

## 已见“柳暗”，待现“花明”

## ——12月PMI数据点评

## 报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

**多重约束下制造业PMI低于预期。**12月制造业指数延续10月以来的下降趋势，为2022年的最低数值且低于市场预期。**12月随防控措施优化，国内疫情快速传播，在劳动力供给及国内总需求方面均形成一定约束，相应造成本月制造业景气度的下行。**具体而言，12月PMI指数表现出以下特征：**一是产需不改走弱之势。**一方面生产活动因劳动力供给不足放缓，另一方面内外需求持续下降。与此同时，企业增加生产投入的意愿偏弱。**二是劳动力供给明显不足。**12月国内新冠肺炎感染人数短期内快速增加，这导致部分可到岗劳动人员的缺失，运输人力不足也造成本月物流配送时间有所延长，考虑到该分项计入整体PMI指数的方式，实际有效的PMI指数或低于47.0%的读数。**三是价格有所回升。**部分大宗商品价格攀升及供给端偏紧对价格形成支撑。**四是各类企业景气水平继续回落。**疫情感染造成的人员不足及市场需求的收缩对中小企业的拖累更加严重。

**非制造业因疫情扰动明显收缩。**12月非制造业商务活动指数同样低于市场预期，为2022年全年的最低读数，主要受到疫情扰动下服务业景气度大幅下降的拖累。本月处于疫情防控措施优化后感染人数短期内迅速冲高的阶段，与之联系紧密的服务业景气水平相应也回落明显。基建支撑下建筑业活动指数则保持一定韧性，连续11个月位于较高景气水平。**防疫措施优化叠加稳投资政策落地显效，基建相关施工条件、项目储备及资金支持方面均有一定保障，其高景气有望在明年得以延续。**

**经济回升确定性较强。**12月PMI数据反映出了疫情反弹后的第一波冲击，整体经济处于底部运行状态，较11月承压更甚，也符合我们在11月PMI数据点评中提出的“经济压力在年内难以缓解”的观点。本月各地感染人数随多项疫情防控优化措施落地而快速冲向高峰，国内供需两端所受制约因此加重，居民预期也待修复，叠加外部环境复杂严峻，全球经济压力较大，外需支撑进一步削弱，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力仍存。我们认为明年经济回升的确定性较强，一是因为疫情反弹造成的强扰动不具有持续性。他国经验表明，随第一轮疫情达峰，经济所受拖累也将逐渐减弱，而国内感染人数的扩张速度相对较快，并且12月国内地铁客运量、城市拥堵指数等高频数据

表明部分放开较早城市居民的生活半径已步入恢复阶段，我们预计第一轮冲击持续至明年 1 月，后续即使疫情出现反复，所达到的峰值及其对经济干扰的程度都将走弱，市场预期也将逐步修复；二是“扩大内需”相关政策保障力度较大。外需走弱下经济动能转向国内需求，12 月中央经济工作会议强调“扩内需”，全国财政工作会议及央行货币政策委员会四季度例会也均提出要着力扩大国内需求，稳增长积极政策的实施显效有望增强经济复苏动能。

**风险提示：**1.疫情影响不确定性。2. 地缘冲突超预期。

## 目录

1. 数据 .....	5
2. 多重约束下制造业 PMI 低于预期 .....	5
3. 非制造业因疫情扰动明显收缩 .....	7
4. 经济回升确定性较强 .....	8

## 图表目录

图表 1：12 月制造业 PMI 持续低于预期.....	5
图表 2：12 月劳动力供给收缩明显.....	6
图表 3：12 月价格有所回升.....	6
图表 4：12 月大中小型企业景气度进一步下降.....	7
图表 5：12 月非制造业商务活动指数持续处于收缩区间.....	7

## 1. 数据

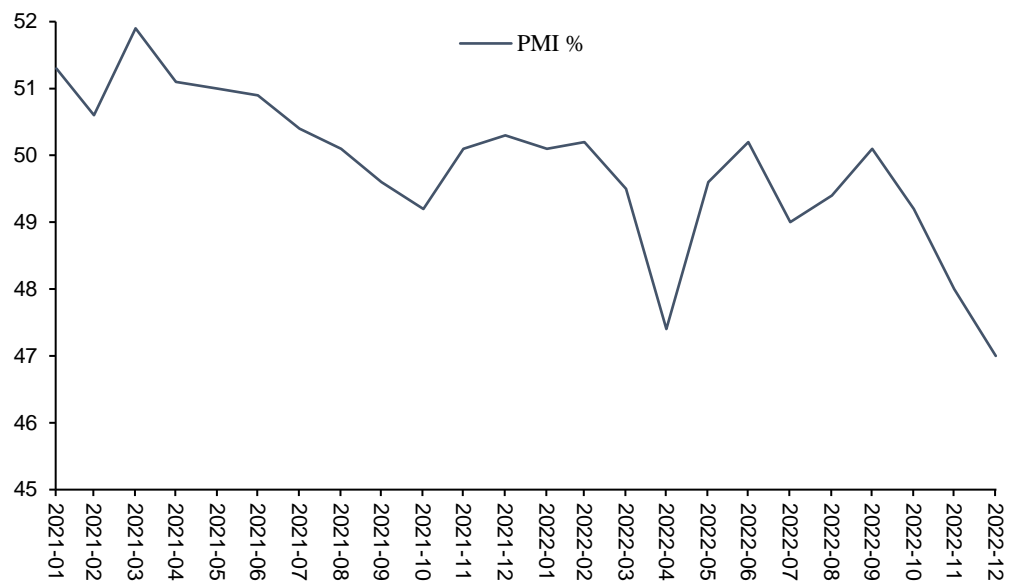
中国 12 月制造业 PMI 指数 47.0%，预期 48.0%，前值 48.0%。

中国 12 月非制造业 PMI 指数 41.6%，预期 45.0%，前值 46.7%。

## 2. 多重约束下制造业 PMI 低于预期

12 月制造业指数延续 10 月以来的下降趋势，相比上月回落 1 个百分点至 47.0%，为 2022 年的最低数值且低于市场预期。12 月随防控措施的优化，国内疫情快速传播，在劳动力供给及国内总需求方面均形成一定约束，相应造成本月制造业景气度的下行。

图表 1：12 月制造业 PMI 持续低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，12 月 PMI 指数表现出以下特征：

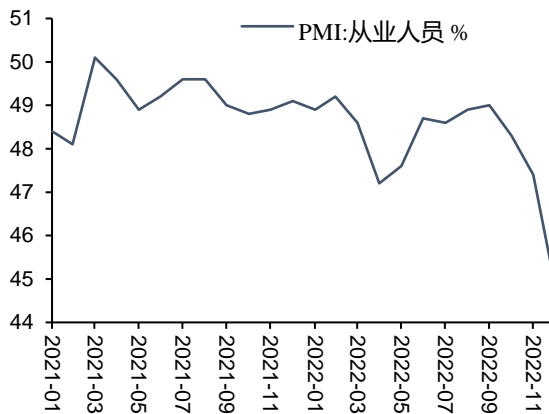
**一是产需不改走弱之势。**一方面生产活动放缓，12 月生产指数为 44.6%，相比 11 月下降 3.2 个百分点，本月生产走弱主要是因为 12 月国内感染人数激增，人员到岗率偏低，统计局的企业调查显示，反映劳动力供给不足的企业比重较上月增加 6.5 个百分点至 14.2%。具体行业来看，装备制造业及高基数制造业生产活动的收缩相对明显，较 11 月降幅均超过 6 个百分点。另一方面需求持续下降，企业调查结果显示反映市场需求不足的企业比重为 53.8%，连续 6 个月位于 50% 以上。新订单指数比上月下降 2.5 个百分点至 43.9%，其中内外需求均继续收缩，一是全球经济增长放缓及国内供给受限影响我国出口表现，新出口订单指数录得 44.2%（前值 46.7%）；二是疫情扰动下国内需求仍较疲软，进口指数录得 43.7%（前值 47.1%）。与此同时，企业增加生产投入的意愿偏弱，12 月采购量指数仅录得 44.9%（前值 47.1%），原材料库存则因生产活动的放缓略有抬升，相比上月增加 0.4 个百分点至 47.1%，继续低于临界值。生产收紧下产成品库存消耗则有所加快，相比上月下降 1.5 个百分点至 46.6%。

**二是劳动力供给明显不足。**随诸多防控优化措施的推出，12 月国内新冠感染人数短期内快速

增加，这导致部分可到岗劳动人员的缺失，也增强了物流运输方面的约束，本月从业人员指数降至 44.8%，低于上月 2.6 个百分点，相应拖累制造业 PMI 指数 0.5 个百分点。运输人力不足也造成本月物流配送时间有所延长，供应商配送时间指数降至 40.1%，较 11 月大幅下降 6.6 个百分点，考虑到该分项计入整体 PMI 指数的方式，配送时间指数的大幅降低正向拉动 PMI 约 1 个百分点，这可能造成本月制造业 PMI 的虚增，实际有效的 PMI 指数或低于 47.0% 的读数。

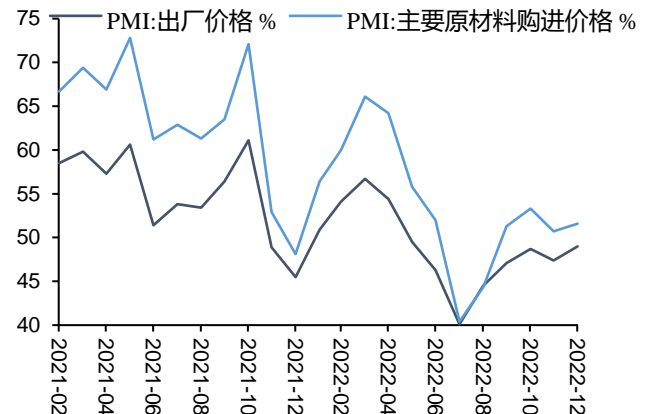
**三是价格有所回升。**12 月主要原材料购进价格及出厂价格分别录得 51.6%、49.0%，与 11 月相比各自增加了 0.9、1.6 个百分点。一方面，本月部分大宗商品价格攀升，带动主要原材料购进价格指数上行，另一方面 12 月生产活动的放缓造成供给端处于偏紧状态，其边际走弱的程度较需求更为突出，因此对出厂价格形成一定支撑。

图表 2：12 月劳动力供给收缩明显



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

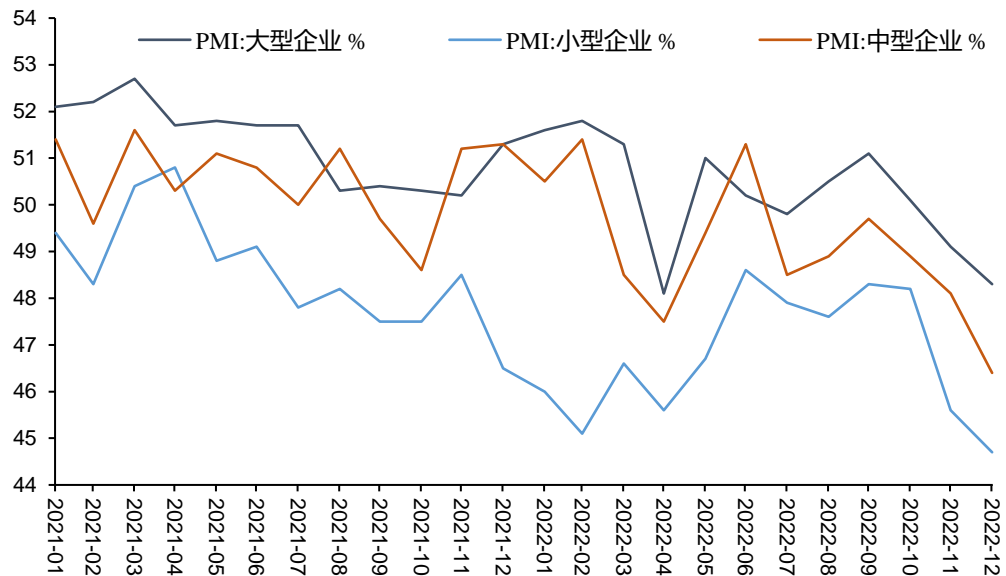
图表 3：12 月价格有所回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

**四是各类企业景气水平继续回落。**12 月大中小型企业生产经营活跃度在收缩区间内进一步下降，分别录得 48.3%、46.4%、44.7%。较 11 月各下降 0.8、1.7 和 0.9 个百分点。整体而言，中小企业所受冲击较为明显，疫情感染造成的人员不足及市场需求的收缩对两者生产的拖累相比大型企业更加严重。

图表 4：12 月大中小型企业景气度进一步下降

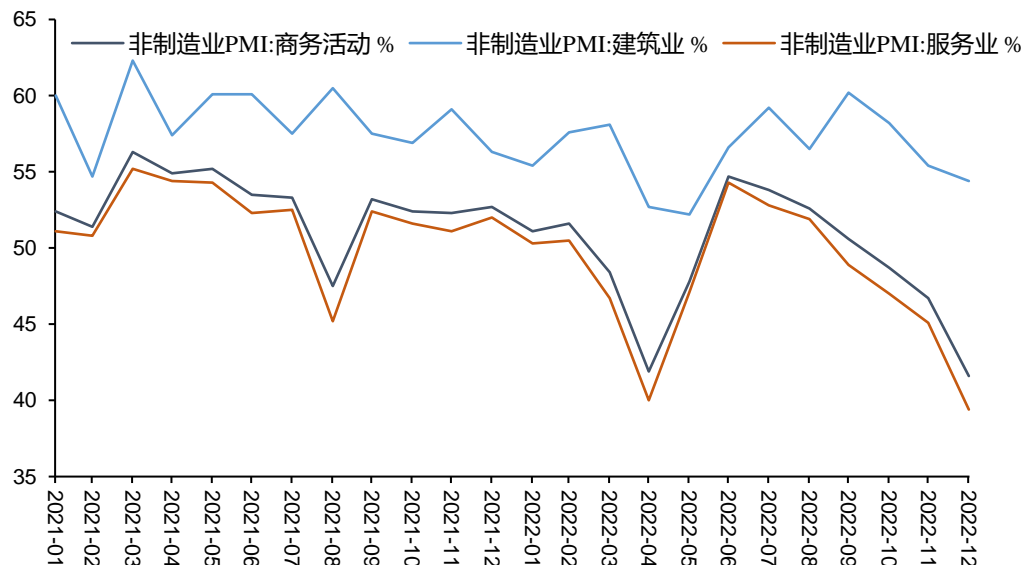


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

### 3. 非制造业因疫情扰动明显收缩

12 月非制造业商务活动指数继续处于收缩区间，相比上月继续下降 5.1 个百分点至 41.6%，同样低于市场预期，为 2022 年全年的最低读数，主要受到疫情扰动下服务业景气度大幅下降的拖累，建筑业则得益于基建贡献，保持在扩张区间。

图表 5：12 月非制造业商务活动指数持续处于收缩区间



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

12 月服务业活动指数为 39.4%，前值 45.1%，本月处于疫情防控措施优化后感染人数短期内

迅速冲高的阶段，与之联系紧密的服务业景气水平相应也回落明显。分行业来看，接触性聚集性行业（零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等）受疫情短期扰动加大的拖累，其商务活动指数均低于 35.0%，由于居民恐慌情绪及实际感染无法外出的影响，居民对上述行业的消费需求较弱。而航空运输业商务活动指数则受益于疫情防控政策的优化，上升至 60.0%以上高位景气区间，从高频数据来看，12 月国内航班执行率均值较 11 月也出现明显提升，显示跨区域人员流动因防控约束的放松而有所改善。

12 月建筑业活动指数比 11 月继续下降 1.0 个百分点至 54.4%，连续 11 个月位于较高景气水平，其韧性主要来自基建的支撑。本月与基础设施投资相关的土木工程建筑业商务活动指数扩张速度虽有所放缓，录得 57.1%（前值 62.3%），但其绝对值水平仍保持在 55%以上，表明相关土木工程建设项目依旧维持较快施工进度。防疫措施优化叠加稳投资政策落地显效，基建相关施工条件、项目储备及资金支持方面均有一定保障，其高景气有望在明年得以延续，预计将继续对建筑业活动指数形成正向拉动。

#### 4. 经济回升确定性较强

12 月 PMI 数据反映出了疫情反弹后的第一波冲击，整体经济处于底部运行状态，较 11 月承压更甚，也符合我们在 11 月 PMI 数据点评中提出的“经济压力在年内难以缓解”的观点。本月各地感染人数随多项疫情防控优化措施落地而快速冲向高峰，国内供需两端所受制约因此加重，居民预期也待修复，叠加外部环境复杂严峻，全球经济压力较大，外需支撑进一步削弱，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力仍存。我们认为明年经济回升的确定性较强，一是因为疫情反弹造成的强扰动不具有持续性。他国经验表明，随第一轮疫情达峰，经济所受拖累也将逐渐减弱，而国内感染人数的扩张速度相对较快，并且 12 月国内地铁客流量、城市拥堵指数等高频数据表明部分放开较早城市居民的生活半径已步入恢复阶段，我们预计第一轮冲击持续至明年 1 月，后续即使疫情出现反复，所达到的峰值及其对经济干扰的程度都将走弱，市场预期也将逐步修复；二是“扩大内需”相关政策保障力度较大。外需走弱下经济动能转向国内需求，12 月中央经济工作会议强调“扩内需”，全国财政工作会议及央行货币政策委员会四季度例会也均提出要着力扩大国内需求，稳增长积极政策的实施显效有望增强经济复苏动能。

风险提示：1. 疫情影响不确定性。2. 地缘冲突超预期。



## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。