

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

寒冬将过，经济回暖可期

2023年1月1日

- **供需再受疫情感染的短期冲击。**12月上旬起，疫情防控措施迎来变化，制造业再受一轮新冠感染的冲击。其中，生产、需求、就业端的表现都比较弱。第一，在新一轮疫情感染冲击下，制造业生产、新订单和新出口订单都明显走弱。第二，企业利润空间仍受压缩，原材料采购和库存消耗都变慢。制造业企业主要原材料的采购量下降，说明原材料库存指数的上升可能是企业生产活动下滑导致原材料库存消耗变慢。第三，受疫情感染的短期影响，制造业从业人员指数持续下行，劳动力供应不足的现象更加普遍。第四，大中小企业景气度进一步下探，其中，中型企业PMI下降的幅度最大。
- **疫情扰动接近尾声，服务业加快探底运行。**12月非制造业景气水平持续下探主要受新冠病毒大范围感染影响，导致企业生产经营人员下滑。分行业看，1) 服务业景气度深度下挫，创年内新低。从供给端来看，受新冠病毒大范围感染影响，服务业企业用工景气度回落；从需求端来看，服务业市场需求有所减少。往后看，随着疫情防控政策的逐步优化，加之春节临近，社会面人员流动性将逐步改善，餐饮、住宿、文体娱乐以及旅游相关的接触型消费需求在经历短暂阵痛后，将呈现探底回升走势。2) 积极政策支持建筑业景气度高位运行。12月建筑业总体继续保持增长。在推动重大项目建设等各项政策措施带动下，土木工程建筑业企业保持较快施工进度。往后看，投资需求有望继续释放潜力，支撑建筑业维持较高景气水平。
- **寒冬将过，经济回暖可期。**随着疫情防控政策优化，明年经济或将逐步回暖，在春节后经济或将步入正轨。一是疫情感染峰值过后，企业生产经营活动或向正常区间靠拢。12月新冠病毒大范围感染导致企业生产经营活动放缓。目前，防疫措施已经优化，感染峰值过后，明年经济或将逐渐恢复，但明年1月修复的幅度可能有限。根据统计局新闻，调查中多数企业认为，随着疫情形势逐步好转，后期市场走势有望回暖。这显示出企业对市场回暖有信心。二是政策发力扩内需，助力消费活力和潜力不断释放。进入12月，疫情防控政策逐步优化后，沈阳、海口、武汉、上海、广州等多地已发放或计划发放新一批消费券，以加快促进消费市场持续恢复。明年在各项利好因素的带动下，内需将加速修复，明年经济有望重回5%左右。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

目录

一、供需再受疫情感染的短期冲击.....	3
二、疫情扰动接近尾声，服务业加快探底运行.....	6
三、寒冬将过，经济回暖可期.....	8
风险因素.....	9

图目录

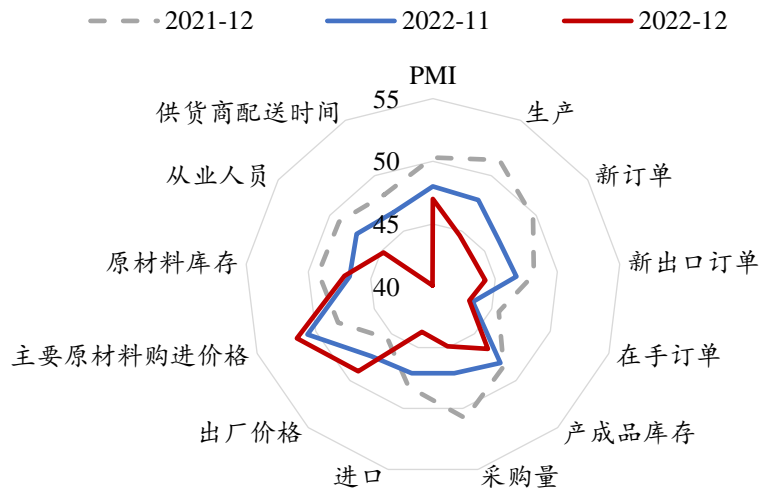
图 1: 12 月制造业生产、需求、就业端的表现都较弱.....	3
图 2: 12 月制造业 PMI 的生产、需求、就业端都表现较差.....	3
图 3: 12 月产需两端再度走弱.....	4
图 4: 12 月企业利润空间继续收缩.....	4
图 5: 12 月原材料库存上升，产成品库存下降.....	5
图 6: 大中小企业景气度进一步下降，均在荣枯线下.....	5
图 7: 12 月的经济动能走弱.....	6
图 8: 12 月服务业深度下挫.....	7
图 9: 受天气影响，12 月水泥发运率继续下降.....	7
图 10: 12 月石油沥青开工率受到部分影响.....	8
图 11: 12 月我国企业生产经营活动总体有所放缓.....	9

一、供需再受疫情感染的短期冲击

12月上旬起，疫情防控措施迎来变化，制造业再受一轮新冠感染的冲击。12月制造业PMI录得47.0%，较11月回落了1个百分点。其中，生产、需求、就业端的表现都比较弱。

第一，在新一轮疫情感染冲击下，制造业生产和需求再度走弱。12月起，全国各大城市陆续迎来感染冲击。受感染扩散的影响，12月制造业生产PMI为44.6%，比11月下降了3.2个百分点。需求方面，制造业新订单PMI为43.9%，比11月下降了2.5个百分点，新出口订单分项也下降2.5个百分点，回落至44.2%，这显示出外需延续弱势。

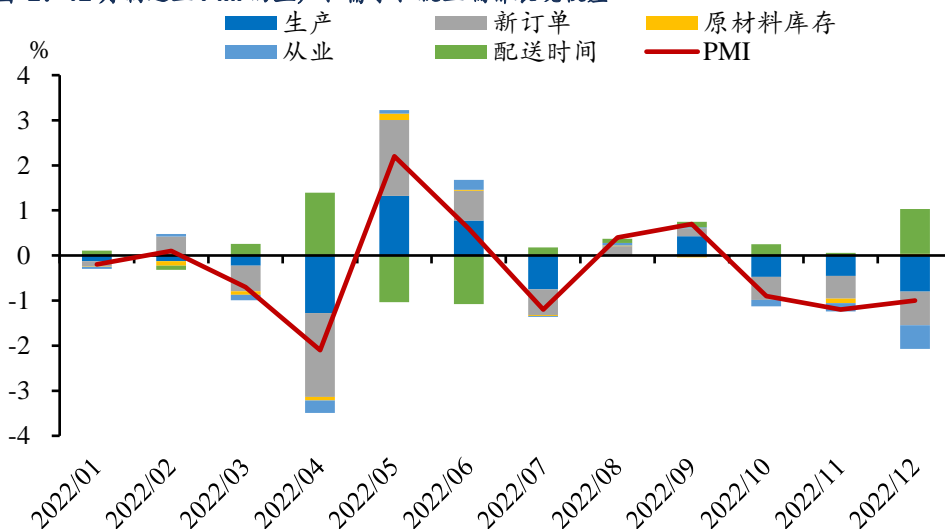
图 1：12月制造业生产、需求、就业端的表现都较弱



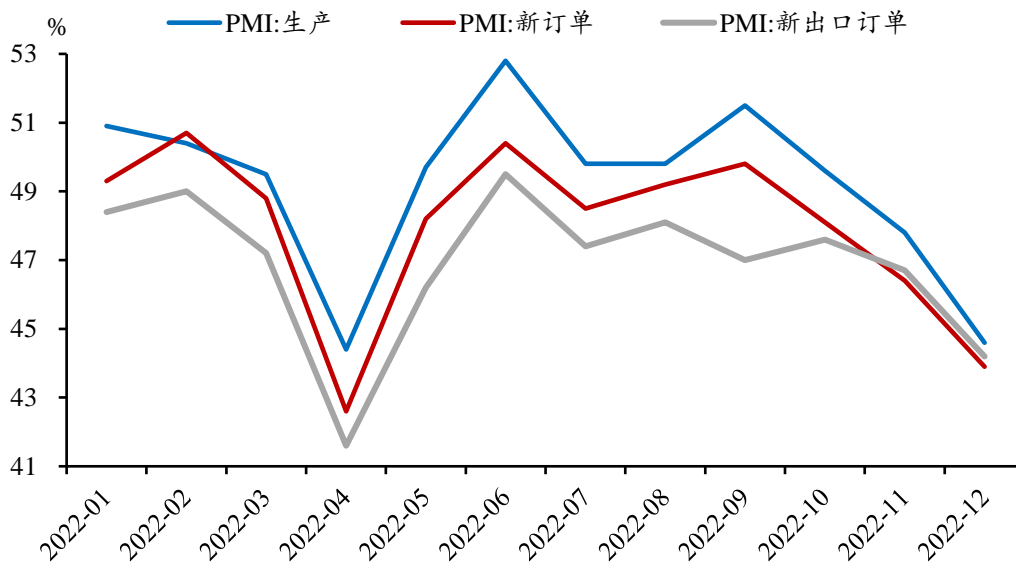
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，企业利润空间仍受压缩，原材料采购和库存消耗都变慢。12月原材料购进价格和出厂价格都有上升，其中原材料价格指数处于扩张区间，而出厂价格指数处于收缩区间，显示企业的盈利空间仍有压力。制造业企业主要原材料的采购量从11月的47.1%下降到12月的44.9%，而原材料库存指数上升，说明原材料库存指数的上升并非由采购量引起，可能是企业生产下滑导致原材料库存消耗变慢。12月供应商配送时间指数明显下降，比11月回落了6.6个百分点，表明受疫情影响，物流运输人力不足，制造业原材料供应商交货时间有所延长。

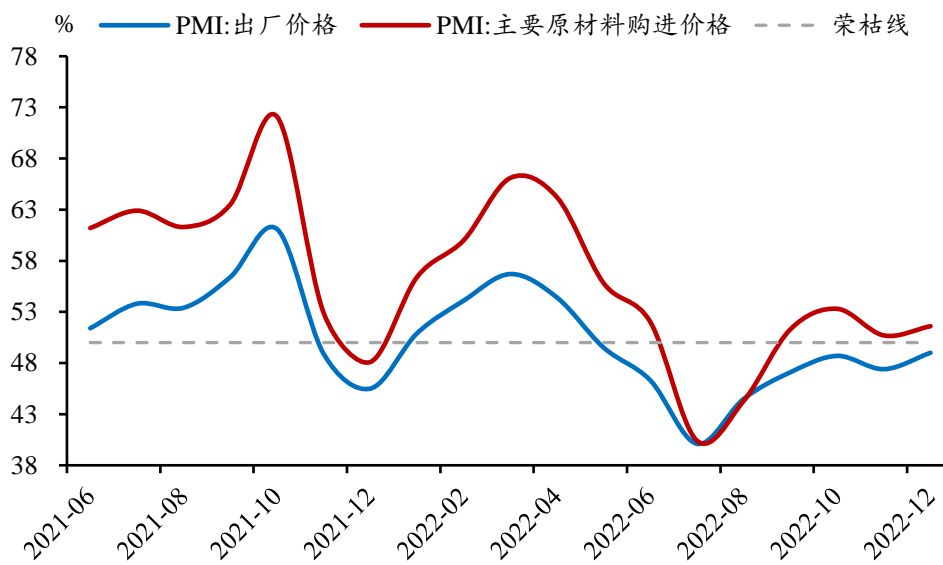
图 2：12月制造业PMI的生产、需求、就业端都表现较差



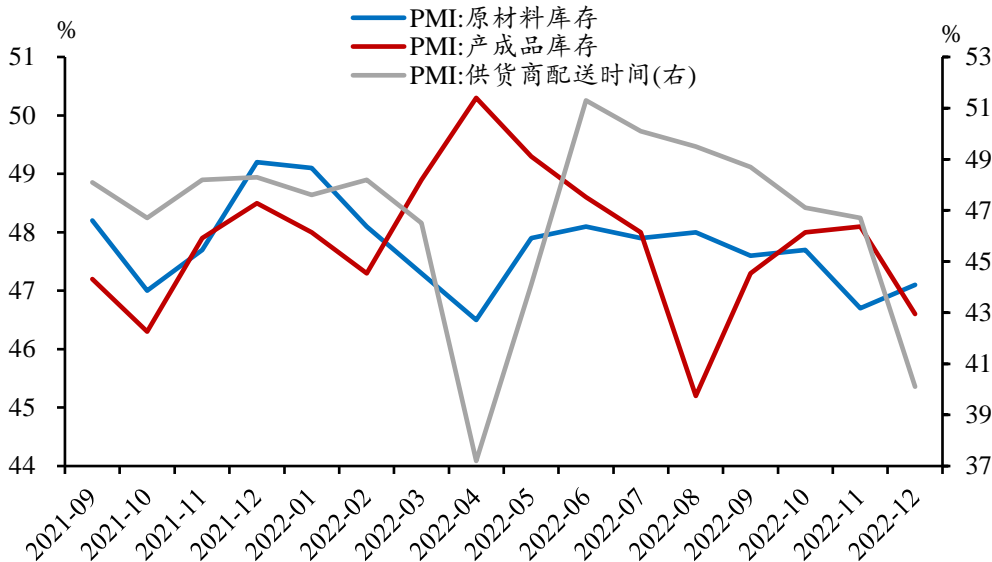
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：12月产需两端再度走弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：12月企业利润空间继续收缩


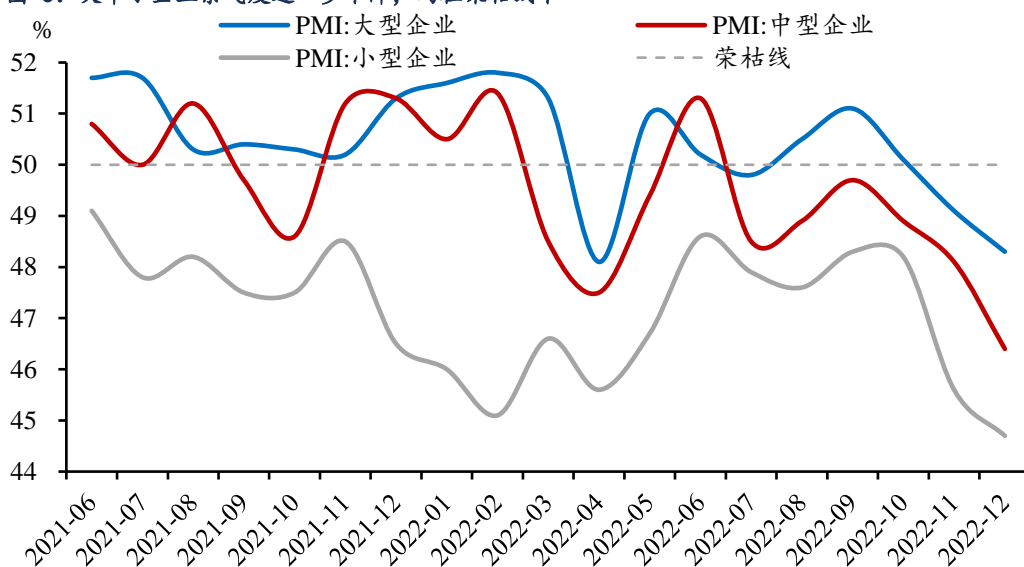
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：12月原材料库存上升，产成品库存下降


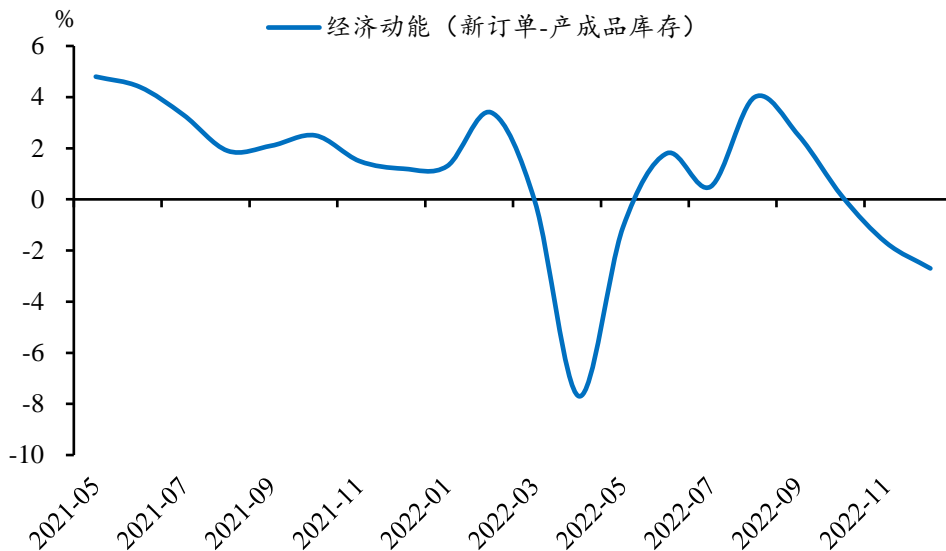
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，受疫情感染的短期影响，制造业从业人员指数持续下行。12月制造业从业人员指数为44.8%，较11月下降了2.6个百分点，达到了全年最低点。从业人员指数下降背后的原因是12月多地迎来一轮新冠病毒感染，由于感染范围扩大，企业生产经营人员到岗率不足，经营生产人员景气度水平走弱。劳动力供应不足的现象更加普遍，12月反映劳动力供应不足的企业比重高于11月6.5个百分点。制造业从业人员指数走弱，拖累制造业PMI 0.5个百分点。

第四，大中小企业景气度进一步下探。12月大中小企业PMI指数连续三个月下降，其中，大型和小型企业PMI分别较11月下降了0.8和0.9个百分点，中型企业PMI下降的幅度最大，下降了1.7个百分点。小企业PMI为44.7%，连续20个月处于收缩区间，现已下降至全年低点。中型企业自2019年12月以来首次出现PMI指数连续四个月处于收缩区间，受到的冲击也相对较大。此外，大中小企业的从业人员指数也都出现明显回落，这与制造业企业反映的劳动力供给不足问题相一致。

图 6：大中小企业景气度进一步下降，均在荣枯线下


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：12 月的经济动能走弱


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

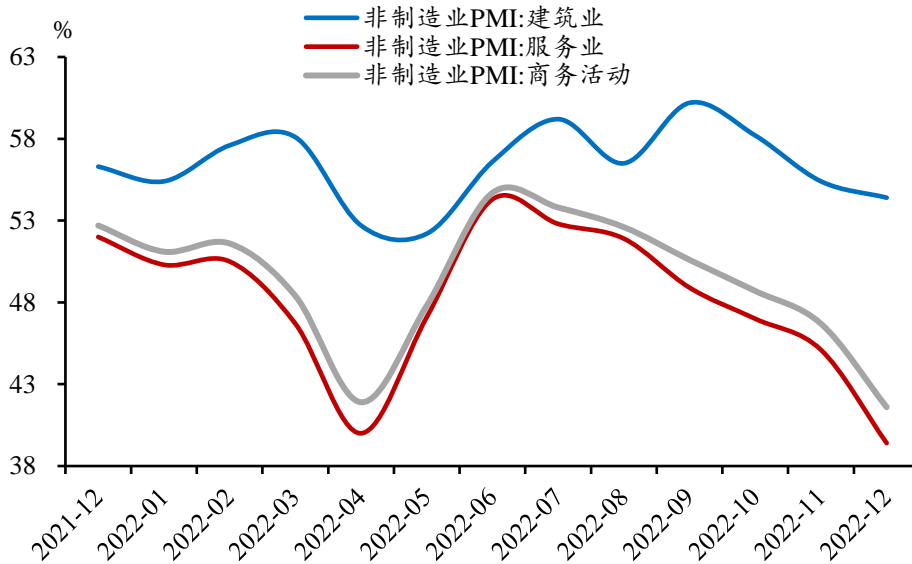
二、疫情扰动接近尾声，服务业加快探底运行

新冠感染范围加大，非制造业再受拖累。12月非制造业商务活动指数为41.6%，比11月下降5.1个百分点，连续6个月环比下降，连续3个月处在收缩区间。12月非制造业景气水平持续下探主要受新冠病毒大范围感染影响，导致企业生产经营人员下滑，12月非制造业从业人员指数为42.9%，较上月下降2.6个百分点，创年内新低。

分行业看，服务业景气度深度下挫，创年内新低，而积极政策支持建筑业景气度高位运行。

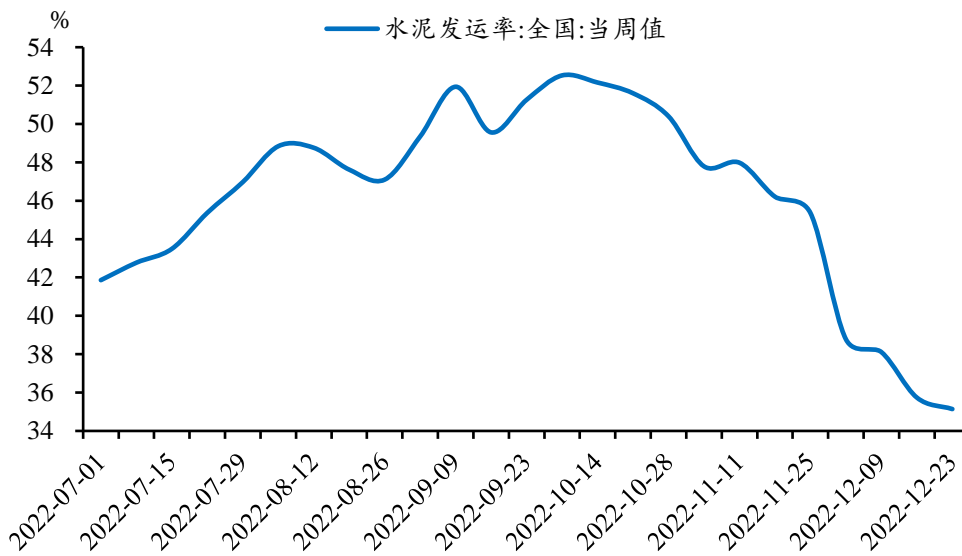
供给受限叠加需求不足，服务业加速探底。12月服务业商务活动指数为39.4%，创出年内新低。对比来看，12月服务业商务活动指数比11月下降了5.7个百分点，业务总量降幅明显扩大，既有服务业供给受限的影响，也有服务业市场需求不足的影响。1)从供给端来看，服务业从业人员指数为42.4%，比上月下降2.8个百分点，表明受新冠病毒大范围感染影响，服务业企业用工景气度回落，导致业务完成量缩减。2)从需求端来看，服务业新订单指数为37.4%，比上月下降4.0个百分点，低于临界点，表明服务业市场需求有所减少。企业调查显示，反映市场需求不足的服务业企业比重为55%，再次刷新自2013年有此项调查以来的历史新高。

疫情影响接近尾声，服务业或将探底回升。从行业情况看，新冠病毒感染人数的增加对服务业活动的短期影响继续显现，餐饮、住宿、零售以及旅游等相关接触型服务业继续弱势运行，商务活动指数低于35.0%。此外，批发业和金融业等生产性服务业活动也较上月有所放缓，商务活动指数较上月均有不同程度下降。往后看，随着疫情防控政策的逐步优化，加之春节临近，社会面流动性将逐步改善，餐饮、住宿、文体娱乐以及旅游相关的接触型消费需求在经历短暂阵痛后，将呈现探底回升走势。2022年12月，航空运输业已经出现初步回升迹象，国内及国际客运航班执飞量均明显恢复，航空运输业商务活动指数升至60.0%以上的高景气区间。

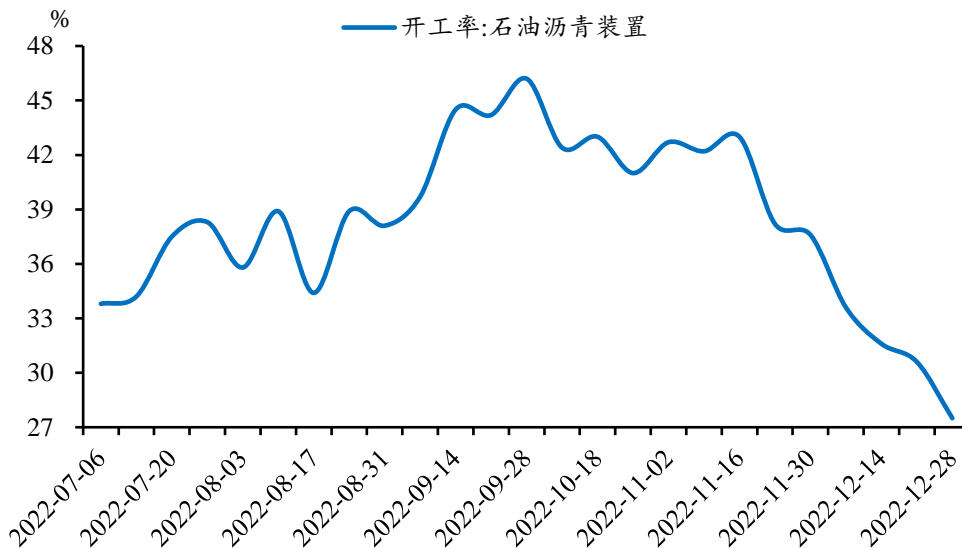
图 8：12 月服务业深度下挫


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

积极政策支持建筑业景气度高位运行。12 月建筑业商务活动指数为 54.4%，比上月下降 1.0 个百分点，但总体继续保持增长。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 57.1%，连续 11 个月位于较高景气区间，表明在推动重大项目建设等各项政策措施带动下，土木工程建筑业企业保持较快施工进度。往后看，12 月土木工程建筑业新订单指数在 53% 以上，环比升幅超过 4 个百分点，一定程度上预示着投资需求有望继续释放潜力，支撑建筑业维持较高景气水平。

图 9：受天气影响，12 月水泥发运率继续下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：12 月石油沥青开工率受到部分影响


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

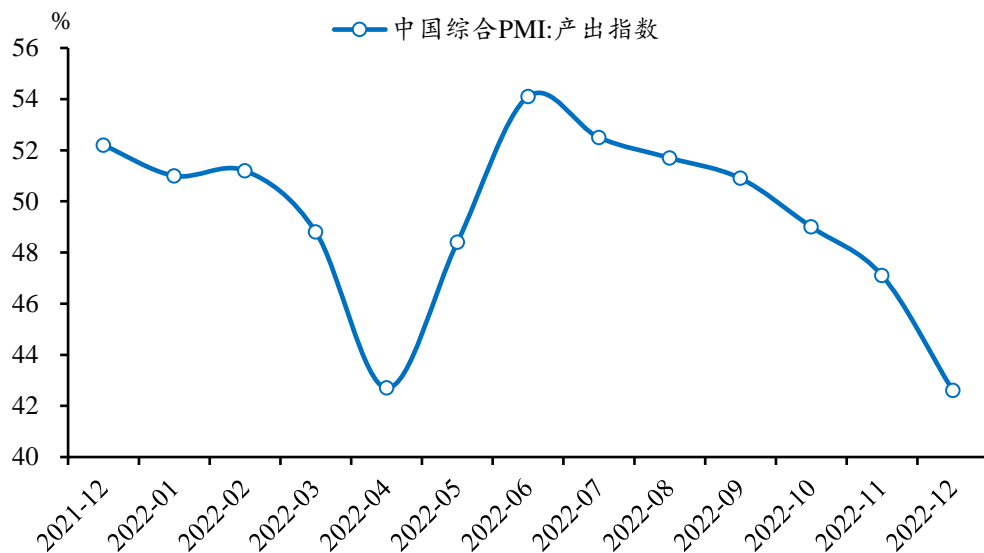
三、寒冬将过，经济回暖可期

随着疫情防控政策优化，疫情对经济的影响或将逐步削弱，明年经济或将逐步回暖，在春节后经济或将步入正轨。

一是疫情感染峰值过后，企业生产经营活动或向正常区间靠拢。12 月产出指数深度下挫，反映新冠病毒大范围感染导致 12 月企业生产经营活动放缓。目前，防疫措施已经优化，感染峰值过后，明年经济或将逐渐恢复。但明年 1 月修复的幅度可能有限，一是春节期间企业停工或拖累生产景气度的回升，二是春运期间人员流动加快，1 月各地的新冠感染仍有可能进一步扩大。根据统计局新闻，调查中多数企业认为，随着疫情形势逐步好转，后期市场走势有望回暖，这显示出企业对市场回暖有信心。

二是政策发力扩内需，助力消费活力和潜力不断释放。2023 年在各项利好因素的带动下，内需将加速修复，明年经济有望重回 5% 左右（见《四季度经济只是暂时探底》）。一方面，双节效应有望释放更多需求，零售、餐饮、住宿、文体娱乐以及旅游相关消费需求或将逐步释放，非制造业的探底回升或已不远。另一方面，政策发力扩内需，助力消费活力和潜力不断释放。12 月疫情防控政策逐步优化后，沈阳、海口、武汉、上海、广州等多地已发放或计划发放新一批消费券，以加快促进消费市场持续恢复。

图 11：12 月我国企业生产经营活动总体有所放缓



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。