

# 宏观

证券研究报告

2022年12月31日

## PMI 数据的最后一跌？

12月受疫情影响 PMI 指数全面回落，分大类行业看，服务业降幅最大；制造业其次；建筑业受益于政策则最具韧性。

疫情冲击下，居民暂离就业岗位一是导致生产明显回落，如制造业 PMI 生产指数比上月下降 3.2 个百分点，为 44.6%，下拉本月制造业 PMI 0.8 个百分点；二是在生产回落后，制造业进口指数、采购量指数等均出现了明显回落；三是物流运输人力不足也导致配送时间延长，考虑到供应商配送时间是一个逆指数，这反而推动制造业 PMI 上行 1 个百分点，实际制造业 PMI 指数或更低。

考虑到今年春节较早，在 1 月 22 日，“返乡潮”的到来可能会使得 1 月就业、生产等修复速度偏慢，经济正式修复或要等到 2 月春节后，彼时疫情影响减弱叠加节后返岗或将正式推动国内经济进入修复期。

**风险提示：**本轮疫情对经济的冲击超预期，疫情后居民迟迟未回归就业岗位；大宗商品价格超预期波动

### 作者

宋雪涛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 联系人  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：房地产的支柱作用到底有多强？——房地产对经济的影响（上）》 2022-12-29
- 2 《宏观报告：风险定价-复苏交易主线行业的拥挤度状态-12月第5周资产配置报告》 2022-12-29
- 3 《宏观报告：日本央行意外加息的影响 - 日本央行意外加息的影响》 2022-12-23

12月受疫情影响 PMI 指数全面回落，分大类行业看，服务业相比上月下降 5.7 个百分点至 39.4%，降幅最大；制造业其次，相比上月下降 1 个百分点至 47%；建筑业最具韧性，虽然也下滑 1 个百分点，但依旧位于景气度以上区间，为 54.4%。

疫情对整体经济的供需两端均造成了明显冲击。疫情影响下，居民因病等暂时离岗现象明显增加，其中服务业、制造业和建筑业从业人员指数分别下滑 2.8、2.6 和 1.4 个百分点。

从业人员减少一是导致生产明显回落，如制造业 PMI 生产指数比上月下降 3.2 个百分点，为 44.6%，下拉本月制造业 PMI 0.8 个百分点；二是在生产回落后，制造业进口指数、采购量指数等均出现了明显回落；三是物流运输人力不足也导致配送时间延长，12 月供应商配送时间指数比上月下降 6.6 个百分点至 40.1%。而供应商配送时间是一个逆指数，这反而推动制造业 PMI 上行 1 个百分点，实际制造业 PMI 指数或更低。

需求方面，受疫情影响明显的服务业新订单下滑 4 个百分点，至 37.4%，制造业次之，下滑 2.5 个百分点至 43.9%，建筑业新订单不跌反涨，上行 1.9 个百分点至 48.8%，这可能与政策继续发力有关，统计局也指出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。

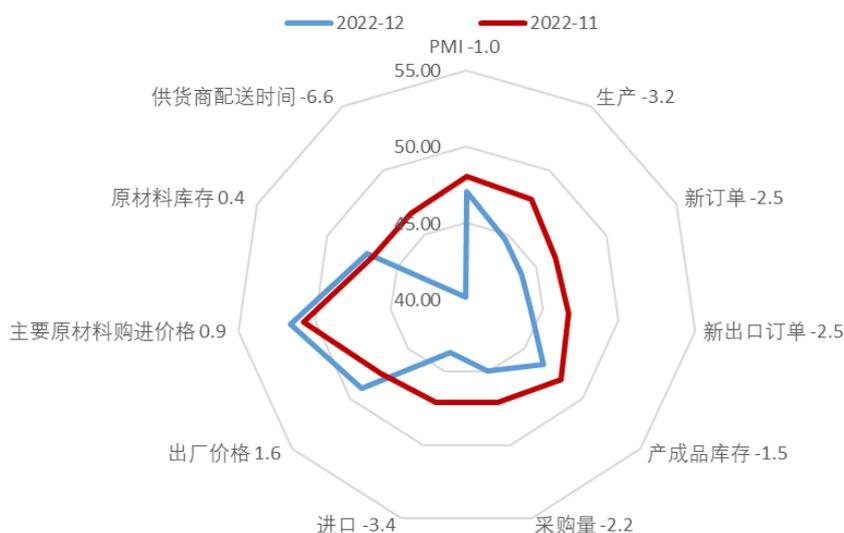
往后来看，目前专家普遍认为疫情或在一个月左右达到感染高峰<sup>1</sup>，同时从 12 月下旬开始，百度健康问诊指数和百度疫情搜索指数已经开始回落。这或意味着本轮疫情对经济冲击最为明显的时间点在 12 月至明年 1 月初。

此后，随着第一轮疫情过峰，疫情对经济的影响会明显回落。从数据上也可以看到地铁出行人数、拥堵延时指数在 12 月下旬已经有所回升，其中，北京等城市修复明显，如北京地铁客运量（7 天移动平均）从 12 月 17 日的 156 万人次修复至 29 日的 369 万人次，拥堵延时指数也从 1.14 的低点回升至 30 日的 1.61。

在疫情对经济影响的不确定性进一步降低后，与“弱现实”相对应的是“强预期”，12 月 BCI 企业销售、投资、利润前瞻指数相比于 11 月分别回升 0.9 个、6.1 个和 5.4 个百分点。同时，央行四季度银行家问卷也显示四季度制造业、批发零售业贷款需求指数分别回升 1.6 个和 0.8 个百分点，当然这也与货币政策持续发力有关。

不过考虑到今年春节较早，在 1 月 22 日，“返乡潮”的到来可能会使得 1 月就业、生产等修复速度偏慢，经济正式修复或要等到 2 月春节后，彼时疫情影响减弱叠加节后返岗或将正式推动国内经济进入修复期。

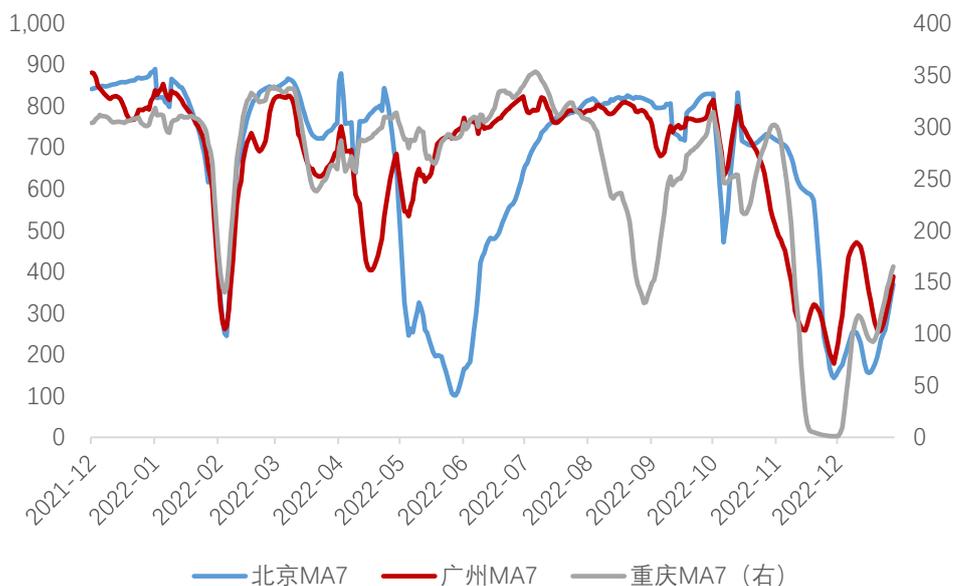
图 1：PMI 分项变动（单位：%）



<sup>1</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/gJY-bF50owHhz0hZSplWJQ>

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 部分城市地铁客流量 (单位: 万人)



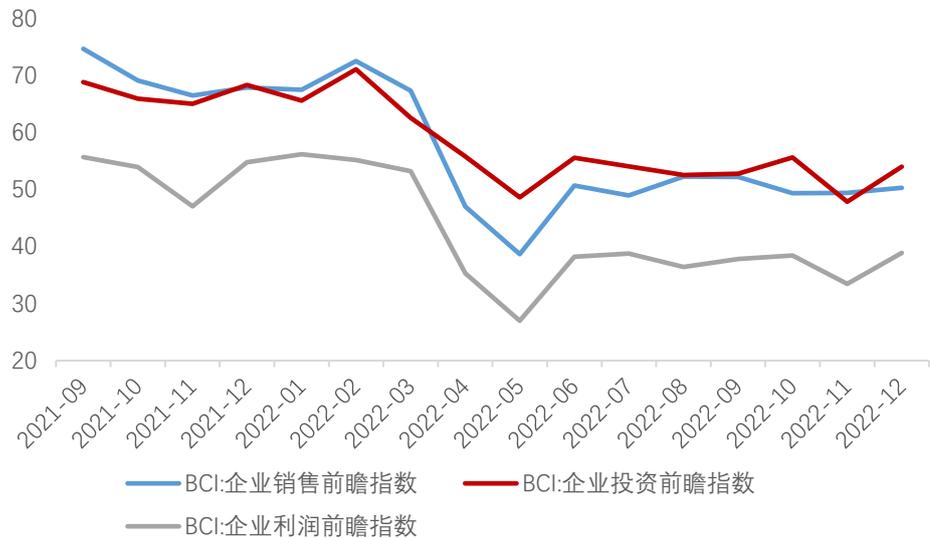
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 拥堵延时指数在 12 月末见底



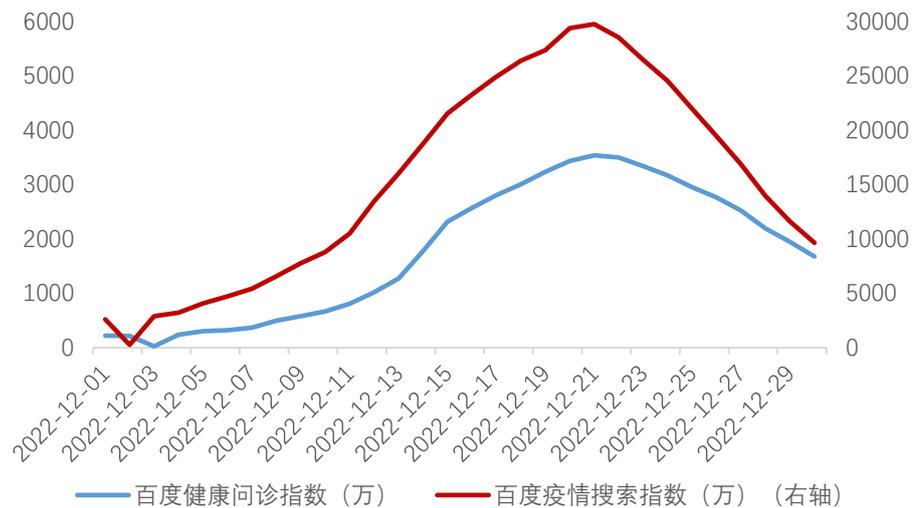
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: BCI 指数企业预期有所好转



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 百度疫情搜索指数回落

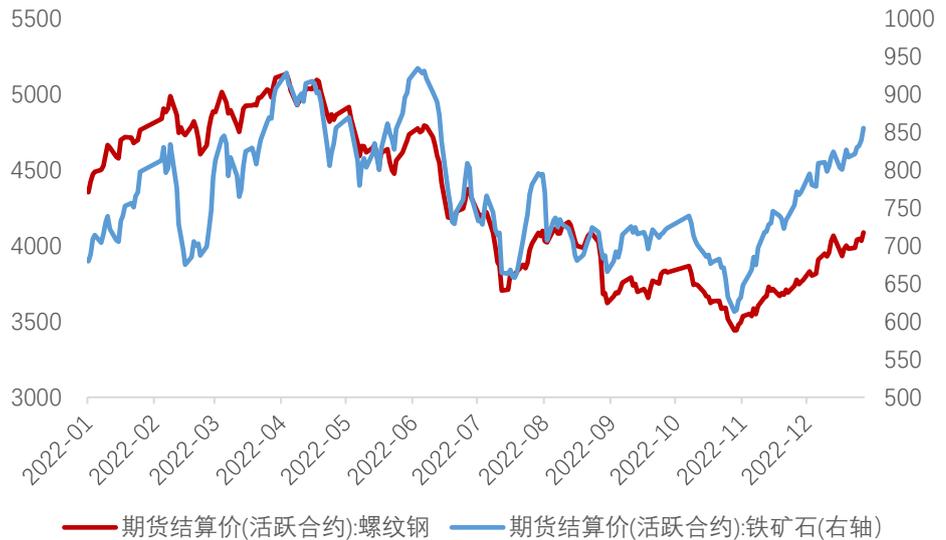


资料来源: 百度指数, 天风证券研究所

PMI 数据中额外需要注意的一点是, 12 月在生产、需求均快速回落时, 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别回升 0.9 个和 1.6 个百分点至 51.6%和 49%。针对价格上行, 统计局指出, 目前国内不同行业价格走势分化, 如农副食品加工、石油煤炭及其他燃料加工等行业两个价格指数均低于 45.0%, 且 12 月还在下滑; 而黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业两个价格指数则均位于 55.0%以上高位。

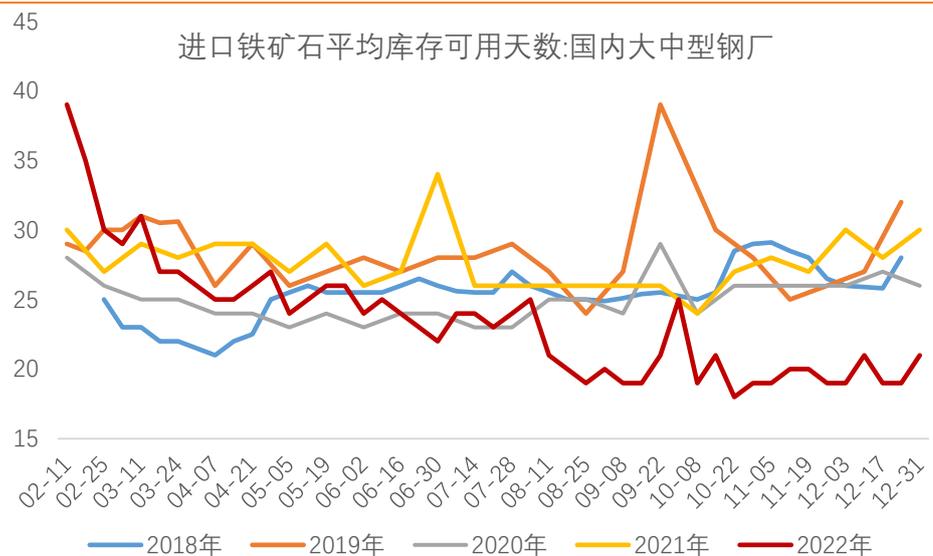
黑色金属价格上行开始于 11 月初, 铁矿石期货价格 12 月 30 日相比于 10 月末涨幅达到了 39.5%, 螺纹钢期货结算价格上涨了 18.8%。黑色金属价格在近两个月价格上涨的触发因素可能由以下几点: 一是 11 月以来国内地产政策持续加码, 市场预期回升, 带动价格上行有关; 二是在经过前期去库后, 目前钢企库存偏低, 国内大型钢厂进口铁矿石可用天数仅有 20 天左右, 年末存在一定的补库动力或推动需求上行; 三是价格上行或与供应链不畅有关。

图 6: 铁矿石等黑色金属价格明显上涨 (左右轴: 元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 进口铁矿石平均库存可用天数(单位: 天)



资料来源: wind, 天风证券研究所

但是黑色金属等价格上行的可持续性有待进一步观察。目前,从工业企业利润和库存周期数据上看,黑色金属冶炼及压延加工业依旧处于营收下滑、利润承压的主动去库阶段,2022年11月该行业营业收入、利润总额累计同比分别为-9.8%(前值-9.7%)和-94.5%(前值-92.7%),产成品存货同比则从2.3%下滑至0.9%。同时,12月高频数据也显示目前国内螺纹钢表观消费量、钢厂高炉开工率依旧位于低位。

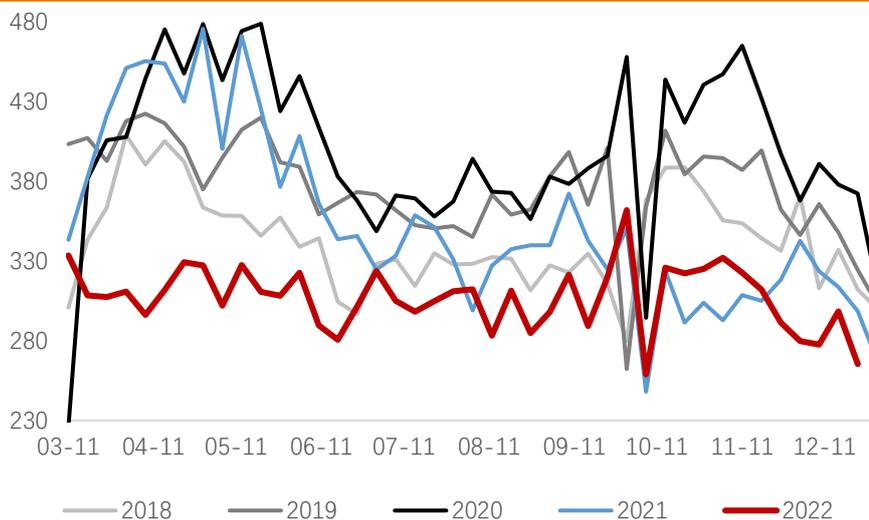
在中游持续去库的情况下,上游黑色金属矿采选业则处于营收下行(11月累计同比-19.5%,前值-19.1%)、库存被动累积(11月为累计同比为29.9%,前值为29.8%)的格局。这或许会对后续铁矿石价格形成一定制约。

图 8: 黑色产业链上下游库存的变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 螺纹钢表观消费量依旧偏低 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: 高炉开工率依旧偏低 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

总的来说，12月在国内疫情明显反弹的情况下，经济数据偏弱已经在市场预期之内，重点在于12月之后国内经济的修复节奏。从高频数据上看，地铁客运量、整车货运指数等经济指标近期持续好转或也意味着全国特别是北京等先行地区正在走出疫情的冲击，12月或是疫情冲击下经济最弱的一个月份。但考虑到1月是春节以及部分地方尚未达到疫情高峰，疫后经济的正式修复则要等到春节之后。

另外，在供需双弱的情况下，以黑色金属冶炼和压延加工业为代表的个别行业推动了12月PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数上行，但是从库存周期角度看，黑色金属冶炼和压延加工业等正处于主动去库存阶段，价格上行或主要是由预期驱动的，后续是否具有可持续性还有待进一步观察。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com