库存有较大差距，预计未来企业仍有补库存的动力。

图 3：PMI 产成品库存仍有回补空间

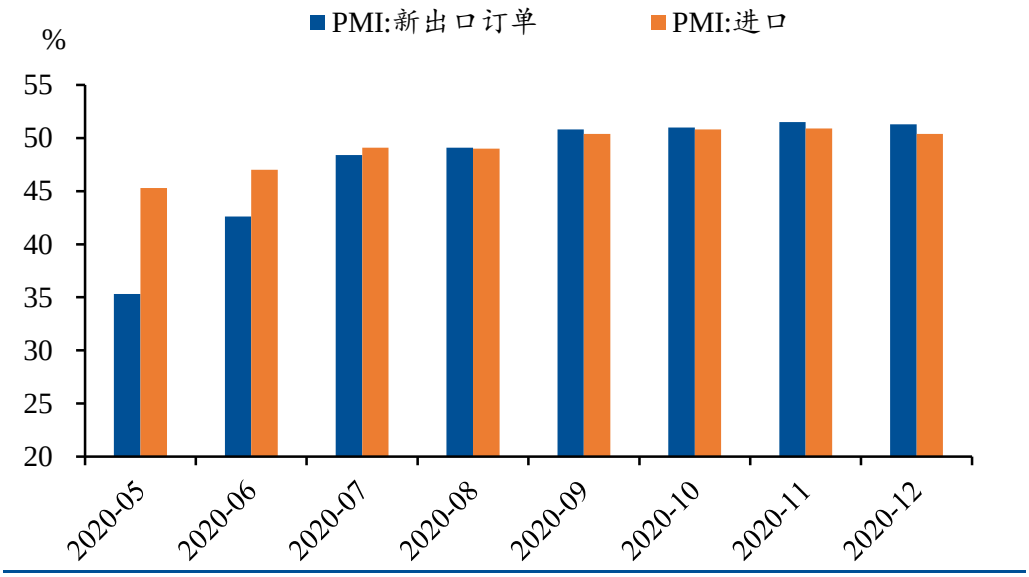


资料来源：Wind，民生证券研究院

出口继续强劲反弹。12 月 PMI 新出口订单为 51.3，环比下降 0.2；PMI 进口为 50.4，环比下降 0.5。出口的表现继续好于进口。得益于较为成功的防疫政策，中国供应链优势得以凸显，5 月以来中国占全球出口份额不断提升。考虑到外贸乘数的作用，出口对制造业能产生较大提振，制造业向好又能带动更多就业，最终对消费起到拉动作用。出口超预

期是近几个月中国经济快速反弹重要原因之一。尽管 PMI 进口不及 PMI 出口，但 PMI 进口已保持连续三个月处于荣枯水平之上，预示着内需正逐步发力。

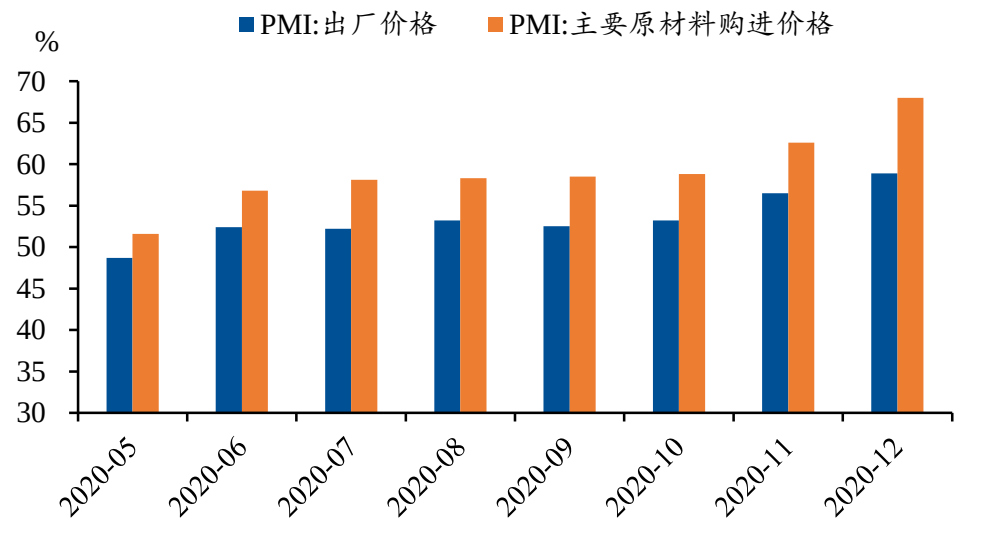
图 4:出口继续反弹



资料来源：Wind，民生证券研究院

原材料价格上涨或冲击制造业企业利润。12 月 PMI 出厂价格为 58.9，环比上升 2.4；PMI 原材料购进价格为 68.0，环比上涨 5.4。可以说通过价格端是 12 月制造业 PMI 分项变动最大的项目。有两方面原因，一方面是因为 12 月以原油为代表的国际大宗商品价格明显暴涨，导致原材料涨价；另一方面是 12 月由于需求端拉动，供过于求的状态有所缓解，产成品价格也有所上涨。未来来看，随着欧美疫苗的推出，海外疫情有望得到缓解，全球经济或继续反弹，2021 年油价中枢可能上行至 60 美元/桶，PPI 有望快速反弹，利好周期股。

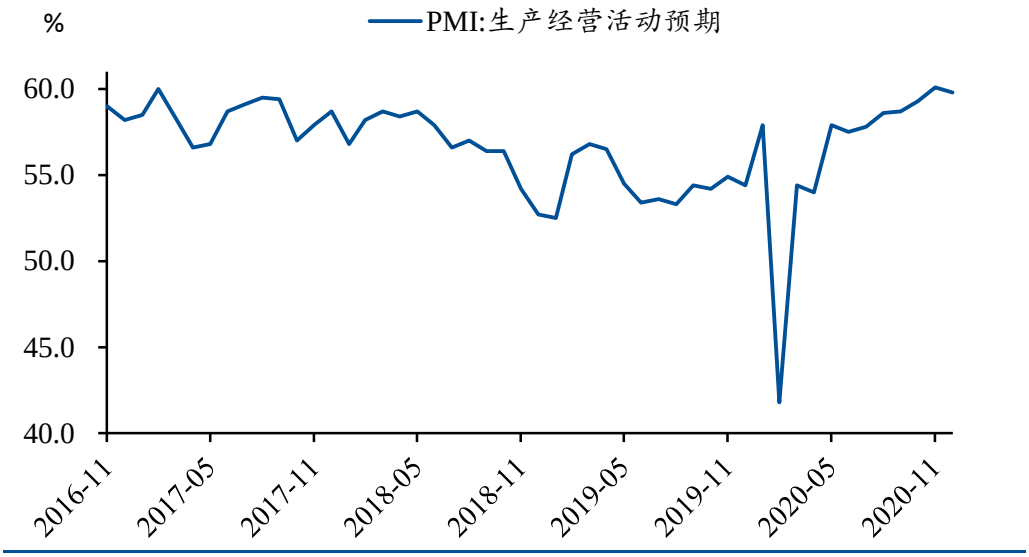
图 5:原材料价格明显上涨



资料来源：Wind，民生证券研究院

经济扩张力度处于近几年较高水平。PMI 生产经营活动预期体现了制造业企业对未来 3 个月内生产经营活动整体水平预计，12 月该指数为 59.8，环比下降 0.3，该指数处于历史较高水平，反映出经济持续向好，制造业企业对未来信心较为充足。预计未来制造业投资增速和制造业中长期贷款均能保持较好势头。

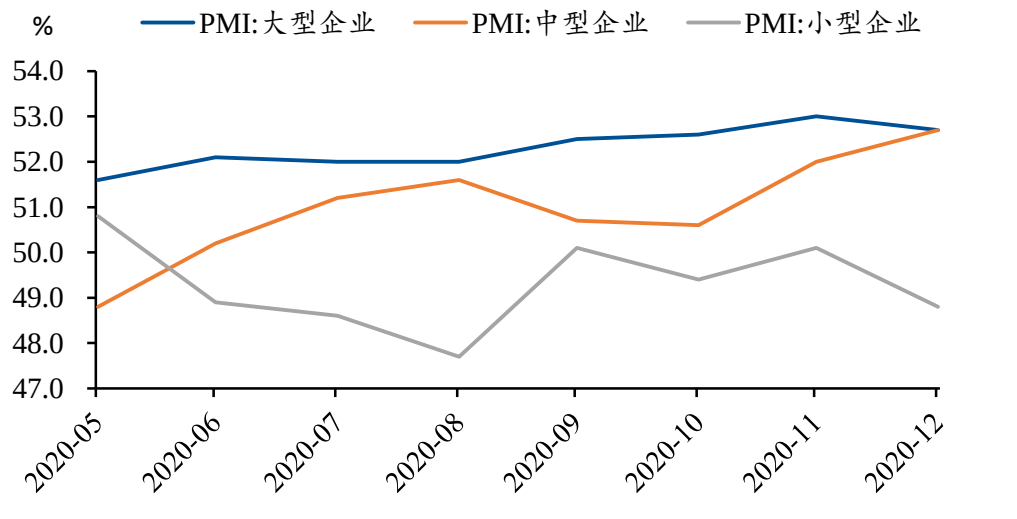
图 6:经济景气度处于近几年较高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

制造业企业龙头效应仍然凸显。12 月，PMI 大型企业为 52.7，环比下降 0.3；PMI 中型企业为 52.7，环比上升 0.7；PMI 小型企业为 48.8，环比下降 1.3。可以看出，从绝对值来看，大型企业 PMI 继续维持较高水平，中型企业景气度有所回升，但小型企业景气度依旧低迷。

图 7:PMI 中型企业明显扩张

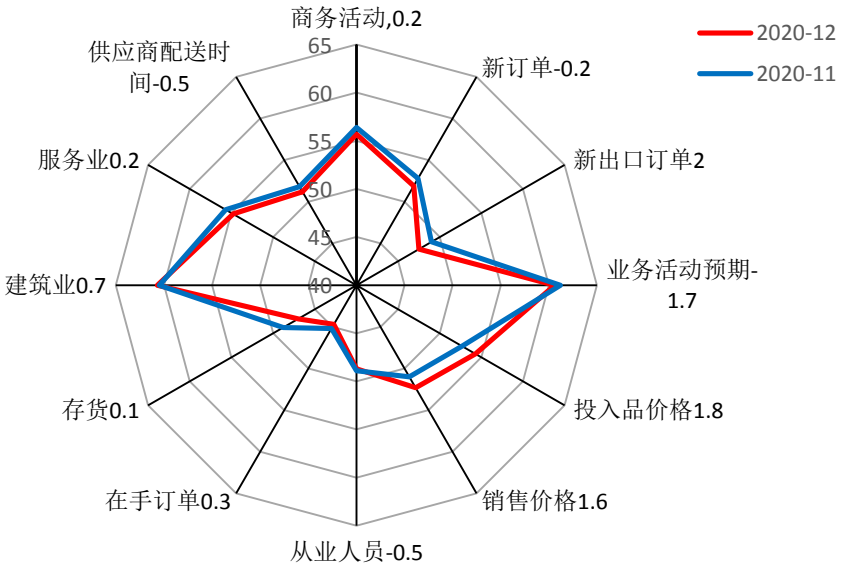


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、非制造业 PMI 有升有降。

非制造业 PMI 有所上升。12 月非制造业 PMI 总体有降有升，其中价格端上升最为明显，非制造业 PMI 投入品价格和非制造业 PMI 销售价格分别上升 1.6 和 1.3，反映出国内需求回升和海外原材料价格上涨双重作用下的涨价效应，预计这会带动核心 CPI 环比上升。11 月非制造业 PMI 业务活动预期为 60.6，环比下降 0.6，但仍处于历史较高水平，反映出非制造业经营向好的态势。非制造业中，服务业 PMI 环比下降 0.9，建筑业 PIM 环比上升 0.2，反映但均处于历史较高水平。

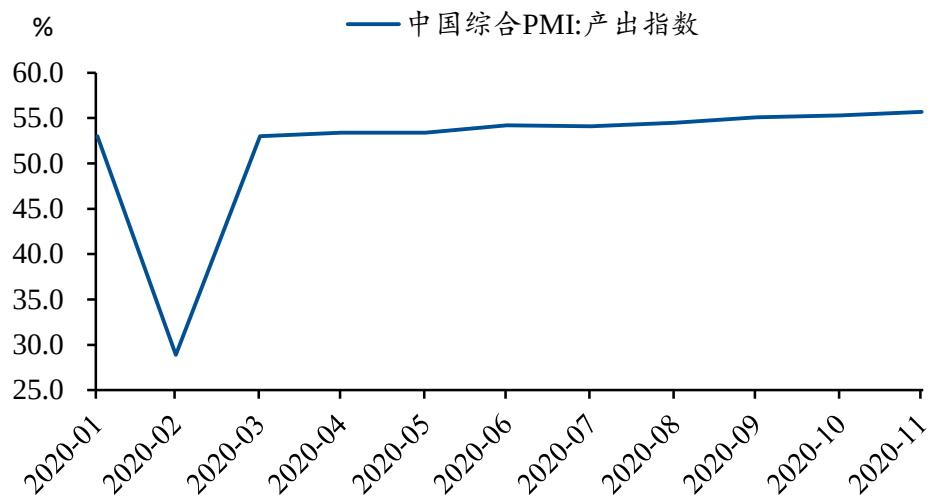
图 8：12 月非制造业 PMI 各分项



资料来源：Wind，民生证券研究院

PMI 生产经营活动预期恢复至历史较高水平。12 月 PMI 综合产出指数为 55.1，环比下降 0.6，仍处于较高水平。说明当前经济势头较好，无论是制造业还是非制造业均处于强劲扩张阶段，经济增速恢复至潜在产出之上，预计四季度实际 GDP 增速有望维持在 6.5%之上，明年全年有望实现两位数增长。

图 9:综合 PMI 产出指数攀升至历史高位，经济持续向好

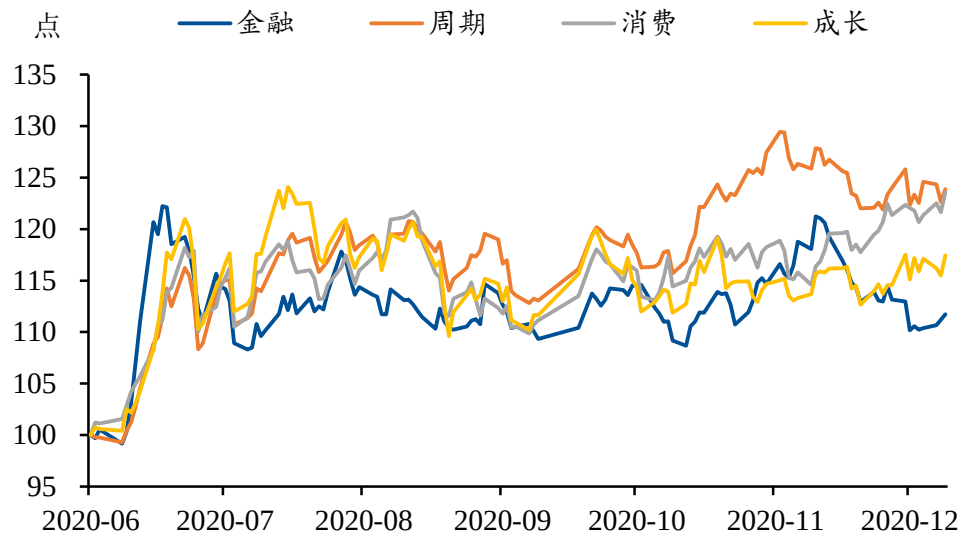


资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：经济继续扩张，春节躁动有望开启

经济继续扩张，春季躁动有望开启。2-4 月期间，由于疫情导致的经济封锁，中国经济处于萧条阶段，经济下行，货币政策宽松，此阶段消费股涨势最好，其次是成长股，利率债由于货币宽松也明显上涨。5-10 月期间，由于防疫取得良好效果，叠加出口超预期和社融放量，经济持续复苏，固定资产投资和工业增加值快速恢复。此阶段成长股表现最好，消费和周期次之。但利率债走熊，人民币升值。未来来看，随着疫苗推出，海外疫情有望得到初步控制，叠加报复性消费和报复性投资可能到来，经济有望维持强劲复苏，春季躁动有望开启，股市走牛。

图 10:消费和成长发力，春季躁动有望开启



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、风险提示

疫苗普及不及预期，社融增速下降超预期，出口份额大幅下降等。

插图目录

图 1: 12 月制造业 PMI 仍处于扩张区间.....2
图 2: 需求逐渐恢复，产出缺口收窄.....3
图 3: PMI 产成品库存仍有回补空间.....3
图 4:出口继续反弹.....4
图 5:原材料价格明显上涨.....4
图 6:经济景气度处于近几年较高水平.....5
图 7:PMI 中型企业明显扩张.....5
图 8: 12 月非制造业 PMI 各分项.....6
图 9:综合 PMI 产出指数攀升至历史高位，经济持续向好.....7
图 10:消费和成长发力，春季躁动有望开启.....8

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

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。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。