

2020年12月31日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

经济复苏稳中趋缓，需求端支撑价格加速上涨

——12月PMI数据点评

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

内容提要

统计局公布2020年12月PMI数据：制造业PMI为51.9，前值52.1；非制造业PMI为55.7，前值56.4。

季节性扰动下12月PMI小幅回落，但连续10个月位于荣枯线以上，且年内次高的景气度水平也显示经济复苏的趋势仍在延续。制造业供求结构继续改善，海外供求缺口仍支撑出口韧性，就业压力的缓解也有望推动居民预期收入的改善和消费的持续修复，需求回升支撑价格加速上涨，但原材料价格上涨过快或使得企业盈利也受到一定挤压。中央经济工作会议定调政策“不急转弯”，转弯表明政策收敛的方向，不急表明节奏，政策缓退坡下经济修复的趋势仍将延续，经济增长的力量也将继续向顺周期部门切换。

1、天气寒冷及环保限产影响下，供需两端同步季节性回落，但生产和需求扩张均处于较快速度，叠加“生产-新订单”继续收窄，供需结构继续改善，制造业修复仍然保持良好趋势，经济复苏节奏边际放缓但不改修复趋势。

2、海外节日消费旺季叠加海外疫情反复下，海外供求缺口支撑我国出口，而进口则受到海外产能收缩的拖累。明年海外需求恢复以及制造业库存回补的需求有望对我国出口继续形成支撑，但随着人民币持续升值以及海外产能恢复下供求缺口得到缓解后，出口支撑或将逐步走弱。

3、需求回暖下大宗商品价格持续攀升，带动原材料和产品价格的加速上涨，PPI降幅收窄趋势有望延续。但出厂价-购进价“剪刀差”大幅收窄，企业盈利空间受到压制。随着后续终端需求的好转，成本压力或将继续向居民端传导，呈现温和再通胀压力。

4、制造业与服务业用工改善下就业市场景气度有所好转，就业压力的缓解有望推动居民收入预期的改善，叠加明年疫苗接种后消费场景约束的打开，支撑服务业和社交经济的修复，从必选消费和宅经济概念向可选消费和社交经济概念切换的格局有望延续。

风险提示

政策超预期收紧，信用收缩超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明



统计局公布 2020 年 12 月 PMI 数据：中国 12 月制造业 PMI 为 51.9，前值 52.1；中国 12 月非制造业 PMI 为 55.7，前值 56.4。；12 月综合 PMI 为 55.1，低于上月 0.6 个百分点。

一、 供求结构持续改善，经济复苏节奏边际放缓但不改修复趋势

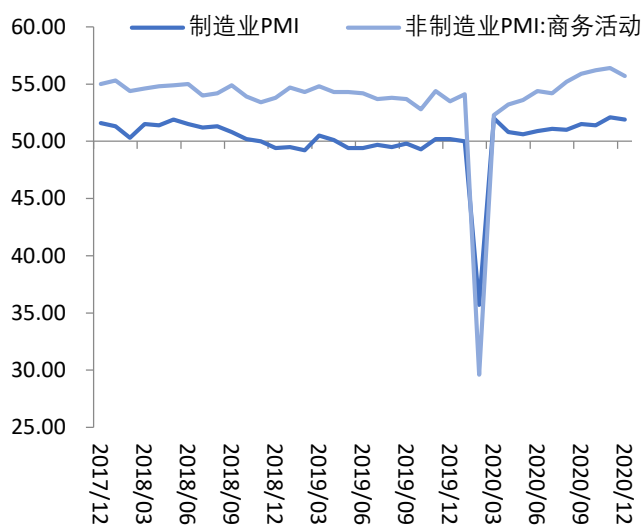
制造业供求结构继续改善，经济复苏节奏边际放缓但不改修复趋势。中国 12 月官方制造业 PMI 为 51.9，较上月回落 0.2 个百分点，存在一定季节性扰动，但 PMI 连续 10 个月位于临界点以上，景气度仍然处于年内较高水平，显示制造业保持良好势头。制造业供求结构继续改善，经济复苏趋势延续。

供需两端同步小幅回落，供求结构继续改善下制造业修复仍然保持良好趋势。12 月生产和新订单均小幅回落，分别较上月回落 0.5 和 0.3 个百分点，录得 54.2%和 53.6%，天气寒冷及环保限产影响下，供需两端同步季节性回落，拉闸限电等也形成一定扰动。从绝对水平来看，生产和需求扩张均处于较快速度，叠加“生产-新订单”继续收窄，供需结构继续改善，制造业修复仍然保持良好趋势。

从行业来看，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 & 仪器仪表等行业生产和新订单指数均高于 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。

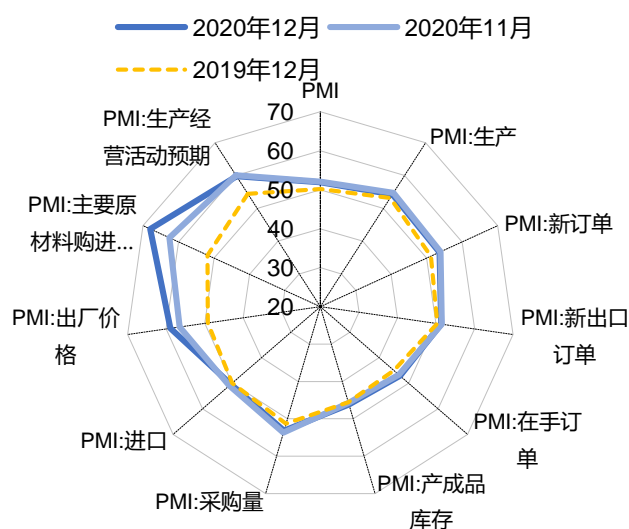
大、中型企业 PMI 继续保持在临界点以上，小企业盈利空间受到挤压。小企业 PMI 回落至荣枯线以下，运营成本增加下小企业盈利空间受到挤压，反映原材料成本、物流成本和劳动力成本高的小企业占比均较上月回升，

图 1：官方 PMI 指数



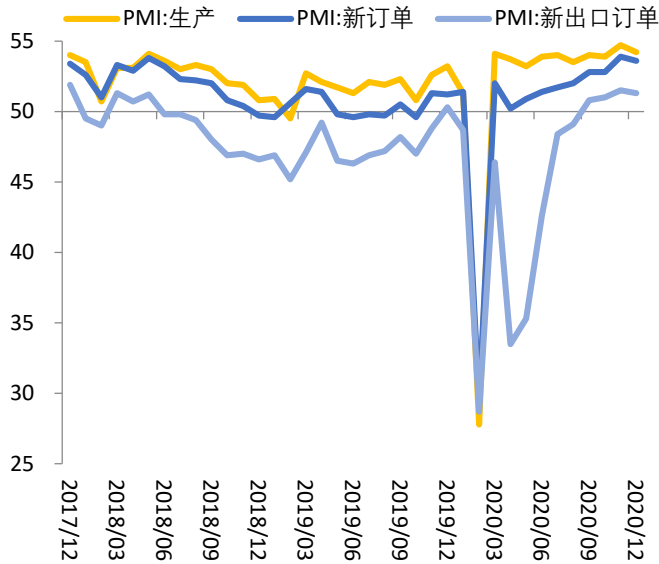
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 2：官方制造业 PMI 分项



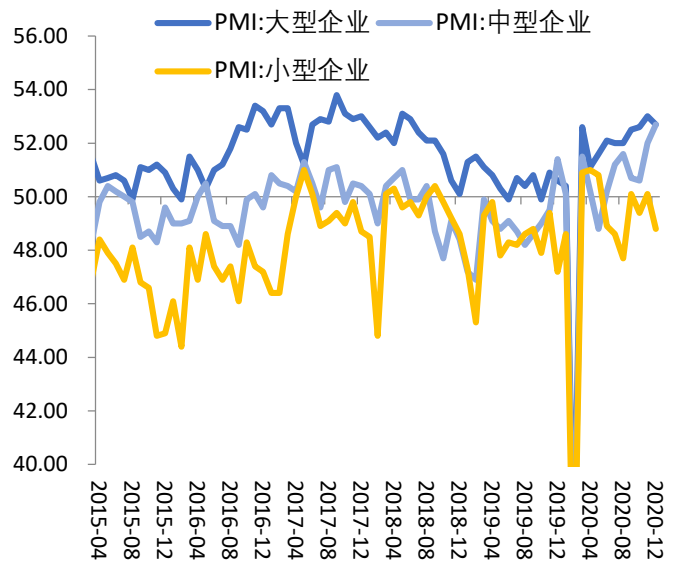
资料来源：Wind，金信期货研究院

图 3：生产和新订单指数



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 4：大中小型企业 PMI



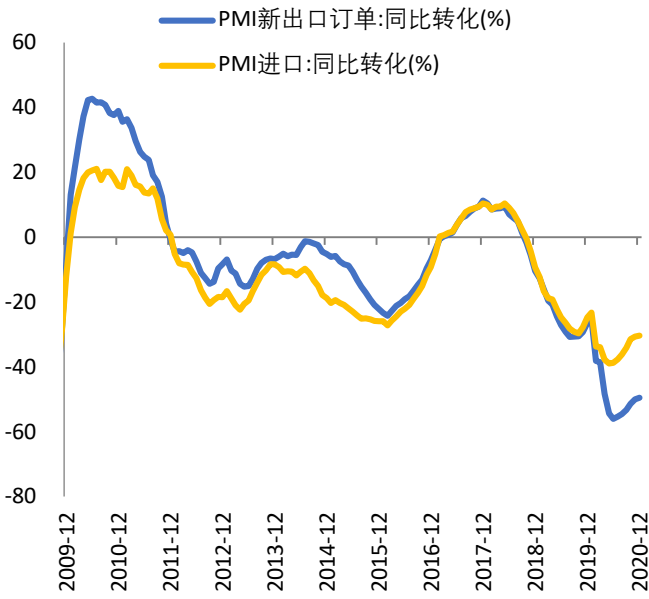
资料来源：Wind，金信期货研究院

二、海外供求缺口支撑出口韧性持续

海外供求缺口支撑我国出口拉动仍在持续。12月新出口订单指数51.3%，回落0.2个百分点；进口指数50.4%，回落0.5个百分点。新出口订单维持高位，且“新订单-新出口订单”剪刀差小幅收窄，反映需求端方面出口的拉动增强。海外节日消费旺季叠加海外疫情反复下，海外供求缺口支撑我国出口，而国内进口则受到海外产能收缩的拖累。

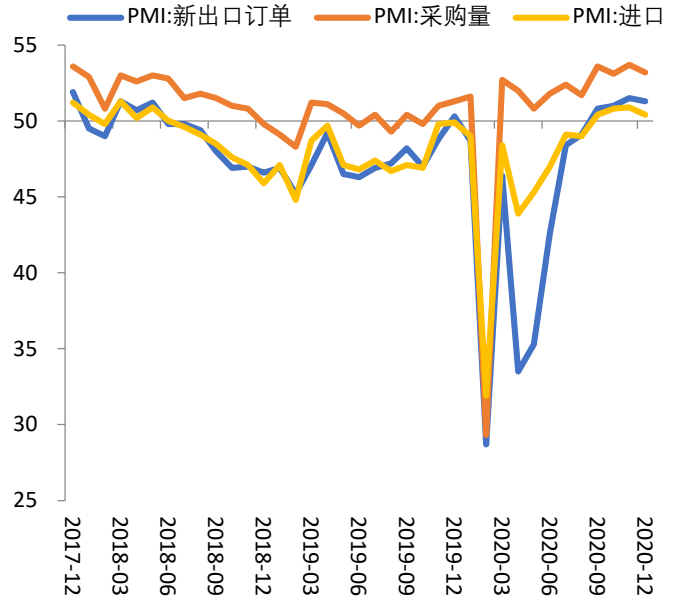
目前看，明年海外需求恢复以及制造业库存回补的需求有望对我国出口继续形成支撑，但随着人民币持续升值以及海外产能恢复下供求缺口得到缓解后，出口支撑或将逐步走弱。

图 5: 新出口订单和进口指数 PMI 同比转化 (%)



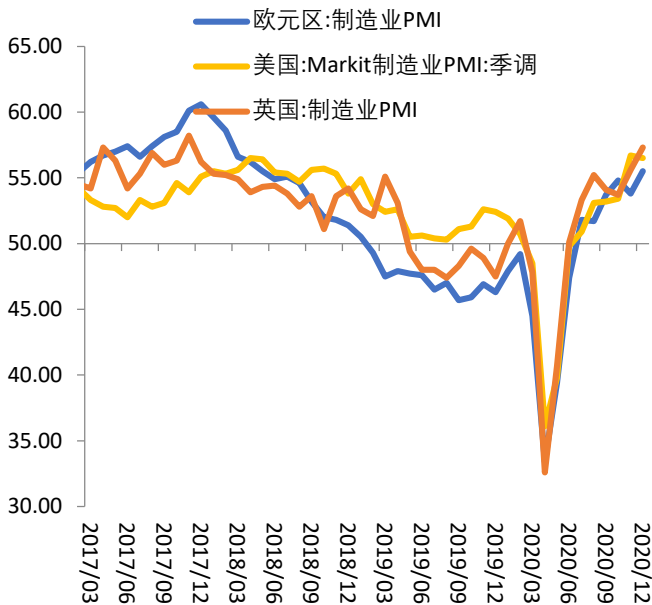
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 6: 新出口订单、采购量、进口指数



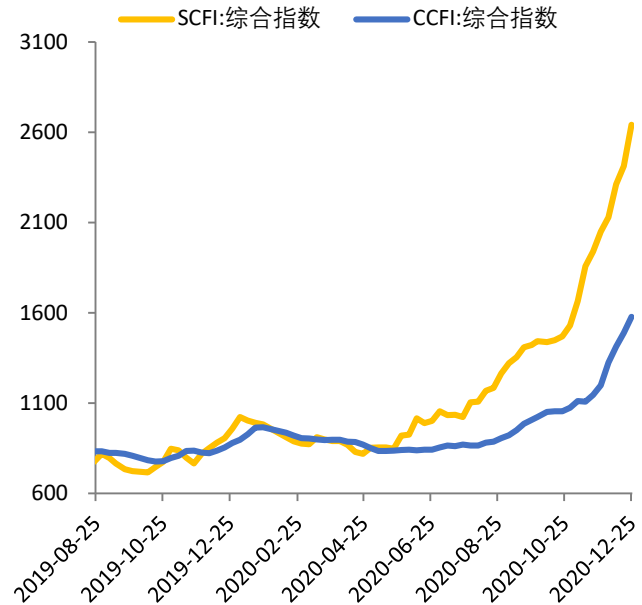
资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 7: 美欧英制造业 PMI



资料来源: Wind, 金信期货研究院

图 8: 出口集装箱运价指数



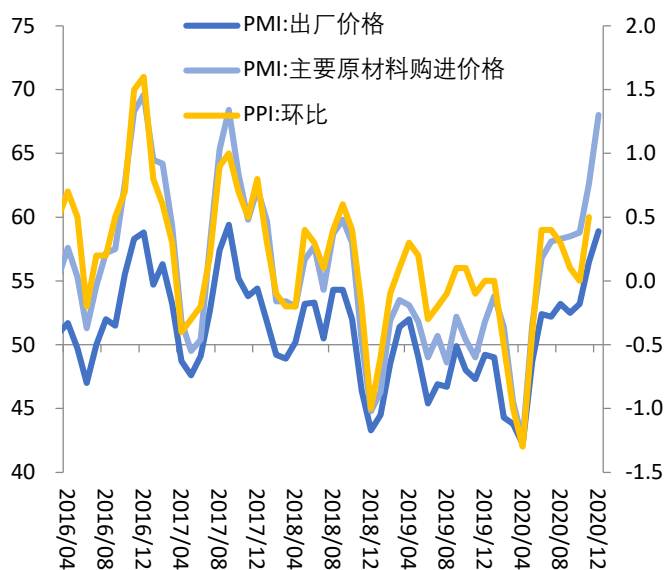
资料来源: Wind, 金信期货研究院

三、需求回暖带动价格加速回升，原材料上涨过快下企业盈利或受挤压

市场需求回暖支撑大宗商品价格攀升，价格指数加速上涨。本月价格指数升至全年高点，原材料购进价格指数 68%，回升 5.4 个百分点，出厂价格指数 58.9%，回升 2.4 个百分点，需求回暖下近期大宗商品价格攀升，带动原材料和产品价格的加速上涨，PPI 降幅收窄趋势有望延续。

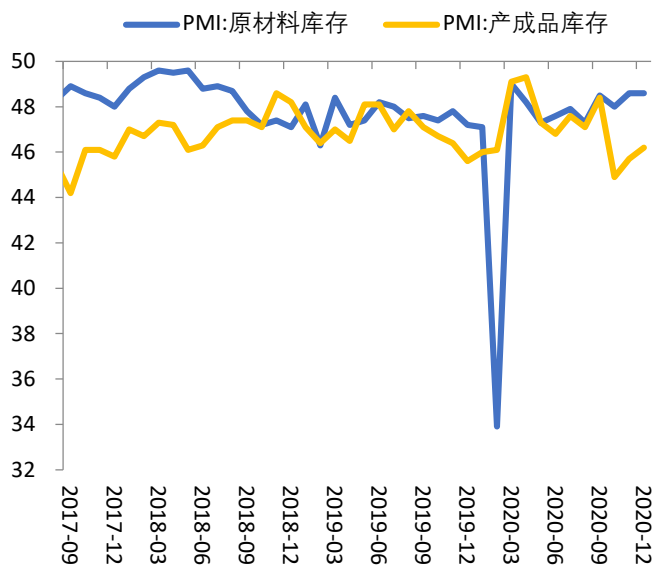
“出厂价-购进价”剪刀差大幅收窄，企业盈利空间受到压制。出厂价格上涨不及购进原材料价格下，“出厂价-购进价”剪刀差大幅收窄，企业生产成本压力有所加大。12 月反映原材料成本高的企业占比为 49.4%，为近两年高点，尤其小型企业反映原材料成本高的比例分别较上月上升 5.0 个百分点，小型企业运营成本有所增加，企业盈利空间受到压制。随着后续终端需求的好转，成本压力或将继续向居民端传导，呈现温和再通胀压力。

图 9：原材料购进和出厂价格指数



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 10：原材料和产成品库存指数



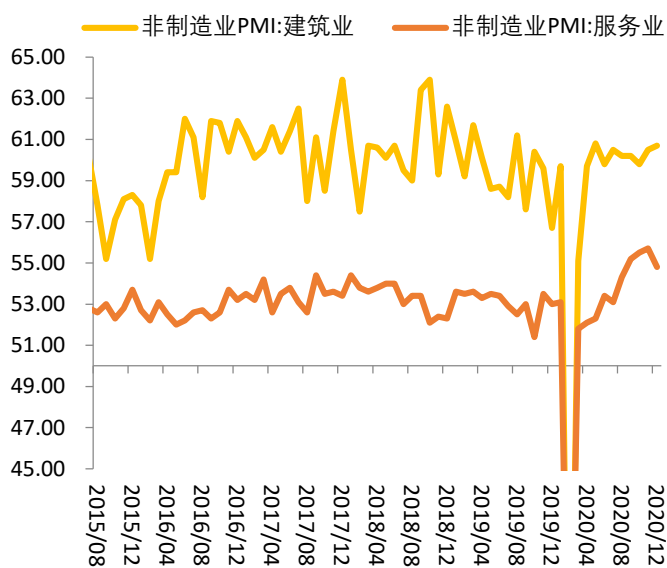
资料来源：Wind，金信期货研究院

四、 就业压力缓解支撑消费修复延续

就业压力有所缓解，收入预期改善下有望支撑可选消费修复。12月制造业从业人员指数49.6%，回升0.1个百分点，制造业与服务业用工改善反映就业市场景气度有所好转。随着就业压力的缓解，失业率回落至5.5%以下推动居民收入预期改善，叠加明年疫苗接种后消费场景约束的打开有望继续推动服务业和社交经济的修复，从必选消费和宅经济概念向可选消费和社交经济概念切换的格局有望延续。

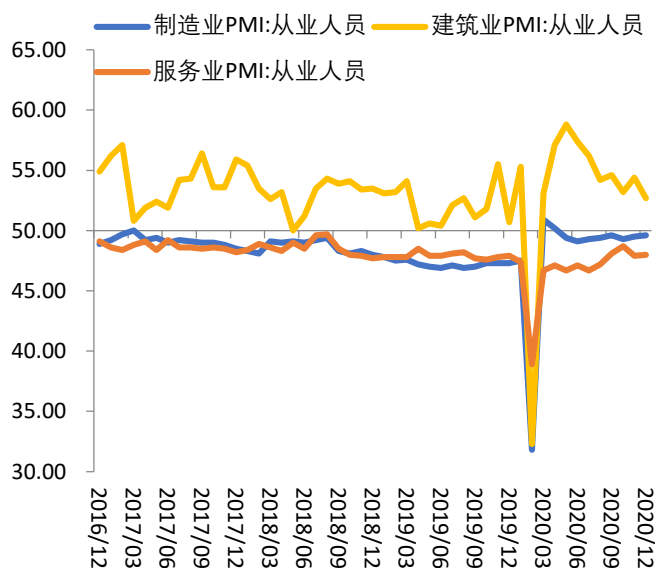
12月财政支出加快下基建活动受到支撑，而前端拿地拖累下房屋建筑活动放缓。12月建筑业PMI回升0.2个百分点至60.7%，其中土木建筑业回升6.6个百分点至63.2%、房屋建筑业回落6.7个百分点至60.1%，建筑安装业回升8个百分点至57.1%。财政支出加快下基建活动受到支撑，地产竣工加速下安装需求也相应较强，而受到房企融资“三道红线”的制约，前端拿地开工回落带动建筑活动放缓。

图 11：非制造业 PMI



资料来源：Wind，金信期货研究院

图 12：从业人员指数



资料来源：Wind，金信期货研究院

五、 风险提示

政策超预期收紧，信用收缩超预期

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。