2021 年 01 月 01 日

制造业量缩价涨，关注信用“收缩”扰动

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **制造业产需高位回落，石油加工、化工产业链及医药制造业等 PMI 降幅较大**

制造业产需较上月高位回落，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性”。12 月，制造业 PMI 为 51.9%，回落 0.2 个百分点。其中，生产指数 54.2%、新订单指数 53.6%、新出口订单指数 51.3%，分别较上月回落 0.5、0.3、0.2 个百分点。总体来看，制造业景气高位回落，外需相对“韧性”，内需和生产回落幅度较大。

分行业来看，石油加工、化工产业链及医药制造业 PMI 降幅较大。12 月，石油加工、化学原料及制品、化学纤维及橡胶塑料等石化产业链，景气回落显著，PMI 下滑幅度均超过 3 个百分点。PMI 分项显示，这些行业均呈现原料价格上涨、生产和订单回落的格局。此外，医药制造业 PMI 回落 6 个百分点，也下滑明显。

● **价格指数攀升至年内高点、企业成本压力加大，小型企业 PMI 重回荣枯线下**

部分原材料价格上涨，推升价格指数至全年高点，企业生产成本压力加大。12 月，原材料和出厂价格指数分别为 68%、58.9%，上升 5.4 和 2.4 个百分点，至全年高点。石油煤炭、黑色有色等上游制造业，两个价格指数超过 70%。在经济逐步修复、供给相对受限情况下，钢铁、煤炭等原料价格持续攀升，加大企业成本压力。

小型企业 PMI 回落明显、重回荣枯线以下；政策“不急转弯”，向小微企业倾斜。小型企业 PMI 为 48.8%，下降 1.3 个百分点，重回荣枯线以下。小型企业中反映原材料、物流和劳动力成本高的比例，分别上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点。政策“不急转弯”的内涵，便是通过结构性政策，保护这些恢复尚不牢固的微观主体。

● **疫情和政策等影响下，服务业景气分化；“赶工”逻辑阶段性支撑建筑业景气**

服务业景气分化、总体回落，建筑业景气延续抬升。12 月，服务业商务活动指数为 54.8%、下降 0.9 个百分点。其中，航空、电信、金融等行业，持续位于 60%以上；餐饮、房地产、环保等，则位于临界点以下。在疫情和政策等影响下，服务业分化明显。建筑业商务活动指数为 60.7%，“赶工”逻辑或仍有阶段性支撑。

重申观点：新冠疫情影响下，国内外经济修复存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，2021 年的内外需或形成鲜明对比。在周期性复苏和前期刺激政策下，外需会非常强；内需来看，政策重心已逐步回到“调结构”，从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程，带来的信用“收缩”力度市场或存低估。但不同以往，2021 年政策“退潮”和信用“收缩”过程中，结构的分化或更为显著。

● **风险提示：**新冠疫情出现超预期变化；海外经济修复不及预期。

相关研究报告

《宏观经济专题-“不急转弯”的政策内涵》-2020.12.27

《宏观经济专题-病毒变异下，经济前景再评估》-2020.12.27

《宏观经济专题-互联网平台存款治理的原因及影响》-2020.12.24

目　录

1、 制造业产需高位回落，石油、化工链降幅较大 3
2、 价格指数攀升至年内高点，企业成本压力加大 3
3、 服务业景气分化，赶工逻辑阶段性支撑建筑业 4
4、 风险提示 5

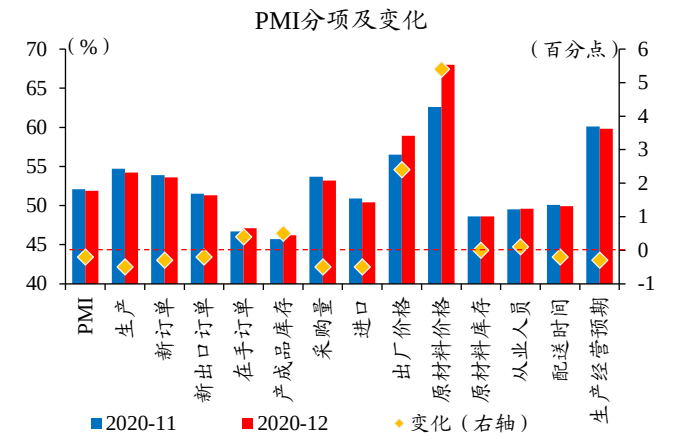
图表目录

图 1: 12 月，制造业 PMI 及多数分项均回落 3
图 2: 12 月，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性” 3
图 3: 12 月，化工产业链、医药、电气行业景气下滑较大 3
图 4: 12 月，部分行业呈现出原料上涨、产需回落格局 3
图 5: PMI 出厂价格和原料价格均攀升至年内高点 4
图 6: 12 月，煤炭、钢铁等原材料价格大幅上行 4
图 7: 12 月，小型企业 PMI 回落明显 4
图 8: 限额以下企业的零售增速至今尚未恢复至疫情前 4
图 9: 12 月，建筑业 PMI 延续上行 5
图 10: 12 月，服务业 PMI 表现分化明显 5

1、 制造业产需高位回落，石油、化工链降幅较大

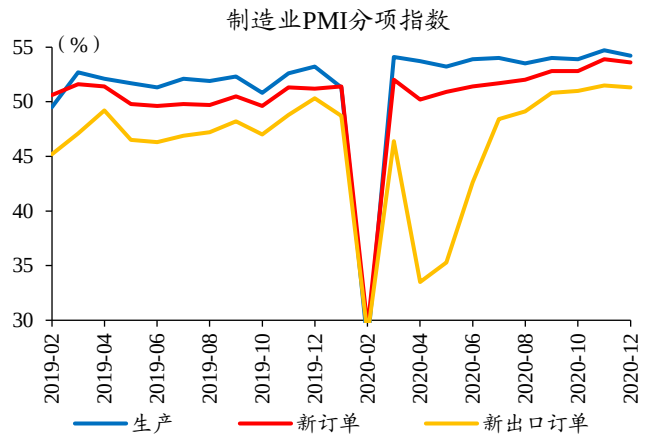
制造业产需较上月高位回落，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性”。12月，制造业PMI为51.9%，回落0.2个百分点。其中，生产指数54.2%、新订单指数53.6%、新出口订单指数51.3%，分别较上月回落0.5、0.3、0.2个百分点。总体来看，制造业景气高位回落，外需相对“韧性”，内需和生产回落幅度较大。

图1：12月，制造业PMI及多数分项均回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

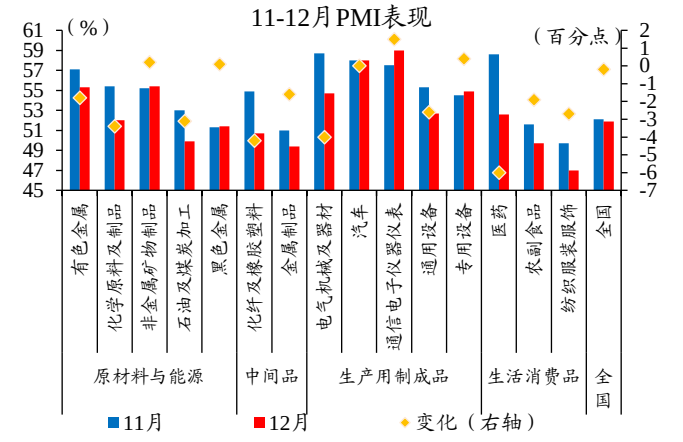
图2：12月，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性”



数据来源：Wind、开源证券研究所

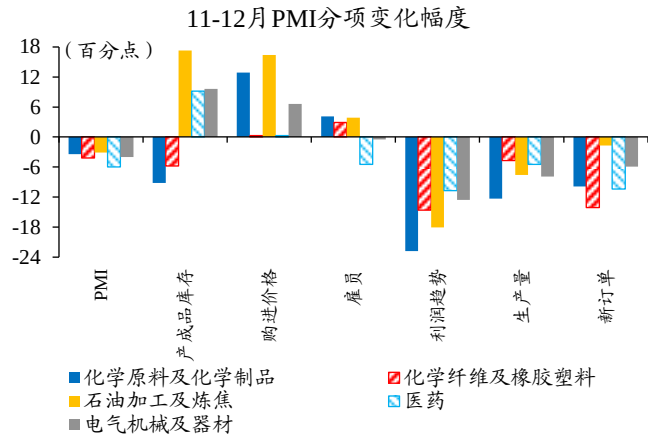
分行业来看，石油加工、化工产业链及医药制造业PMI降幅较大。12月，石油加工、化学原料及制品、化学纤维及橡胶塑料等石化产业链，景气回落显著，PMI下滑幅度均超过3个百分点。PMI分项显示，这些行业均呈现原料价格上涨、生产和订单回落的格局。此外，医药制造业PMI回落6个百分点，也下滑明显。

图3：12月，化工产业链、医药、电气行业景气下滑较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：12月，部分行业呈现出原料上涨、产需回落格局



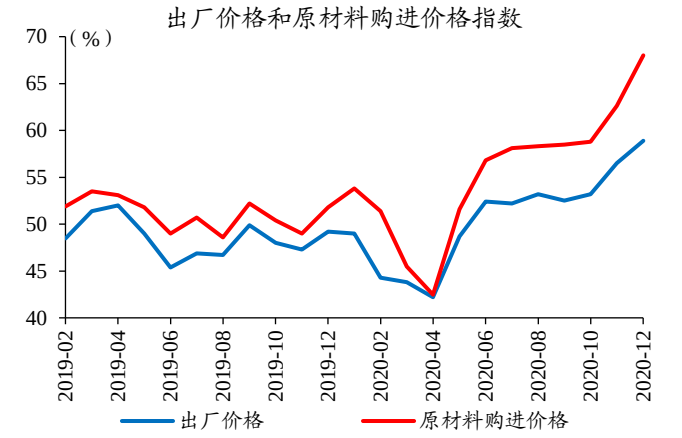
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 价格指数攀升至年内高点，企业成本压力加大

部分原材料价格上涨，推升价格指数至全年高点，企业生产成本压力加大。12月，原材料和出厂价格指数分别为68%、58.9%，上升5.4和2.4个百分点，至全年

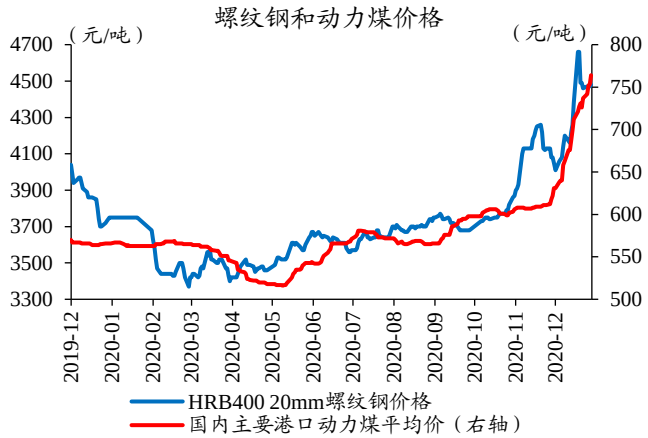
高点。石油煤炭、黑色有色等上游制造业，两个价格指数超过 70%。在经济逐步修复、供给相对受限情况下，钢铁、煤炭等原料价格持续攀升，加大企业成本压力。

图5：PMI 出厂价格和原料价格均攀升至年内高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

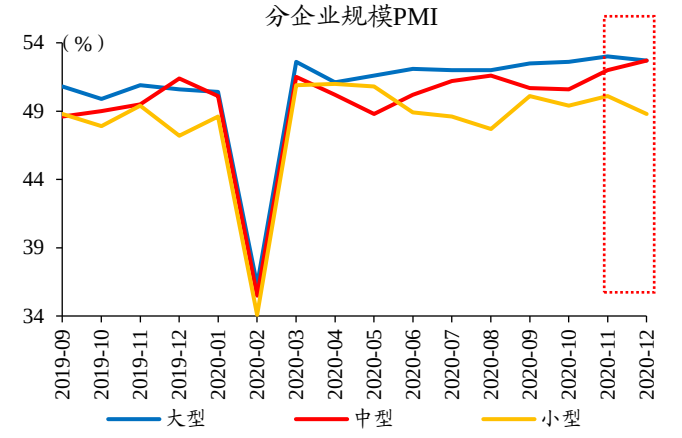
图6：12 月，煤炭、钢铁等原材料价格大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

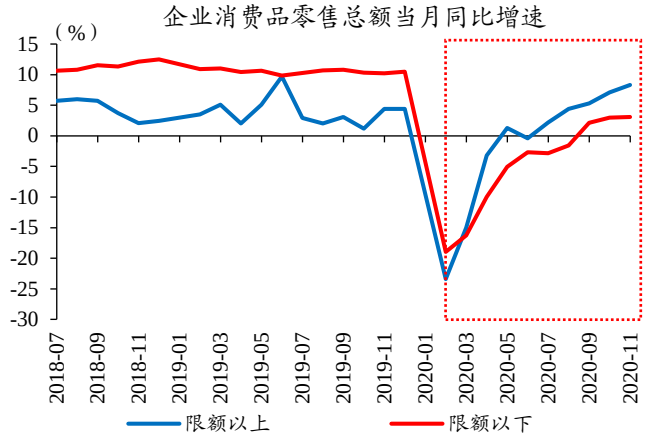
小型企业 PMI 回落明显、重回荣枯线以下；政策“不急转弯”，向小微企业倾斜。小型企业 PMI 为 48.8%，下降 1.3 个百分点，重回荣枯线以下。小型企业中反映原材料、物流和劳动力成本高的比例，分别上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点。疫情期间，小微企业受到冲击更大；“后疫情”时期，小微企业的修复也更为困难（比如限额以下企业的零售增速至今尚未恢复至疫情前）。政策“不急转弯”的内涵，便是通过结构性政策，保护这些恢复尚不牢固的微观主体（详情请见《“不急转弯”的政策内涵》）。

图7：12 月，小型企业 PMI 回落明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：限额以下企业的零售增速至今尚未恢复至疫情前

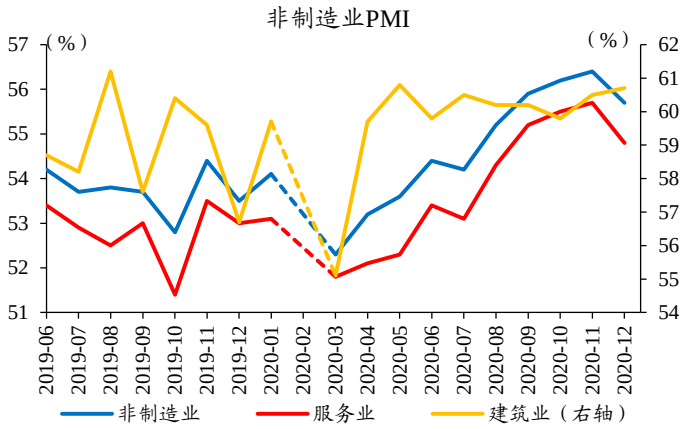


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 服务业景气分化，赶工逻辑阶段性支撑建筑业

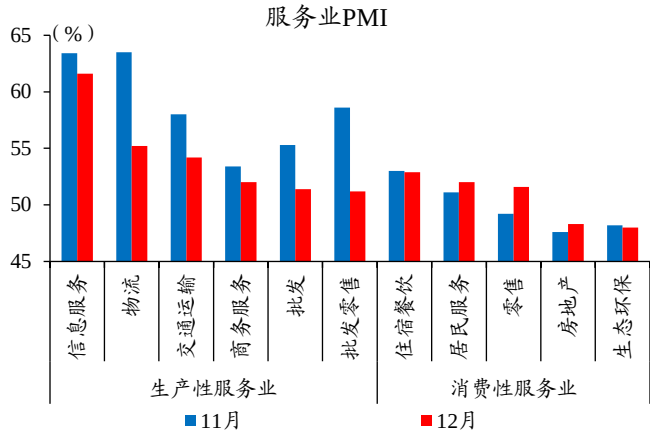
服务业景气分化、总体回落，建筑业景气延续抬升。12 月，服务业商务活动指数为 54.8%、下降 0.9 个百分点。其中，航空、电信、金融等行业，持续位于 60%以上；餐饮、房地产、环保等，则位于临界点以下。在疫情和政策等影响下，服务业分化明显。建筑业商务活动指数为 60.7%，“赶工”逻辑或仍有阶段性支撑。

图9：12 月，建筑业 PMI 延续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：12 月，服务业 PMI 表现分化明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

重申观点：新冠疫情影响下，国内外经济修复存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，2021 年的内外需或形成鲜明对比。在周期性复苏和前期刺激政策下，外需会非常强；内需来看，政策重心已逐步回到“调结构”，从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程，带来的信用“收缩”力度市场或存低估。但不同以往，2021 年政策“退潮”和信用“收缩”过程中，结构的分化或更为显著。

4、 风险提示

新冠疫情出现超预期变化；海外经济修复不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn