财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

制造业供需平衡性增强

——2020 年 12 月 PMI 数据的点评

宏观点评

投资要点：

- 受季节性因素和拉闸限电等因素扰动，12 月 PMI 回落 0.2 个百分点至 51.9%，但国内需求修复加快、新旧动能转换提速以及海外供需缺口仍在多重因素作用下，制造业 PMI 连续 10 个月高于临界值，制造业稳步复苏势头进一步巩固。展望未来几个月，国内经济修复动能将切换至消费端，加之国内政策显效加快，预计在消费、出口共振复苏带动下，未来制造业 PMI 将继续处于上升周期，在 51%上下波动。
- **季节性因素和拉闸限电等因素扰动下，制造业供需指标略有回落，但供需缺口进一步收窄，经济修复的平衡性有所增强；小型企业是制造业 PMI 的主要拖累项。**

  一、生产扩张斜率放缓，需求延续回暖态势，供需循环持续改善，出口订单连续 4 个月增加。在气候转冷和部分地区拉闸限电的共同作用下，12 月生产指数较上月回落 0.5 个百分点至 54.2%，但仍为年内次高点。随着国内经济恢复面的不断扩大和出口需求的持续增长，新订单指数虽较上月回落 0.3 个百分点至 53.6%，但仍高于 2012-2019 年历史同期均值 2.2 个百分点，需求延续回暖态势。其中，出口订单回落 0.2 个百分点 51.3%，出口订单继续支撑制造业需求回暖，但海外二次疫情将制约出口订单回升幅度。同时 12 月“生产和新订单指数差”较上月收窄 0.2 个百分点至 0.6%，供需缺口持续收窄，经济修复平衡性增强。

  二、小型企业 PMI 再次低于临界值，是制造业 PMI 的主要拖累项。从企业类型看，12 月大、中、小型企业 PMI 分别为 52.7%、52.7%、48.8%。其中，小型企业 PMI 环比下降 1.3 个百分点，再次低于临界值，是制造业 PMI 的主要拖累项。
- **工业企业进入主动补库存周期。**12 月原材料库存和产成品库存指数分别持平于上月和较上月提高 0.5 个百分点，企业大概率进入主动补库存周期：一是随着近期大宗商品普遍上涨，上游企业囤购原材料的意愿增强；二是需求持续回暖下，企业备货销售的意愿提升，下游产成品库存有所提高。
- **预计 12 月 PPI 增长-0.4%左右。**受国际大宗商品价格普遍上涨和国内需求加快修复影响，12 月原材料购进价格指数和出厂价格指数同时提高，均创年内新高点。但前者高于后者较多，预示着中小游企业成本压力有所增加。原材料购进价格指数大幅提高，预示 12 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度有望继续收窄，预计 12 月 PPI 同比增长-0.4%左右，全年约增长-1.8%。
- **服务业复苏步伐放缓，建筑业扩张加快，非制造业景气度有所回落。**受多地疫情出现反复影响，12 月服务业 PMI 指数较上月回落 0.9 个百分点至 54.8%，但仍高于 2019 年平均水平 1.7 个百分点，服务业扩张步伐放缓，但仍在稳步修复途中。受益于基建项目施工加快，12 月建筑业指数较上月提高 0.2 个百分点至 60.7%，建筑业扩张进一步加快，同时建筑业新订单指数和业务预期指数均提高较多，前期使用偏慢的财政资金有望支撑基建投资保持较快增长，短期建筑业 PMI 大概率继续高位运行。

财信研究院
宏观团队

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、季节性因素和拉闸限电扰动，PMI 略有回落 3
二、生产扩张斜率放缓，需求延续回暖态势，供需循环持续改善，企业进入主动补库存周期，预计 12 月 PPI 约增长-0.4% 3
（一）从供给指标看，制造业生产扩张斜率放缓 3
（二）从需求指标看，制造业需求延续回暖态势 4
（三）从供需指标看，两者差值逐月收窄，制造业内生动能增强 4
（四）从周期指标看，企业步入主动补库存周期 5
（五）从价格指标看，预计 12 月 PPI 约增长-0.4% 5
三、小型企业是制造业 PMI 的主要拖累项 5
四、服务业复苏放缓，建筑业扩张加快，非制造业景气度有所回落 6

正文：

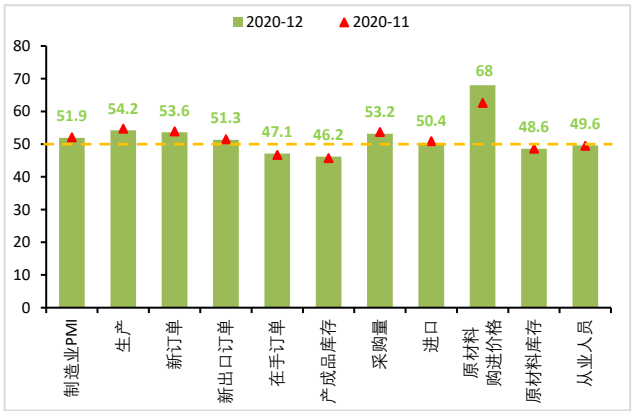
事件：2020 年 12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，较上月回落 0.2 个百分点；中国非制造业商务活动指数为 55.7%，较上月下降 0.7 个百分点；综合 PMI 产出指数为 55.1%，较上月回落 0.6 个百分点。

一、季节性因素和拉闸限电扰动，PMI 略有回落

12 月 PMI 为 51.9%，虽较上月回落 0.2 个百分点，但连续 10 个月高于临界值，制造业稳步复苏态势继续巩固（见图 1）。原因有四：一是季节性因素和部分地区拉闸限电造成 PMI 出现小幅波动，如 2012-2019 年期间 12 月份 PMI 均值较 11 月份低 0.3 个百分点（见图 2）；二是大宗商品持续攀升叠加国内需求继续修复，原材料购进价格和出厂价格指数均大幅提高，上游行业景气度继续提升；三是高技术行业全面领跑，对制造业整体的引领作用进一步增强，如 12 月高技术制造业生产、新订单指数分别为 59.3%、58.2%，高于整体 5.1 和 4.6 个百分点。四是疫情二次冲击下海外供需缺口持续存在，叠加国内稳外贸政策落地生效，制造业出口订单较为稳定。

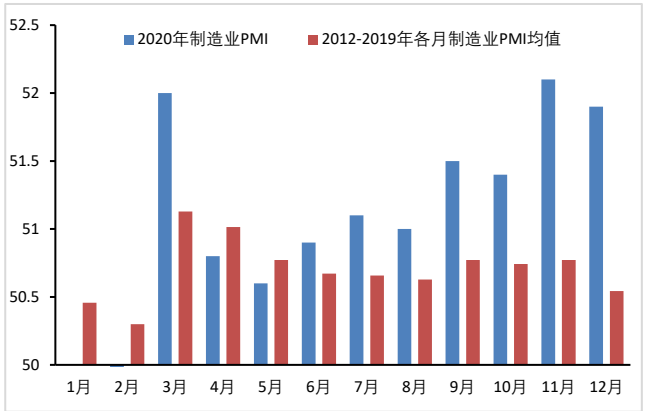
展望未来几个月，预计 PMI 将继续保持在扩张区间，在 51%上下波动。一是全球不均衡复苏下海外供需缺口将持续存在，国内出口高景气度有望延续，但随着发达经济体疫苗普及后产能恢复，出口景气度或边际回落；二是 2021 年国内经济修复动能将继续由投资端向消费端切换，叠加前期货币财政刺激政策加速显效，消费和出口共振复苏将带动制造业、服务业等相关活动继续趋于好转。

图 1：12 月 PMI 指数变化情况



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：12 月份 PMI 出现季节性回落



资料来源：WIND，财信研究院

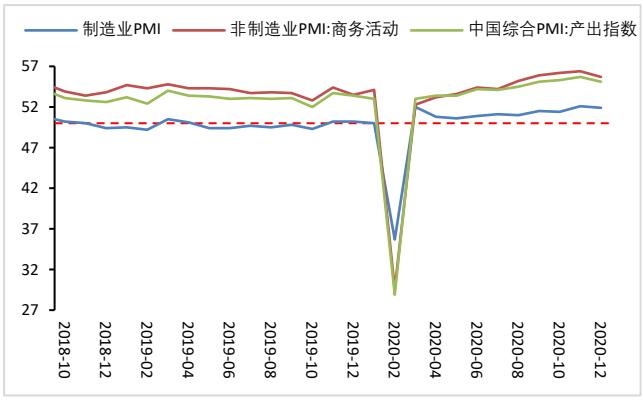
二、生产扩张斜率放缓，需求延续回暖态势，供需循环持续改善，企业进入主动补库存周期，预计 12 月 PPI 约增长-0.4%

（一）从供给指标看，制造业生产扩张斜率放缓

在季节性因素和部分地区拉闸限电的共同拖累下，12 月生产指数为 54.2%，较上月回落 0.5 个百分点，但仍高于去年同期 1.0 个百分点，制造业生产扩张边际放缓。与生产指数扩张速度放缓相对应的是，企业采购活动边际放慢，如 12 月份采购量指数为

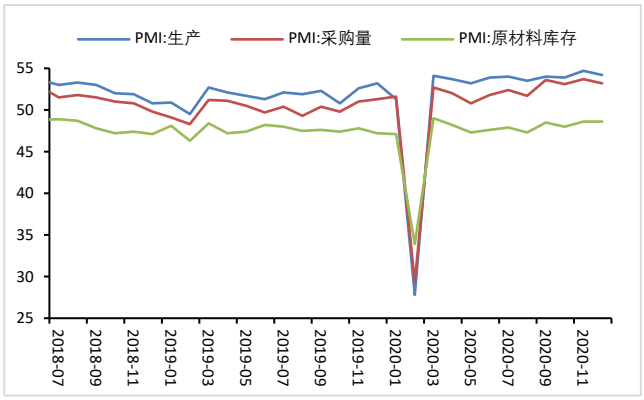
53.2%，比上月回落 0.5 个百分点。但企业备货生产意愿也并未回落，如 12 月原材料库存指数为 48.6%，持平于上月，表明制造业扩张势头仍然较为稳固（见图 4）。

图 3：制造业、非制造业 PMI 均高于临界值



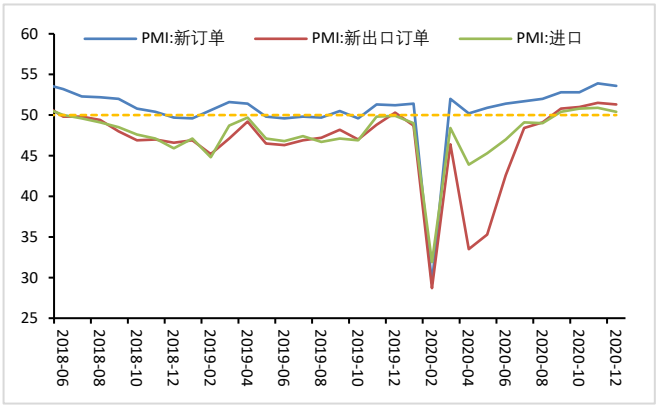
资料来源：WIND，财信研究院

图 4：制造业生产扩张略有放缓



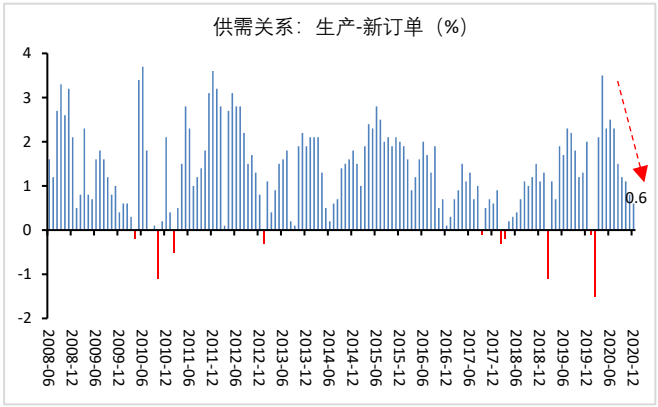
资料来源：WIND，财信研究院

图 5：制造业内外需指标变化情况



资料来源：WIND，财信研究院

图 6：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信研究院

（二）从需求指标看，制造业需求延续回暖态势

12 月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为 53.6%、51.3%、50.4%，分别比上月回落 0.3、0.2 和 0.5 个百分点（见图 5）。新订单虽小幅回落，但较去年同期高 2.4 个百分点，制造业需求延续回暖态势：一是国内消费、基建等需求恢复带动制造业订单增多；二是海外需求缺口持续存在叠加稳外贸政策显效，出口订单连续 4 个月高于临界值，对国内总需求的支撑作用增强；三是 12 月电商购物节和圣诞元旦假期带来的需求订单部分前移至 11 月份，12 月份新增订单需求边际回落；四是高技术行业持续领跑，新旧动能转换提速，如高技术相关行业新订单指数持续高于整体。值得注意的是，海外疫情二次暴发将对出口订单的增幅形成一定的制约。

（三）从供需指标看，两者差值逐月收窄，制造业内生动能增强

疫后制造业生产端修复速度明显快于需求端，但两者缺口不断收窄。生产和新订单指数分别代表供给和需求，12 月生产和新订单指数均继续处于扩张区间，分别较上月回落 0.5 和 0.3 个百分点，“生产和新订单指数差”从上月的 0.8%降至 0.6%，供需缺口继

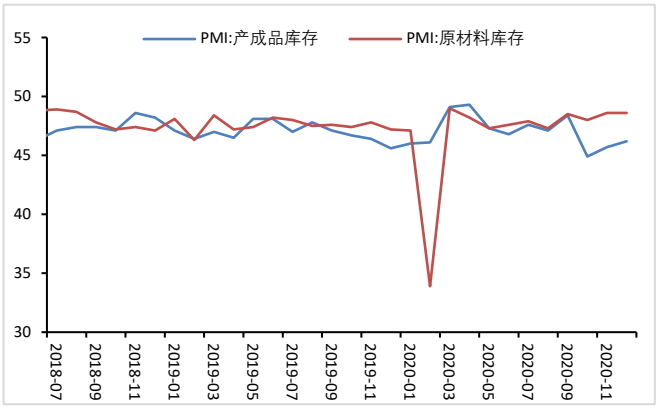
续收窄，制造业内生动能不断增强（见图 6）。

（四）从周期指标看，企业步入主动补库存周期

由于产成品库存和原材料库存分别代表下游需求的紧张程度和上游投资情况，所以两者的相对走势变化反应了经济周期状态。

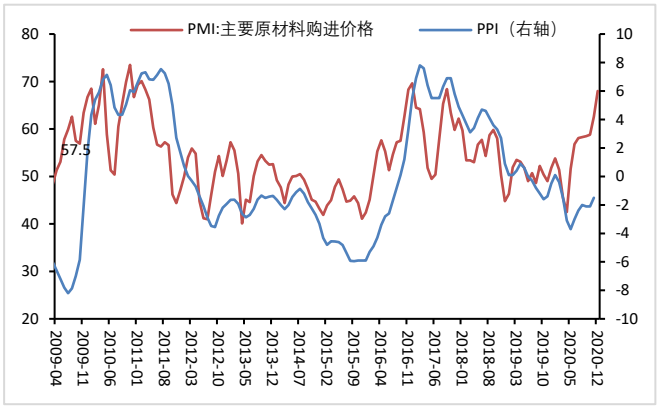
12 月份产成品库存和原材料库存指数分别为 46.2%和 48.6%，分别较上月提高 0.5 个百分点和持平于上月，均继续处于收缩区间（见图 7）。12 月份产成品库存提高，但仍低于原材料库存较多：一是随着近期大宗商品普遍上涨，上游企业囤购原材料的意愿增强；二是需求持续回暖下，企业备货销售的意愿提升，下游产成品库存有所提高。综合看，本月原材料和产成品库存指标的相对变化，反映出需求回暖下制造业企业已经进入主动补库存周期。

图 7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信研究院

图 8：12 月份 PPI 上涨动能有所增强



资料来源：WIND，财信研究院

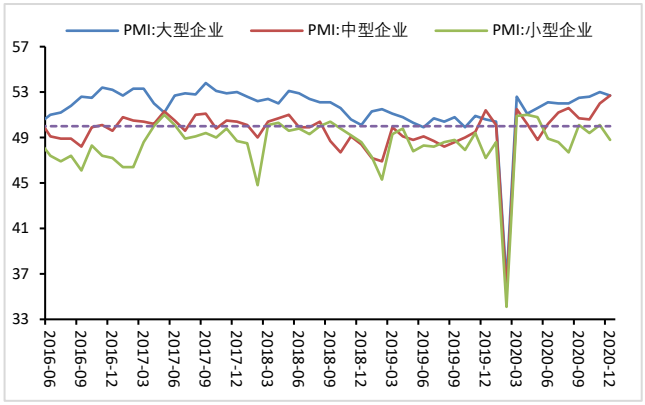
（五）从价格指标看，预计 12 月 PPI 约增长-0.4%

受国际大宗商品价格普遍上涨和国内需求释放加快影响，12 月份 PMI 原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 68.0%和 58.9%，均创下年内新高。但原材料价格高于出厂价格较多，中下游企业成本压力有所增加。原材料购进价格指数提高，预示 12 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度将继续趋缓，预计 12 月 PPI 同比增长-0.4%左右，全年约增长-1.8%。

三、小型企业是制造业 PMI 的主要拖累项

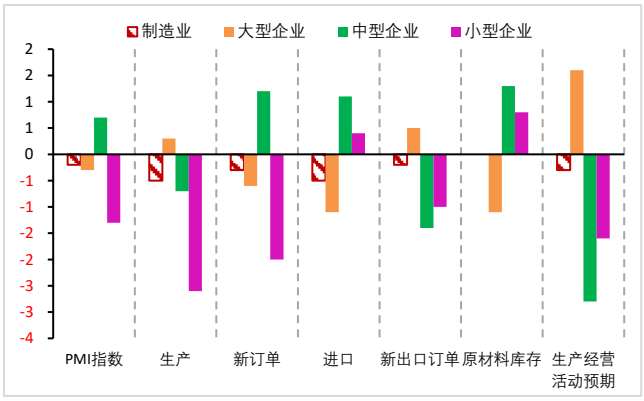
12 月份大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 52.7%、52.7%、48.8%，分别较上月变动-0.3、0.7 和-1.3 个百分点（见图 9）。其中，大型企业 PMI 略有降低，波动幅度相对较小，其生产经营状况相对稳定；受益于前期政策见效落地，中型企业 PMI 持续高于临界值，本月提升幅度最大；但小型企业 PMI 较上月下降 1.3 个百分点，再次低于临界值，小型企业生产经营面临的困难较大。从分项指标看，除进口和库存指标外，小型企业其他分项指标均有所回落，在原材料成本、物流成本有所增加的情况下，小型企业修复进程受阻，持续落后于大中型企业（见图 10）。

图 9：大中小型企业制造业 PMI



资料来源：WIND，财信研究院

图 10：大中小型企业 PMI 分项指标环比变化情况

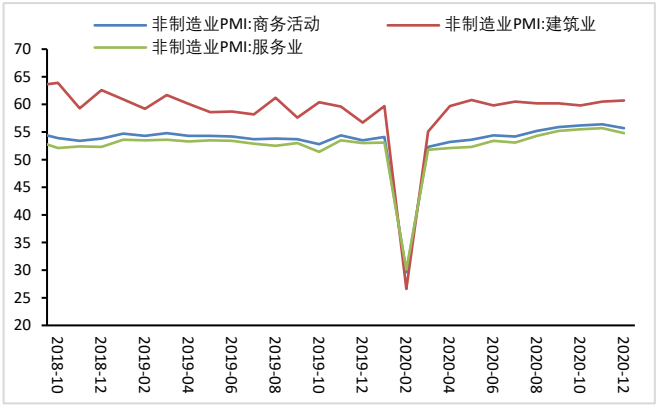


资料来源：WIND，财信研究院

四、服务业复苏放缓，建筑业扩张加快，非制造业景气度有所回落

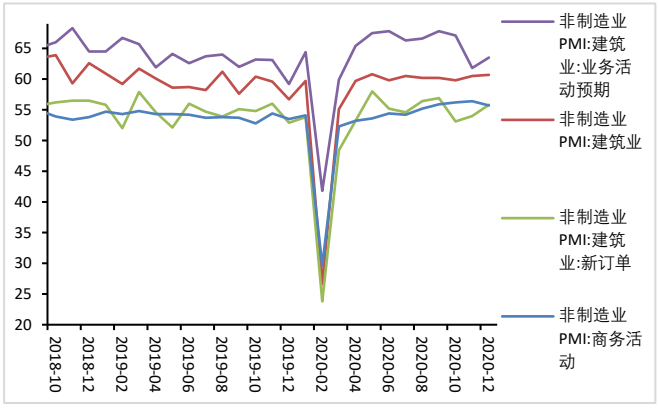
12 月非制造业商务活动指数为 55.7%，较上月和去年同期分别回落 0.7 和提高 2.2 个百分点（见图 11）。分行业看：

图 11：非制造业商务活动指数



资料来源：WIND，财信研究院

图 12：建筑业商务活动指数



资料来源：WIND，财信研究院

服务业复苏步伐放缓。受多地疫情出现反复影响，12 月服务业 PMI 较上月回落 0.9 个百分点至 54.8%，但仍高于 2019 年平均水平 1.7 个百分点，表明服务业仍在持续修复（见图 11）。从市场需求和预期看，12 月份新订单指数回落 1.4 个百分点至 51.2%，扩张速度有所放缓，但仍在继续扩张。业务预期指数为 60.1%，仍位于高景气区间，服务业企业市场信心较强。展望未来，随着国内政策重心转向需求端，疫情对服务业的影响将进一步消退，服务业景气度有望继续回升。

建筑业扩张加快。12 月建筑业指数为 60.7%，较上月提高 0.2 个百分点（见图 12）。其中，土木工程建筑业商务活动指数较上月提高 6.6 个百分点至 63.2%，表明基建施工加快是本月建筑业回升主因。从需求和市场预期看，建筑业新订单和业务活动预期指数分别为 55.8%、63.5%，分别较上月提高 1.8 和提高 1.7 个百分点，建筑业需求和市场预期均持续向好。展望未来几个月，基建投资在前期使用偏慢的财政资金的支撑下有望继续保持较快增长，建筑业景气度短期仍有支撑。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。