

作者：申学峰，冯祖涵，简奖平
邮箱：research@fecr.com.cn

生产性物价回落促制造业扩张，稳增长政策即将发力 ——2021年12月官方PMI点评

摘要

12月制造业PMI为50.3%，比上月上升0.2个百分点，连续两个月扩张。近期保供稳价政策推动原材料价格回落、电力供应能力提升，制造业生产活动显著加快。

制造业需求方面，12月新订单指数为49.7%，比上月上升0.3个百分点，但仍位于荣枯线以下。内需方面，近期房地产项目开工率上升，对需求有所拉动；国内货币政策释放出明确的边际宽松信号，年内第二次实施全面降准。外需方面，全球经济继续复苏，主要出口目的国增长势头良好，对出口形成了支撑。

制造业供给方面，12月生产指数为51.4%，比上月下降0.6个百分点，连续两个月扩张。生产端的快速恢复主要是由于保供稳价政策效果显现，持续制约制造业生产的原材料高价与用电紧张压力被逆转，制造业产能得到释放。

分企业规模指数来看，12月，大、中型企业继续扩张，小型企业在收缩区间边际走差，制造业进一步向大型企业集中。

12月，PMI出厂价格指数和主要原材料购进价格指数继续回落，主要是因为保供稳价政策效果显现，煤炭产量回升，煤炭价格大幅回落，从而带动原材料价格普跌。预计12月PPI与PPIRM还将进一步下降。

展望未来，生产性资料价格预计会保持平稳，促进制造业进一步扩张；房地产调控政策有所缓和，房地产项目开发进度加快，可以对需求形成一定支撑；2022年财政支出力度预计会加强，基建投资会明显增长并拉动总需求；货币政策已经明确要支持经济增长，在“以我为主”背景下，预计明年有降低政策利率的空间。总体来看，在有利因素支撑下，预计未来一段时间PMI会继续温和扩张，但需要关注新冠疫情扩散、国外主要经济体经济增速放缓的风险，以及冬季环保限产的影响。

相关研究报告：

- 1.《制造业PMI重回扩张区间，价格指数明显回落——2021年11月官方PMI点评》，2021.12.02
- 2.《制造业连续2个月收缩，成本陡升增中小企业压力——2021年10月官方PMI点评》，2021.11.02

国家统计局于12月31日公布了《2021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50.3%，前值为50.1%。随着一系列保供稳价和助企纾困等稳定经济发展政策力度加大，部分大宗商品价格回落明显，企业成本压力有所缓解，制造业景气水平连续两个月回升。12月非制造业（建筑业与服务业）商务活动指数为52.7%，前值为52.3%。其中，建筑业商务活动指数为56.3%，比上月下降2.8个百分点。服务业商务活动指数为52.0%，比上月上升0.9个百分点。建筑业景气回落主要受寒潮降温天气及“两节”临近等因素影响，而服务业景气上升主要是因为航空运输、餐饮、文化体育娱乐等行业市场活跃度有所提升。

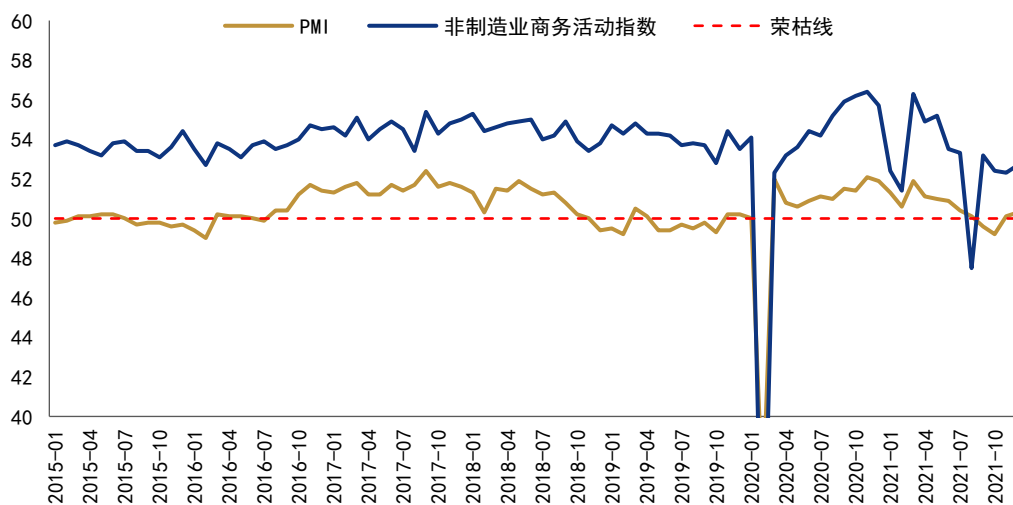


图1：制造业PMI和非制造业商业活动指数（2015年1月至2021年12月，单位：%）

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个分项指数中，2个变差，3个向好；总体来看，原材料库存指数明显反弹，对制造业PMI数值回升的贡献最大。

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%
2021年11月	50.1	49.4	52.0	48.9	48.2	47.7
2021年12月	50.3	49.7	51.4	49.1	48.3	49.2
变化	+0.2	+0.3	-0.6	+0.2	-0.1	+1.5
权重*变化	+0.2	+0.09	-0.15	+0.04	-0.015	+0.15

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

1. 房地产回暖助力制造业需求

新订单指数为 49.7%，比上月上升 0.3 个百分点，制造业需求端较上月有所改善，但仍位于荣枯线以下。新订单指数对经济的先行影响程度最大，权重占比为 30%。近期房地产行业政策边际放松，很多此前因资金短缺而停工的房地产项目在信贷资金和地方政府支持下实现了复工，对制造业需求有所拉动。

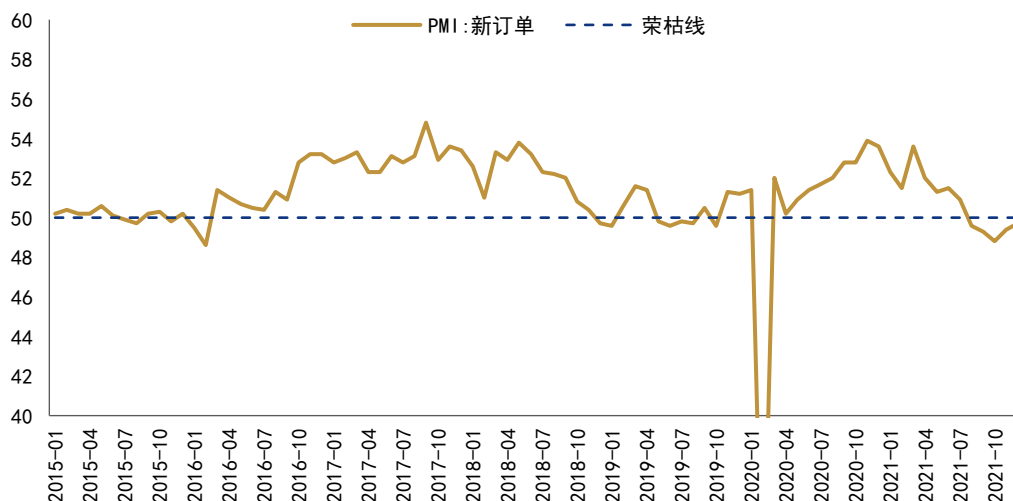


图 2: 新订单指数 (2015 年 1 月至 2021 年 12 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

国内财政政策继续落地稳内需，地方政府债券全年发行计划基本完成。12 月，新增地方政府债券共发行 78 只，合计金额约 1136.20 亿元，其中，新增一般债券金额 124.82 亿元，新增专项债券 1011.38 亿元。从累计发行规模来看，截至 12 月底，新增地方政府债券规模已达 43658.36 亿元，接近 2021 全年预算安排的限额（44700 亿元）。尽管地方政府债券发行基本已完成目标，但大量债券募集资金尚未形成实物工作量。其主要原因是国家对地方政府债券募集资金使用的监管趋严，要求“资金跟着项目走”，影响了地方基建投资进度。

国内货币政策释放出明确的边际宽松信号，央行多次强调货币政策要支持实体经济增长：（1）12 月 15 日起，金融机构存款准备金率下调 0.5 个百分点，继今年 7 月降准后第二次实施降准。央行表示此次降准目的是“加强跨周期调节”“更好支持实体经济”。（2）12 月，1 年期 LPR 为 3.85%，较上月下调 0.05 个百分点；5 年期以上 LPR 为 4.65%，连续 21 个月不变。（3）12 月 16 日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，易纲行长强调，金融部门要**加大跨周期调节力度，统筹考虑今明两年衔接**，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。（4）12 月 27 日，央行召开 2022 年工作会议，指出要认真学习贯彻中央经济工作会议精神，切实担负起稳定宏观经济的责任，主动推出有利于经济稳定的货币金融政策。会议要求，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，加大对实体经济的支持力度；稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产业良性循环和健康发展。

外需方面，12月新出口订单指数为**48.1%**，连续8个月处于收缩区间，外需有回落风险。12月全球新冠肺炎疫苗接种速度在加快，截至12月29日，全球至少已接种1剂疫苗的人数占比已达到**58.08%**。疫苗接种进程的加快为全球经济的复苏提供支撑，11月摩根大通全球制造业PMI为**54.2%**，仍在较高水平上运行。

主要出口目的国的制造业延续扩张，表明其经济复苏态势良好。美国方面，**12月美国Markit制造业PMI初值录得57.8%，连续18个月保持在扩张区间**。就业方面，11月，美国季调后非农就业人口增加21.0万人，前值由增53.1万人上修至增54.6万人；失业率为4.2%，较上月下降0.4个百分点；劳动参与率为61.8%，较上月上升0.2个百分点；平均时薪环比增0.5%，增速与上月持平。物价水平方面，11月，美国CPI环比上涨0.5%，增速较上月下降0.3个百分点；PCE物价指数环比增0.61%，增速较上月下降0.07个百分点。欧洲方面，**12月欧元区制造业PMI初值为58.0%，连续18个月扩张**。11月欧元区CPI初值同比上升4.9%，增速较上月提升0.8个百分点，剔除能源、食品与烟酒的核心CPI同比上涨2.6%，通胀压力显著。**12月日本制造业PMI初值为54.2%，连续11个月处于扩张区间**。

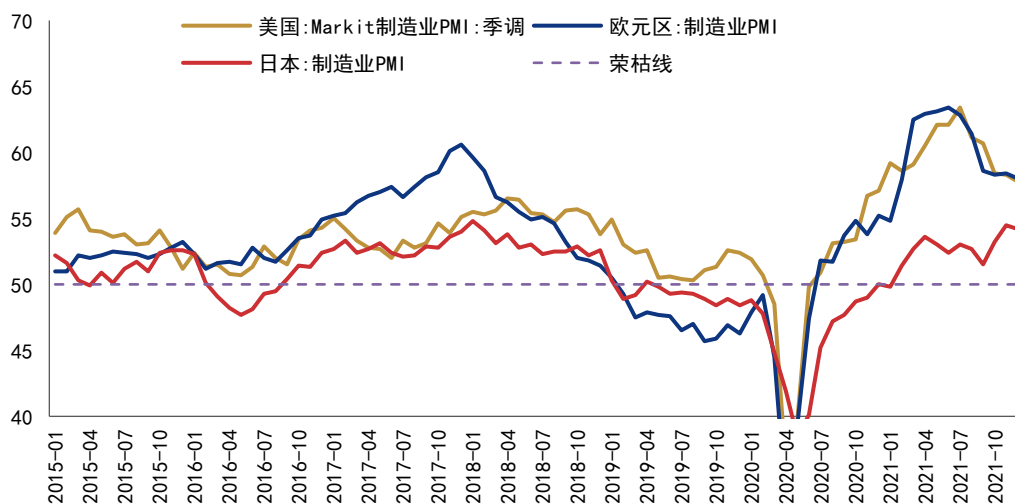


图3: 美、欧、日制造业PMI指数初值 (2015年1月至2021年12月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2.煤炭供应大幅上升、原材料价格下降促进制造业生产活动

生产指数为**51.4%**，比上月下降0.6个百分点，连续2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%，生产指数升至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。生产端的扩张主要是由于保供稳价政策效果显现，持续制约制造业生产的原材料高价与用电紧张压力被逆转，制造业产能得到释放。根据统计局数据，医药、通用设备、黑色金属冶炼及压延加工等行业生产指数回升3.9个百分点及以上，生产活动有所加快。

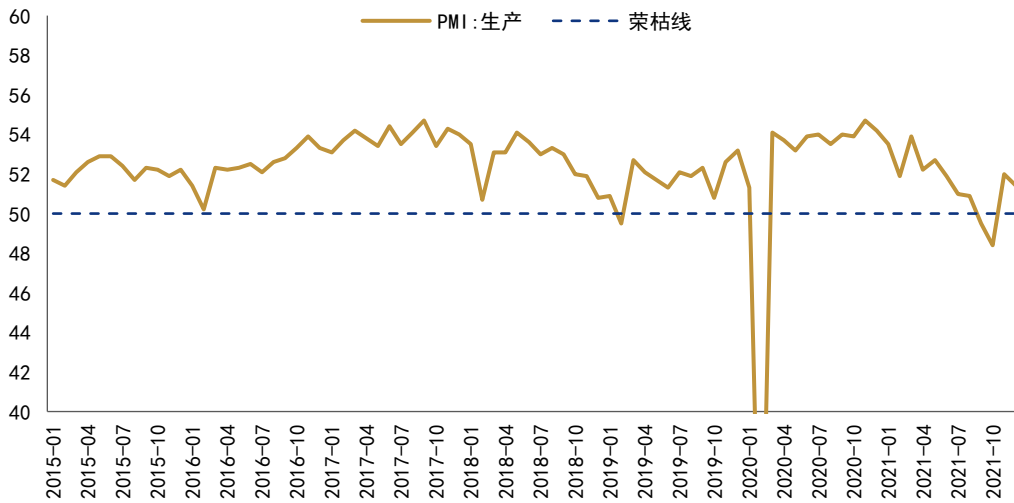


图4：生产指数（2015年1月至2021年12月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

12月，在确保煤炭安全稳定供应的政策引导下，煤炭产量继续快速增长，煤炭价格进一步回落，并带动部分原材料价格回落。12月30日，山西产5500大卡秦皇岛动力煤市场价已回落至820元/吨，较10月最高点下跌68.36%。12月24日，上海钢联发布的全国大宗商品综合价格指数为1168.20，最近两个月价格呈持续回落趋势。此外，煤炭产能的加快释放，增产增供取得成效，也带动了电力保供能力逐步增强，全国电力供需紧张形势已明显缓解，未再出现拉闸限电现象。

3.其他分项指数情况

从业人员指数为49.1%，比上月上升0.2个百分点，连续9个月位于荣枯线以下。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。制造业用工景气度略有改善，或与制造业生产活动扩张有关。非制造业从业人员指数为47.6%，比上月上升0.3个百分点，持续位于荣枯线以下。分行业看，建筑业从业人员指数为51.8%，比上月上升0.5个百分点，主要由房地产项目开工率回升拉动；服务业从业人员指数为46.8%，比上月上升0.2个百分点，原因可能是近期疫情对服务业影响有所减弱。

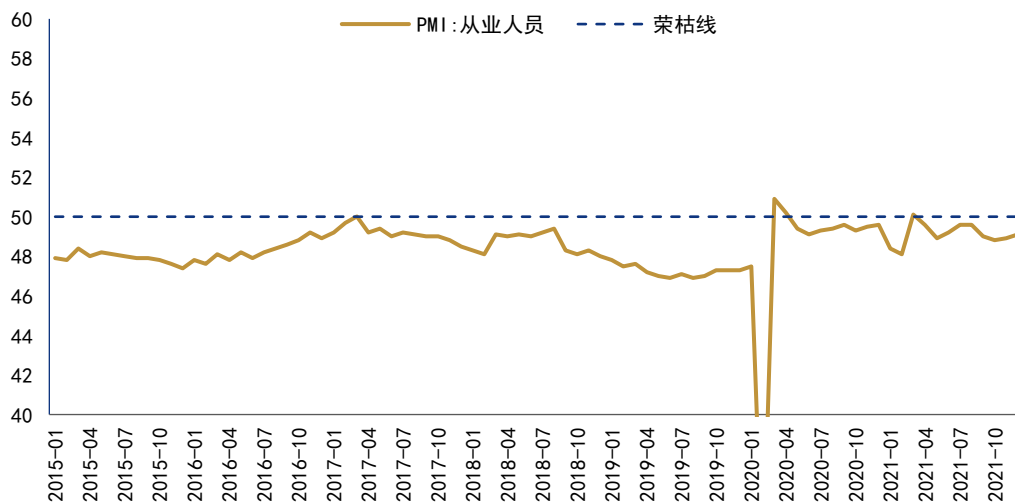


图5：制造业从业人员指数（2015年1月至2021年12月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

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48.3%，比上月上升0.1个百分点，但仍低于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月放慢。这一分项指数为逆指数，在一般情况下，供应商配送放缓意味着经济活跃度有所提升。但在当前情况下，原材料供应商交货时间放缓或与局部新冠肺炎疫情导致部分物流处理能力下降有关。

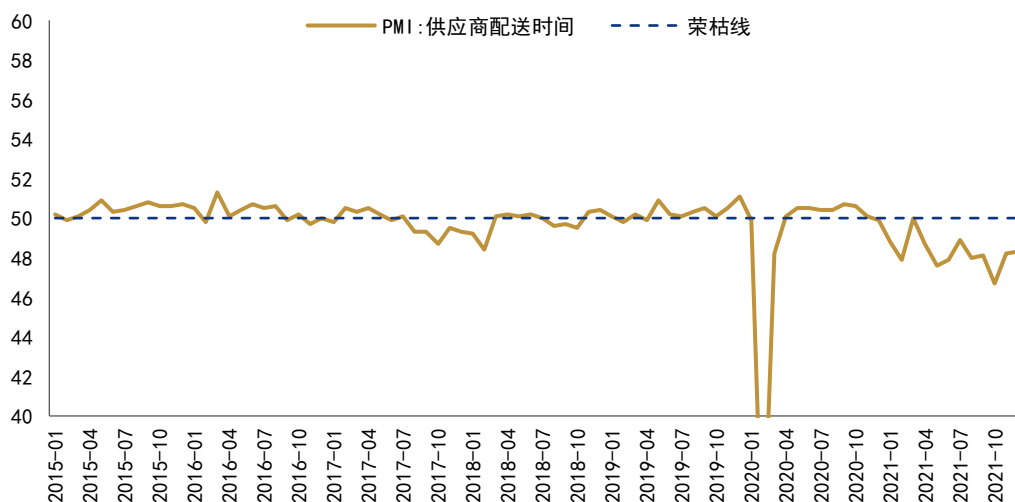


图6：供应商配送时间指数（2015年1月至2021年12月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

原材料库存指数为49.2%，比上月上升1.5个百分点，表明制造业主要原材料库存量降幅明显收窄。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48.5%，比上月上升0.6个百分点。

制造业原材料与产成品库存量降幅收窄，主要是因为企业生产采购活动较快回升，煤炭等生产资料价格在保供措施下已明显下降，企业备货补库意愿加强。

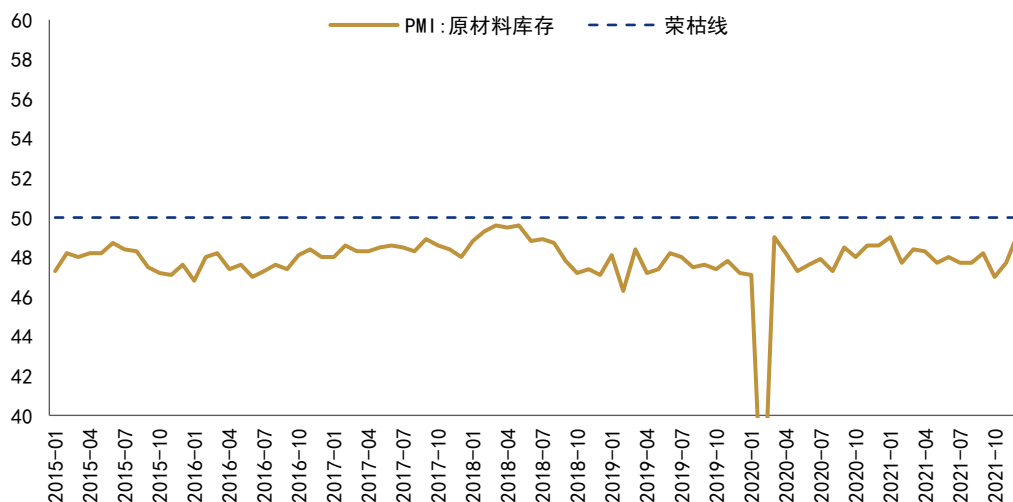


图7：原材料库存指数（2015年1月至2021年12月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、大、中型企业继续扩张，小型企业景气度进一步下降

12月大、中型企业继续扩张，小型企业收缩加剧，小型企业景气度进一步下降。具体来看，12月，大型企业PMI数值为51.3%，较上月上升1.1个百分点，已连续22个月扩张；中型企业PMI数值为51.3%，较上月上涨0.1个百分点，连续两个月扩张；小型企业PMI数值为46.5%，较上月大幅下降2.0个百分点，收缩幅度扩大，或与浙江等制造业大省新冠疫情有关。

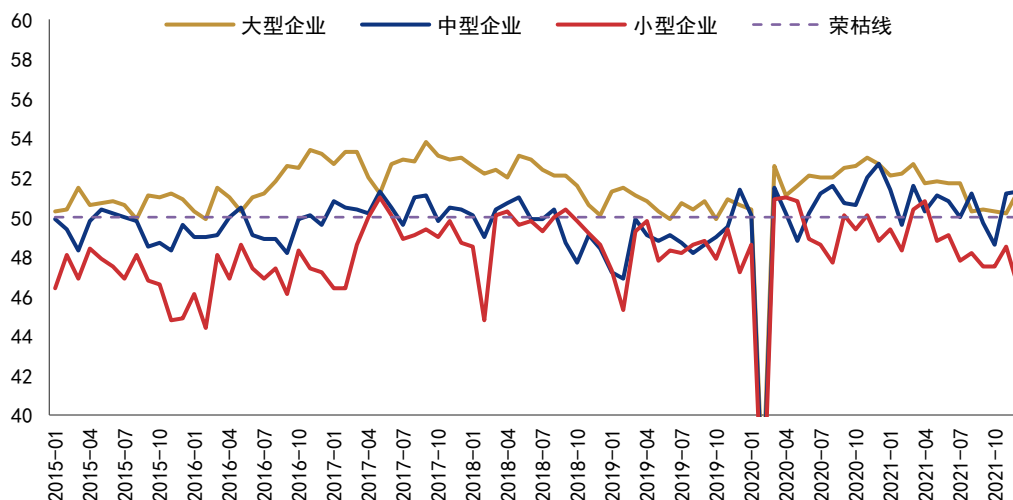


图8：大、中、小型企业制造业PMI（2015年1月至2021年12月，单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

9月以来，受原材料价格高企、订单不足、用工难用工贵、融资难回款慢、物流成本高、新冠肺炎疫情散发、用电紧张等因素影响，中小企业经营压力加大。为支持中小企业发展，近期国务院办公厅印发了《关于进一步加大对中小企业纾困帮扶力度的通知》《加强信用信息共享应用促进中小微企业融资实施方案的通知》，针对近期中小企业发展遇到的突出问题，提出了包括加大纾困资金支持力度、进一步推进减税降费、灵活精准运用多种金融政策工具、推动缓解成本上涨压力、加强用电保障、支持企业稳岗扩岗、保障中小企业款项支付、着力扩大市场需求、全面压实责任9条具体措施。在助企纾困政策带动下，中型企业产需回升，生产指数与新订单指数均处于扩张区间，但小型企业仍在持续收缩。

三、PMI 价格指数继续回落，预计 PPI 将环比下跌

12月PMI出厂价格指数为45.5%，较上月大幅下跌3.4个百分点，连续两个月收缩，这表明制造业企业生产的主要产品的出厂价格较上月显著下降。12月公布的2021年11月工业生产者出厂价格环比持平，在煤炭等大宗商品保供稳价措施下，企业生产原料成本下降，引领部分产成品价格下行，PPI环比涨幅已显著收窄。由于PMI出厂价格指数和PPI环比有较高的相关性，且PMI出厂价格继续回落，预计11月PPI环比将继续下降。

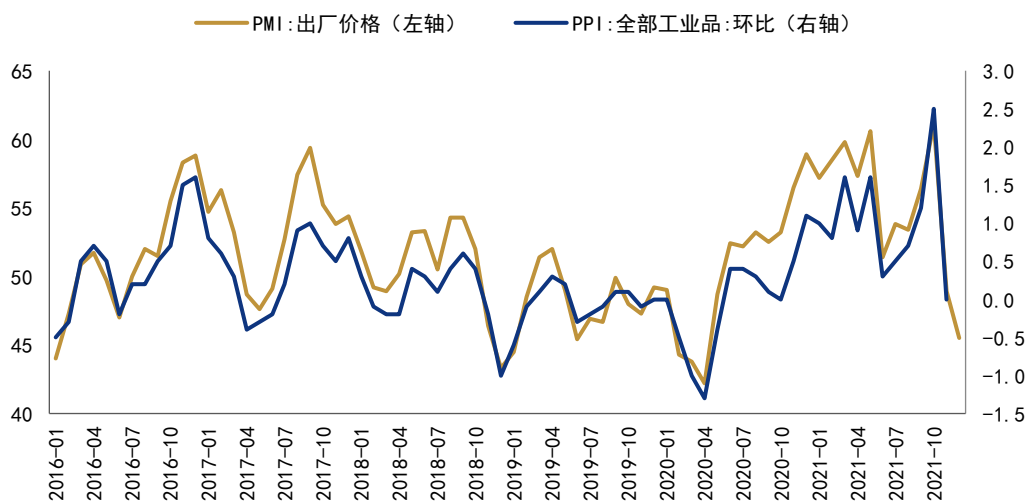


图9：出厂价格指数和PPI (2016年1月至2021年12月, 单位: %)

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

12月PMI主要原材料购进价格指数为48.1%，较上月大幅下降3.8个百分点，创今年以来最低水平。12月公布的2021年11月工业生产者购进价格环比上涨1.0%，涨幅回落1.6个百分点，主要原因是煤炭、钢材等生产资料价格已回落。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，且PMI主要原材料购进价格指数继续回落，预计2021年12月的工业生产者购进价格环比涨幅将进一步下降。

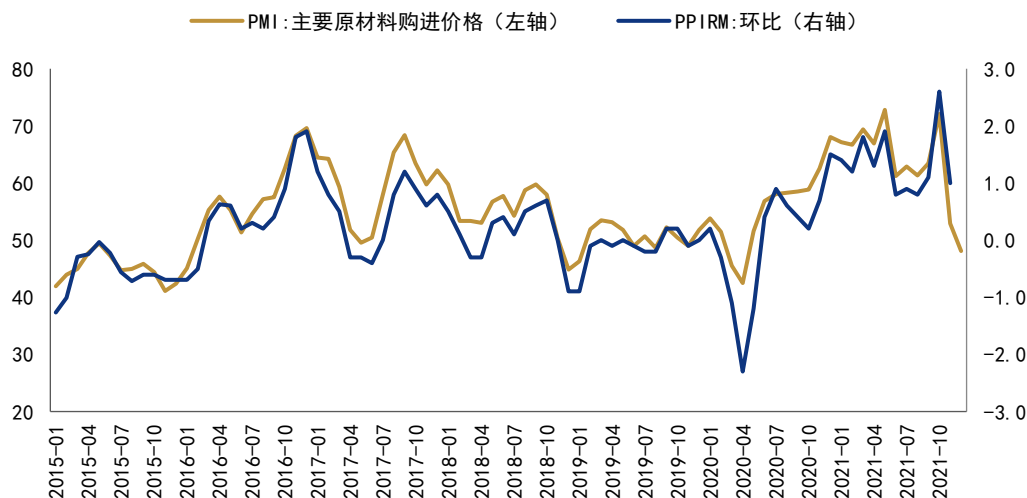


图 10: 主要原材料购进价格指数和 PPIRM (2015 年 1 月至 2021 年 12 月, 单位: %)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

为了确保今冬明春能源供应, 近期中央和地方都高度重视能源安全, 干预保供稳价力度空前。随着保供稳价政策的推进, 煤炭产量继续稳步增长, 11 月国内原煤产量达到 37084 万吨, 单月产量续创历史新高, 同比增加 4.6%; 预计 12 月产量还会有所增长。与此同时煤炭期货与现货价格进一步回落, 12 月底郑商所动力煤期货 2022 年 1 月合约跌破 700 元/吨, 其他月份合约价格也在 700 元以下, 能源价格的下降也带动了原材料价格的普跌。据商务部监测, 12 月前四周, 全国生产资料市场价格周度环比降幅分别为 1.4%、0.9%、0.6%、1.0%。其中, 煤炭和基础化学原料价格降幅最大。

四、展望

在生产性资料价格下降、房地产开工回暖、财政与货币政策促经济增长等有利因素支撑下, 预计未来一段时间 PMI 会继续温和扩张, 但需要关注新冠疫情扩散、国外主要经济体经济增速放缓的风险, 以及冬季环保限产的影响。

生产性资料价格方面, 政府对煤炭等产品保供稳价力度空前, 预计今冬明春能源价格会保持平稳, 企业生产成本压力缓解, 促进制造业进一步扩张。房地产方面, 前期过严的行业调控政策已经对地方财政、债券市场、行业上下游企业产生了很大负面影响, 因此近期房地产行业政策已经有所放松, 房地产项目开工率上升, 预计未来房地产开发活动可以对需求形成一定支撑。

财政政策方面, 2021 年地方政府专项债资金支出进度缓慢, 大量财政资金被闲置, 这个问题已经被中央重视。中央经济工作会议明确强调“要保证财政支出强度, 加快支出进度”“适度超前开展基础设施投资”, 财政部近期已向各地提前下达 2022 年新增专项债务限额 1.46 万亿元, 预计明年基建投资支出会有明显增长, 拉动宏观经济需求。货币政策方面, 在目前需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力背景下, 经济稳增长难度加大, 货币政策预计会加强与财政政策的协调联动, 预计明年央行会有降低政策利率来促进经济增长的空间。

在风险因素方面，由于冬奥会临近，北方地区针对钢铁、煤化工等重工业企业的环保监管预计会加强，相关生产活动或将受到一定影响；未来不排除可能会出现新的新冠病毒变体，导致疫情防控难度加大，影响人和物的正常流动；当前美国经济增长良好、通货膨胀率较高，如果美联储加息节奏加快，可能会引起美国等经济体增长放缓、美股价格下跌，出口需求或受负面影响。

【作者简介】

中学峰，中央财经大学金融学硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究与发展部总经理、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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



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：010-5727 7666

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：021-6510 0651

【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。