

# PMI 再度探底，看好短端机会

## ——12月 PMI 数据点评 20221231

报告日期：2023-01-02

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件：

12月31日，统计局公布2022年12月PMI数据。12月，中国制造业采购经理指数（PMI）为47.0%，比上月回落1.0个百分点；非制造业商务活动指数为41.6%，比上月回落5.1个百分点。

#### ● 疫情影响加深，供需双弱延续

整体来看，12月PMI数据表明疫情的影响进一步提升，企业供需双弱格局持续，经济下行压力凸显，企业经营活动预期减弱，更趋谨慎，当下弱实现象持续，考虑到疫情防控政策的优化调整，当前经济活动大概率处于探底运行阶段，后续或将进入温和复苏阶段。

债市观点方面，随着经济的再度探底，强预期或再度回归，在经济整体温和复苏的背景下，长端利率或仍易上难下。但考虑到流动性先行的政策脉络，预计短期内资金面仍将保持宽松，短端利率品种有进一步压缩的空间，因此当前做陡收益率曲线的性价比仍相对较高，继续看好利率收益率曲线做陡的策略。

从风险的角度来看，1月银行信贷开门红、23年地方债提前发行、存单抛压尚未完全出清，上述三个因素可能对短端利率债和银行二永债收益下行造成扰动，波段交易建议快进快出，配置策略则可半仓上车、一季度适时补仓。综上所述，随着10y国债修复与关键期限利率债机会的基本兑现，下一步可以做陡曲线、重新参与头部二永交易。

#### ◆ 制造业供需两端景气度持续回落。

12月制造业新订单指数录得43.9%，环比下降2.5pct，较过去5年同期均值低出7.6pct，继续仍位于临界值以下，显著低于历史平均水平。外需方面，本月新出口订单指数录得44.2%，较前值回落2.5pct，降幅持平于新订单指数，表明内外需表现均有所承压。

12月生产指数录得44.6%，较前值大幅回落3.2pct，连续3个月低于荣枯线，较过去5年同期均值低出8.1pct。在手订单与产成品库存分别较

前值回落 0.3pct 与 1.5pct, “新订单-产成品库存”构建的生产动能指数较前值回落 1.0pct, 当月录得-2.7%, 生产动能持续下行。

整体来看, 12月国内疫情对经济运行的影响加深, 工人出勤率与到岗率普遍较低, 制造业生产活动放缓, 市场需求端继续收缩, 经济回升的动能相对偏弱, 当下经济探底运行趋势明显。

◆ 原材料与出厂价格指数回升, 预计 PPI 同比跌幅收窄。

12月出厂价格指数与原材料购进价格指数分别录得 49.0%与 51.6%, 分别较前值回升 1.6pct 与 0.9pct。具体来看, 根据高频数据显示, 本月大宗商品价格涨跌互现, 原油价格继续走弱, 黑色系价格多数上涨, 有色金属价格整体上行, 猪肉价格继续回落, 鲜菜价格环比上行。根据两大价格指数与 PPI 环比的相关性, 我们对 PPI 进行测算, 预计 12月 PPI 环比涨幅或小幅抬升, 同比降幅或收窄至 0.1%左右。

◆ 企业经营信心减弱, 大中小型企业景气度均弱于荣枯线。

12月制造业企业用工及备料走弱, 原材料库存小幅回升。12月, 制造业采购与进口指数分别录得 44.9%与 43.7%, 分别较前月回落 2.2pct 与 3.4pct; 原材料库存指数小幅抬升 0.4pct 至 47.1%, 从业人员指数回落 2.6pct 至 44.8%, 逆指数供货商配送速度大幅下行 6.6pct 至 40.1%, 表明原材料供应时间有所放缓。

12月大中小型制造业企业 PMI 分别录得 48.3%、46.4%与 44.7%, 分别较前值回落 0.8pct、1.7pct 与 0.9pct, 各类型企业景气度均连续 3个月出现回落大型企业景气度连续 2个月下行, 其中中型企业与小型企业景气度大幅受挫, 创下近一年的新低。

整体来看, 12月企业供需两端受疫情影响而有所承压, 企业经营更趋谨慎, 采购、进口等持续走弱, 各型企业均受挫明显。

◆ 建筑业仍处景气区间, 服务业受挫明显。

非制造业方面, 12月非制造业商务活动指数录得 41.6%, 较上月大幅回落 5.1pct。其他主要分类指标整体下行, 具体来看, 当月新订单指数为 39.1%, 比上月下降 3.2 个百分点, 低于临界点, 投入品价格指数为 49.2%, 比上月下降 0.7 个百分点, 低于临界点, 销售价格指数为 47.5%, 比上月下降 1.2 个百分点, 低于临界点, 从业人员指数为 42.9%, 比上月下降 2.6 个百分点。分行业来看, 建筑业商务活动指数为 54.4%, 比上月下降 1.0pct, 服务业商务活动指数为 39.4%, 比上月下降 5.7pct。

整体来看，建筑业继续维持在景气区间，而接触性服务业则受疫情影响而加速探底，其中零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等接触性聚集性行业商务活动指数均低于 35.0%，继续弱势运行。

● **投资策略：继续看好银行二永+利率收益率曲线做陡**

12 月 PMI 数据表明疫情的影响进一步提升，企业供需双弱格局持续，经济下行压力凸显，企业经营活动预期减弱，更趋谨慎，当下弱现实现象持续，考虑到疫情防控政策的优化调整，当前经济活动大概率处于探底运行阶段，后续或将进入温和复苏阶段。

债市观点方面，随着经济的再度探底，强预期或再度回归，在经济整体温和复苏的背景下，长端利率或仍易上难下。但考虑到流动性先行的政策脉络，预计短期内资金面仍将保持宽松，短端利率品种有进一步压缩的空间，因此当前做陡收益率曲线的性价比仍相对较高，继续看好利率收益率曲线做陡的策略。

从风险的角度来看，1 月银行信贷开门红、23 年地方债提前发行、存单抛压尚未完全出清，上述三个因素可能对短端利率债和银行二永债收益下行造成扰动，波段交易建议快进快出，配置策略则可半仓上车、一季度适时补仓。综上所述，随着 10y 国债修复与关键期限利率债机会的基本兑现，下一步可以做陡曲线、重新参与头部二永交易。

● **风险提示**

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**研究助理：**杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。