

# 12 月中国宏观数据点评—— 整体经济延续扩张，需关注小企业 利润承压和疫情反弹的影响

制造业保持扩张趋势，非制造业扩张趋稳。12月，制造业 PMI 环比上升 0.2 个百分点至 50.3%，高于市场预期（50.0%），连续 2 个月处于荣枯线以上。经计算，制造业 PMI 同比增速从前期的 8.4% 降至 12 月的 6.7%，降幅（1.7 个百分点）较前期（2.2 个百分点）有所收窄，同比增速的下行斜率略有平缓。展望未来，低基数效应将在 2022 年 1 月降至最低，随之陡然上升的高基数将带动制造业 PMI 同比增速曲线继续下探。12 月，服务业商务活动指数上升 0.9 个百分点至 52.0%，建筑业商务活动指数下降 2.8 个百分点至 56.3%，两者综合影响下非制造业 PMI 较前期回升 0.4 个百分点至 52.7%，高于市场预期（52.0%）。

不同规模制造业企业复苏分化，大中型企业扩张向好、小型企业持续收缩。12 月，大型企业 PMI 上升 1.1 个百分点至 51.3%，为 5 个月以来新高；中型企业 PMI 微升 0.1 个百分点至 51.3%，连续 2 个月处于荣枯线上；小型企业 PMI 下降 2.0 个百分点至 46.5%，收缩趋势较明显。我们认为，小型企业 PMI 持续收缩的原因出自生产端，因利润空间压缩导致的生产放缓。

利润空间压缩导致小型企业生产放缓。12 月，小型企业生产指数从前期的 48.8% 降至 45.6%，为 2020 年 3 月以来的最低值。我们认为，小型企业生产放缓的主要原因来自利润空间的下降。虽然商品价格已从高位回落，但是不同规模企业的购进价格变动并非一致：所有类型企业的购进价格指数在 12 月都出现下降，但小型企业仍处于荣枯线上。这意味着，在出厂价格指数（48.2%）跌破荣枯线的情况下，购进价格环比仍在上涨，导致小型企业的利润空间压缩和生产放缓。我们认为，当前情况不会持续，商品价格回落将带动小型企业的购进价格指数继续下行，利润空间将有所恢复。

整体需求疲软的背景下，竞争力弱导致小企业新订单指数明显回落。12 月，小型企业新订单指数和积压订单指数分别为 44.2% 和 43.2%，相较于 11 月，前者下降 3.4 个百分点、后者则上升

林琰

 宏观分析师 | 研究部主管  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

 宏观分析师  
yannson\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6440

2022 年 01 月 04 日

主要数据 (%)	12 月	11 月	10 月
<b>制造业 PMI</b>	<b>50.3</b>	<b>50.1</b>	<b>49.2</b>
其中:生产	51.4	52.0	48.4
新订单	49.7	49.4	48.8
新出口订单	48.1	48.5	46.6
积压订单	45.6	45.7	45.0
产成品库存	48.5	47.9	46.3
采购量	50.8	50.2	48.9
进口	48.2	48.1	47.5
购进价格	48.1	52.9	72.1
出厂价格	45.5	48.9	61.1
原材料库存	49.2	47.7	47.0
从业人员	49.1	48.9	48.8
供应商配送时间	48.3	48.2	46.7
生产经营活动预期	54.3	53.8	53.6
<b>非制造业 PMI</b>	<b>52.7</b>	<b>52.3</b>	<b>52.4</b>
其中:新订单	48.4	48.9	49.0
新出口订单	47.7	47.5	47.5
积压订单	43.4	43.9	44.3
存货	46.4	45.6	45.5
投入品价格	49.3	50.8	57.8
销售价格	48.1	50.1	52.7
从业人员	47.6	47.3	47.5
供应商配送时间	49.6	50.1	49.7
业务活动预期	57.3	58.2	58.8
<b>综合 PMI</b>	<b>52.2</b>	<b>52.2</b>	<b>50.8</b>

资料来源：国家统计局，浦银国际

### 相关报告：

《11 月中国宏观数据点评——成本压力暂时拉低工业企业利润，增库存趋势仍未见顶》（2021-12-29）

《2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》（2021-12-03）



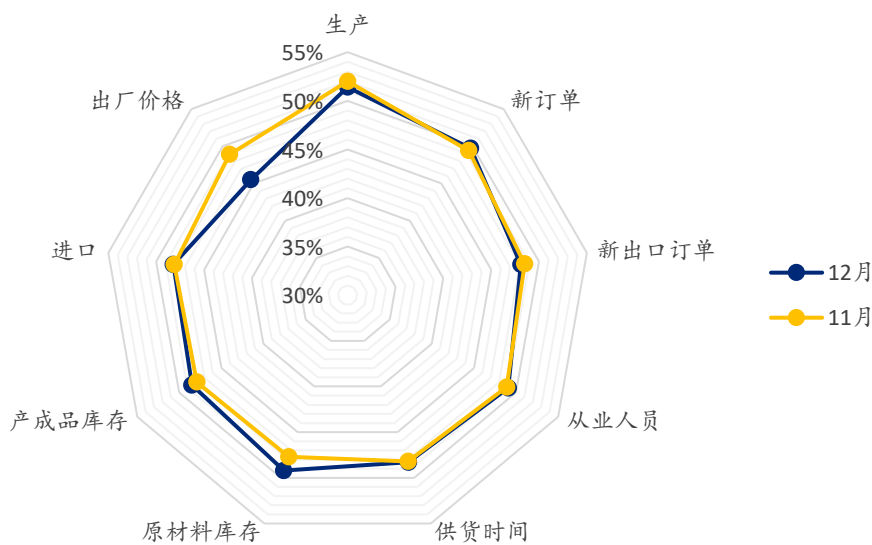
扫码关注浦银国际研究

1.4 个百分点。新订单和积压订单指数的反向变动大概率指向，利润空间压缩导致的生产放缓带动积压订单指数上升，需求疲软的背景下小企业竞争力弱导致新订单指数明显回落。

“保供稳价”政策指导下，增库存趋势明显。12月，制造业采购量指数从前期的50.2%升至50.8%，连续2个月处于荣枯线以上。受采购上升的影响，制造业原材料库存指数从前期的47.7%升至12月的49.2%，为2018年5月以来新高。12月，产成品库存指数上升0.6个百分点至48.5%，为今年2月以来新高。根据我们的报告（[《11月中国宏观数据点评——成本压力暂时拉低工业企业利润，增库存趋势仍未见顶》](#)），制造业增库存趋势强劲，但库存销售比的回落幅度并不大，我们认为需关注增库存趋势下需求的恢复速度。

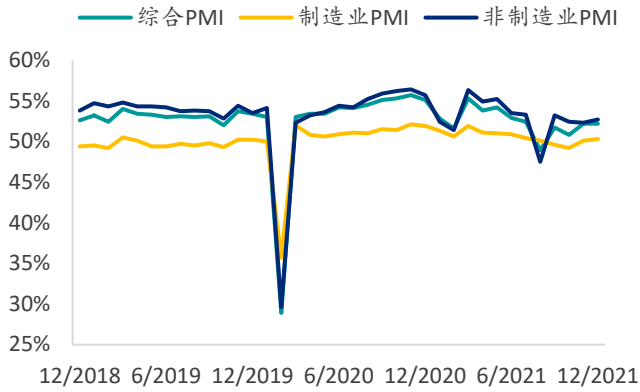
展望未来，疫情反弹导致非制造业的不确定性大于制造业。12月，制造业业务活动预期指数（54.3%）较前期上升0.5个百分点，而非制造业生产经营活动预期指数则下滑0.9个百分点至57.3%，我们认为这反映出对目前疫情反弹冲击非制造业（尤其是服务业）的担忧。考虑到2021年中国已多次实现短时间稳控疫情，我们预计此轮疫情反弹的影响不会持续太久。但是，此轮疫情的发生时点特殊，预计大概率将影响春节前的出行和消费，对服务业的影响值得持续关注。

图表 1：2021 年 11-12 月制造业 PMI 各分项变动情况



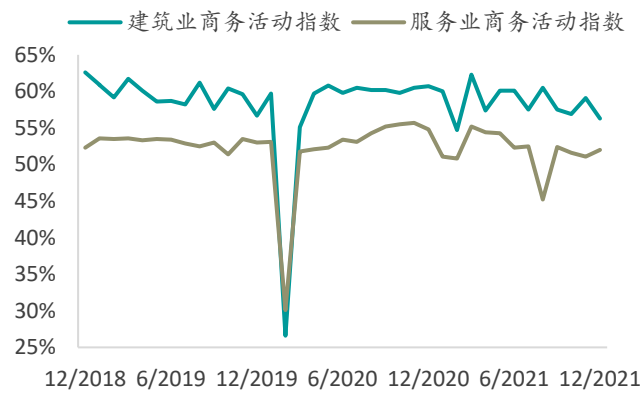
资料来源：CEIC，浦银国际

**图表 2: 制造业 PMI 连续 2 个月处于荣枯线以上, 非制造业 PMI 回升, 整体经济保持扩张趋势**



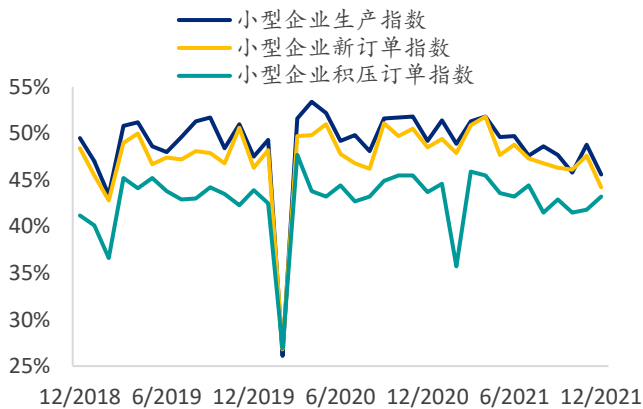
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 4: 非制造业中, 建筑业和服务业的商务活动指数维持扩张趋势、略有分化**



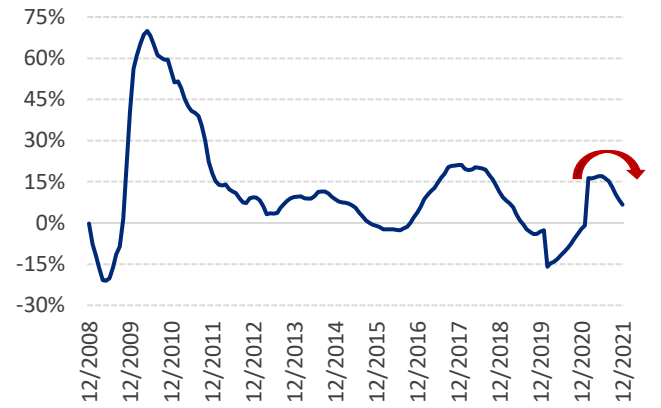
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 6: 小型企业生产放缓, 导致新订单和积压订单指数反向变动**



资料来源: CEIC, 浦银国际

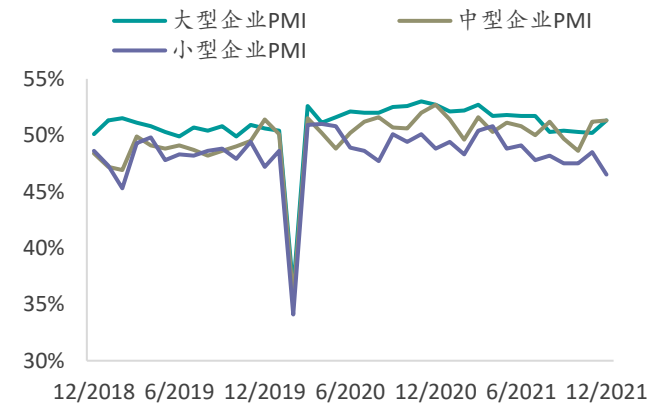
**图表 3: 制造业 PMI 同比增速曲线继续下探, 斜率略有平缓**



注: 按照“环比连乘法”计算得出

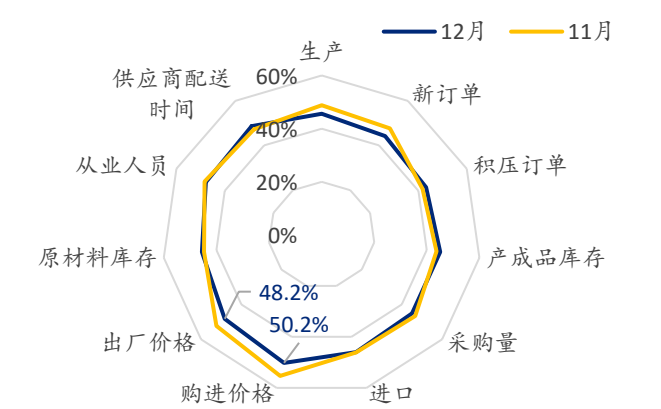
资料来源: FactSet, 浦银国际计算

**图表 5: 制造业大型和中型企业 PMI 处在扩张区间, 小型企业 PMI 荣枯线以下大幅下行**



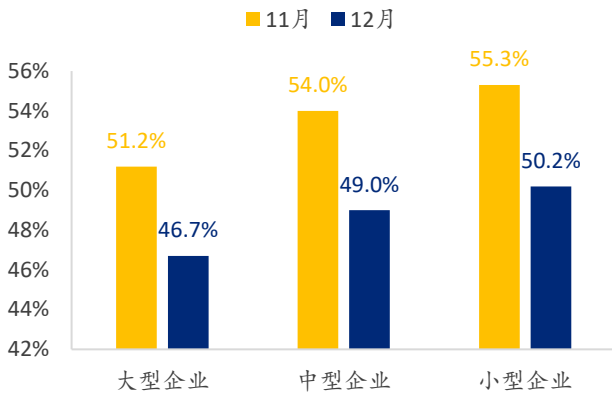
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 7: 2021 年 11-12 月制造业小型企业 PMI 各分项变动情况**



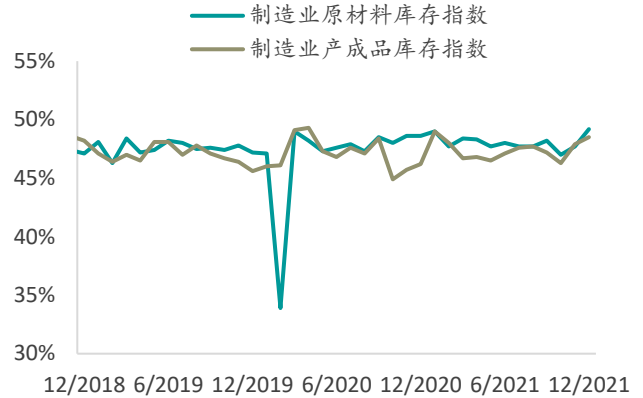
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 8: 12月, 所有类型企业的购进价格指数均出现下降, 但小型企业仍处于荣枯线以上**



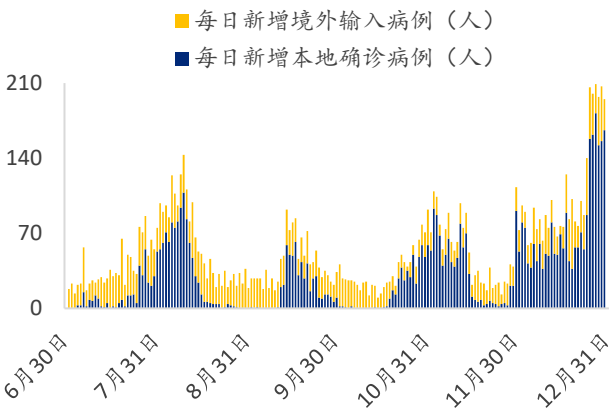
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 9: 制造业原材料库存和产成品库存指数不同程度地上升**



资料来源: CEIC, 浦银国际

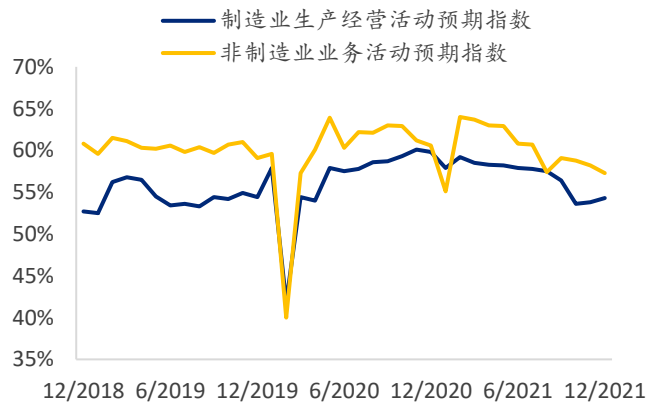
**图表 10: 2021年下半年, 全国新冠肺炎新增确诊病例详情**



注: 数据截至 2021 年 12 月 30 日

资料来源: Wind, 浦银国际

**图表 11: 制造业和非制造业的生产经营活动预期指数均保持在扩张区间, 但出现分化**



资料来源: CEIC, 浦银国际

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

