

“凛冬将过”

事件:

12月31日,国家统计局公布12月PMI指数,制造业PMI指数录得47%、较上月回落1个百分点。

点评:

■ 疫情、外需等拖累PMI创新低,伴随疫后修复渐近,经济将走出“凛冬”

制造业和非制造业PMI均创新低,疫情冲击显著。12月,制造业和非制造业PMI分别录得47%和41.6%、均创2020年3月以来新低,其中,制造业PMI连续3个月回落、期间降幅达3.1个百分点,降幅超过上半年疫情期间的2.8个百分点,生产、新订单和从业人员拖累明显,后者低于2022年4月水平;与线下活动相关的零售、住宿餐饮、道路运输等景气回落,指向疫情对经济冲击加大。

除疫情冲击外,外需走弱的拖累或进一步加大。12月,新出口订单较上月回落2.5个百分点至44.2%、仅次于2022年4月值,不同企业新出口订单均回落,小型企业回落幅度最大、达6个百分点,指向外需走弱对出口的拖累加速显现。主要港口集装箱吞吐量、CCFI等高频指标下滑,透露出类似信号;较早公布的越南12月出口同比-14.1%、低于前值的-1.3%,亦指向全球贸易收缩拖累加剧。

低迷数据中亦有积极信号,稳增长仍在“续力”中,叠加疫后修复渐近,经济将走出“凛冬”。尽管疫情对建筑业施工产生影响,建筑业新订单结束连续3个月回落,12月逆势增加1.9个百分点,指向稳增长“续力”,落地或在2023年初加快。近期高频数据显示,疫情扩散较早的地区经济活动已开始逐步修复,北京、河北等地人流、物流均有回升,高炉开工率、某连锁餐饮等产需指标边际改善。

重申观点:疫情冲击、出口加速下滑等因素共振下,经济短期或仍有下行惯性。但展望2023年,经济不宜过于悲观,全年GDP增速或在5.5%左右;宏观主线转向内需增长为主,驱动包括:新时代“朱格拉周期”启动带来的制造业投资强劲,稳增长“续力”带来的基建投资韧性,疫后修复及地产链的拖累减弱等。

■ 常规跟踪:制造业产需继续走弱,服务业和建筑业拖累非制造业PMI回落

制造业PMI产需继续走弱,产成品库存下降、原材料库存累积。12月,制造业PMI较上月回落1个百分点至46%,其中,生产回落3.2个百分点至44.6%,新订单回落2.5个百分点至43.9%;产成品库存连续3个月累积后首次回落、12月较上月回落1.5个百分点至46.6%,同时采购量持续下降、原材料库存有所累积。

不同企业景气均回落,中小型企业回落较大。12月,大、中、小型企业PMI分别回落0.8、1.7和0.9个百分点至48.3%、46.4%和44.7%,其中大型企业PMI仍高于2022年4月值,而中、小型企业创2020年3月以来新低;主要分项来看,中型企业生产和新订单回落幅度较大,小型企业新出口订单回落幅度最大。

非制造业PMI加速回落,服务业和建筑业PMI均有拖累。12月,非制造业PMI较上月回落5.1个百分点至41.6%,其中,服务业PMI连续下滑6个月、12月较上月下降5.7个百分点至39.4%;建筑业PMI连续3个月回落、12月回落1个百分点至54.4%,除受疫情对劳动力和施工的影响,也受到地产低迷拖累。

风险提示:政策效果不及预期,疫情反复

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号: S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号: S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

- 1、疫情、外需等拖累 PMI 创新低，伴随疫后修复渐近，经济将走出“凛冬” .3
- 2、常规跟踪：制造业产需继续走弱，服务业和建筑业拖累非制造业回落.....4

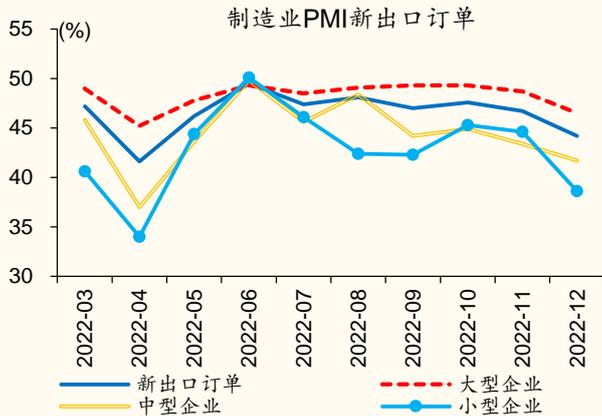
图表目录

图表 1: 制造业和非制造业 PMI 持续回落	3
图表 2: 12 月, PMI 从业人员显著下降	3
图表 3: 制造业 PMI 新出口订单回落	3
图表 4: 12 月, 越南出口降幅扩大	3
图表 5: 建筑业 PMI 新订单逆势回升	4
图表 6: 北京、河北货运物流见底回升.....	4
图表 7: 北京地铁客运量见底回升.....	4
图表 8: 某餐饮连锁全国流水恢复强度回升.....	4
图表 9: 12 月, 制造业 PMI 超季节性下降	5
图表 10: 12 月, PMI 多数分项均回落	5
图表 11: 12 月, 不同企业 PMI 均回落	5
图表 12: 12 月, 中小型企业 PMI 产、需回落幅度较大.....	5
图表 13: 12 月, 非制造业 PMI 加速回落.....	6
图表 14: 近期, 沥青开工率持续回落.....	6

1、疫情、外需等拖累 PMI 创新低，伴随疫后修复渐近，经济将走出“凛冬”

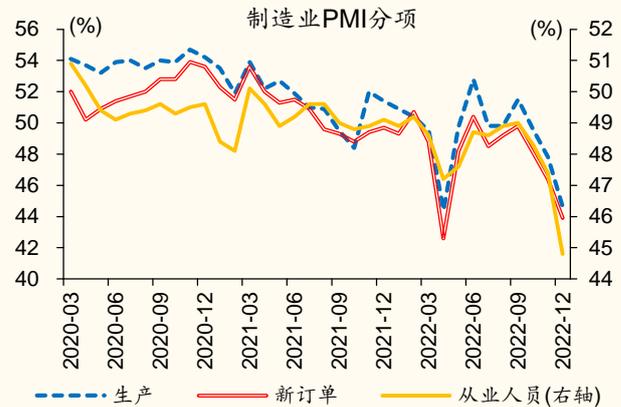
制造业和非制造业 PMI 均创新低，疫情冲击显著。12月，制造业和非制造业 PMI 分别录得 47% 和 41.6%、均创 2020 年 3 月以来新低，其中，制造业 PMI 连续 3 个月回落、期间降幅达 3.1 个百分点，降幅超过上半年疫情期间的 2.8 个百分点，生产、新订单和从业人员拖累明显，且后者低于 2022 年 4 月水平；与线下活动相关的零售、住宿餐饮等景气明显回落，皆指向疫情对经济冲击加大。

图表 1：制造业和非制造业 PMI 持续回落



来源：Wind、国金证券研究所

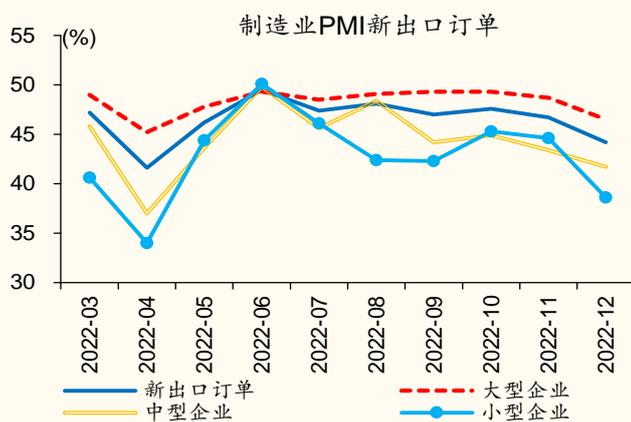
图表 2：12月，PMI 从业人员显著下降



来源：Wind、国金证券研究所

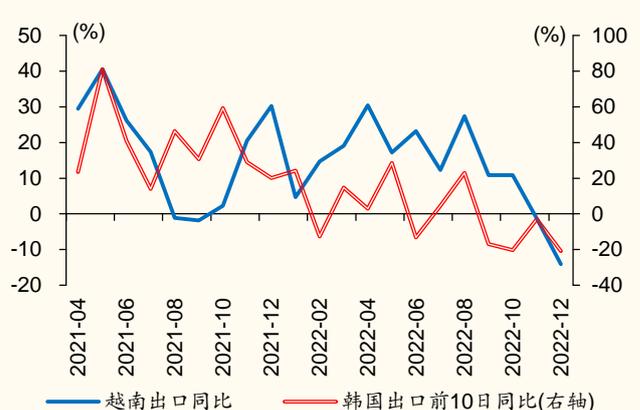
除疫情冲击外，外需走弱的拖累或进一步加大。12月，新出口订单较上月回落 2.5 个百分点至 44.2%，仅次于 2022 年 4 月值，不同企业新出口订单均回落，小型企业回落幅度最大、达 6 个百分点，指向外需走弱对出口的拖累加速显现。主要港口集装箱吞吐量、CCFI 等高频指标下滑，透露出类似信号；较早公布的越南 12 月出口同比-14.1%、低于前值的-1.3%，指向全球贸易收缩的拖累加剧。

图表 3：制造业 PMI 新出口订单回落



来源：Wind、国金证券研究所

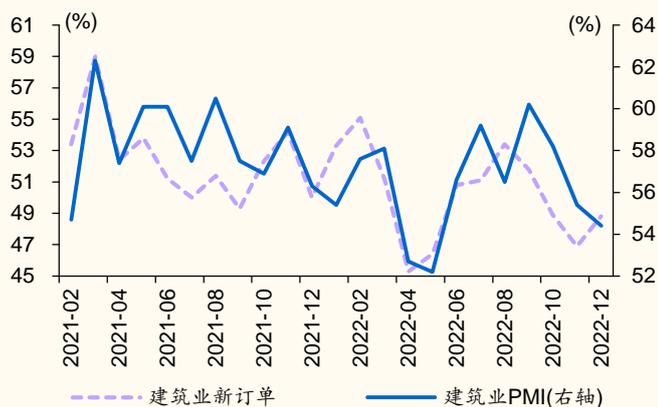
图表 4：12月，越南出口降幅扩大



来源：Wind、国金证券研究所

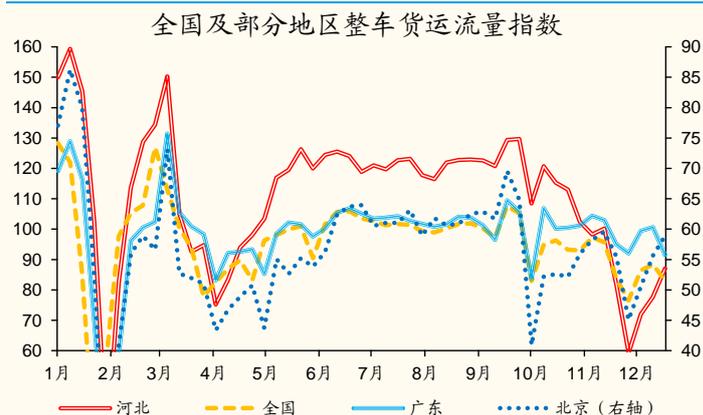
低迷数据中亦有积极信号，稳增长仍在“续力”中，叠加疫后修复渐近，经济将走出“凛冬”。尽管疫情对建筑业施工产生影响，建筑业新订单结束连续 3 个月回落，12 月逆势增加 1.9 个百分点，指向稳增长“续力”，落地或在 2023 年初加快。近期高频数据显示，疫情扩散较早的地区经济活动已开始逐步修复，北京、河北等地人流、物流均有回升，高炉开工率、某连锁餐饮等产需指标边际改善。

图表 5: 建筑业 PMI 新订单逆势回升



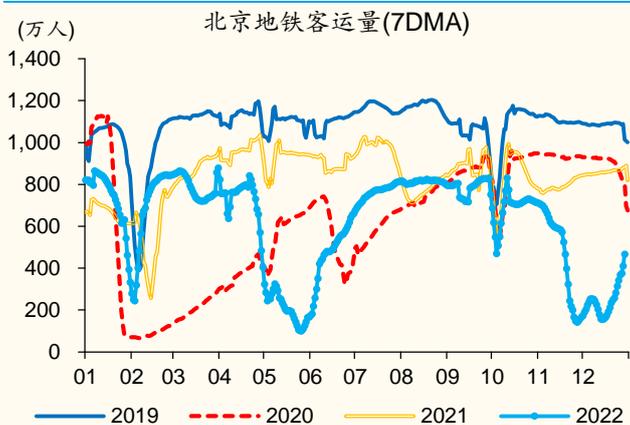
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 北京、河北货运物流见底回升



来源: G7 物联、国金证券研究所

图表 7: 北京地铁客运量见底回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 某餐饮连锁全国流水恢复强度回升



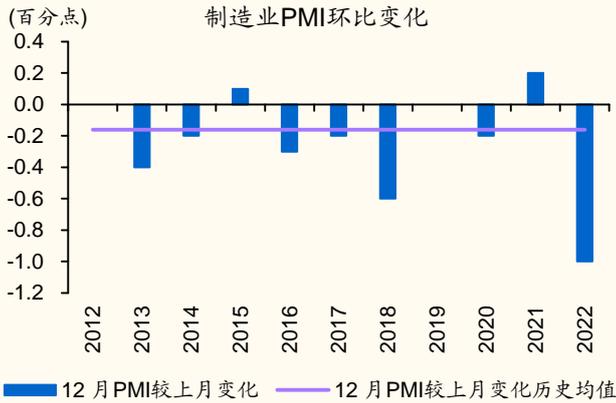
来源: 国金数字未来 Lab、国金证券研究所

重申观点: 疫情冲击、出口加速下滑等因素共振下, 经济短期或仍有下行惯性。但展望 2023 年, 经济不宜过于悲观, 全年 GDP 增速或在 5.5% 左右; 宏观主线转向内需增长为主, 驱动包括: 新时代“朱格拉周期”启动带来的制造业投资强劲, 稳增长“续力”带来的基建投资韧性, 疫后修复及地产链的拖累减弱等 (详情参见《2023 年, 新时代“朱格拉周期”元年》)。

2、常规跟踪: 制造业产需继续走弱, 服务业和建筑业拖累非制造业回落

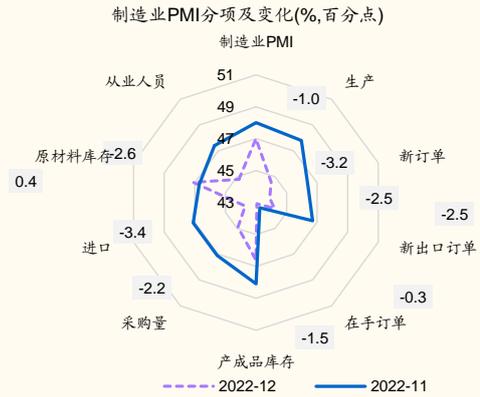
制造业 PMI 产需继续走弱, 产成品库存下降、原材料库存累积。12 月, 制造业 PMI 较上月回落 1 个百分点至 46%, 其中, 生产回落 3.2 个百分点至 44.6%, 新订单回落 2.5 个百分点至 43.9%; 产成品库存连续 3 个月累积后首次回落、12 月较上月回落 1.5 个百分点至 46.6%, 采购量持续下降、原材料库存有所累积。

图表 9: 12月, 制造业PMI超季节性下降



来源: Wind、国金证券研究所

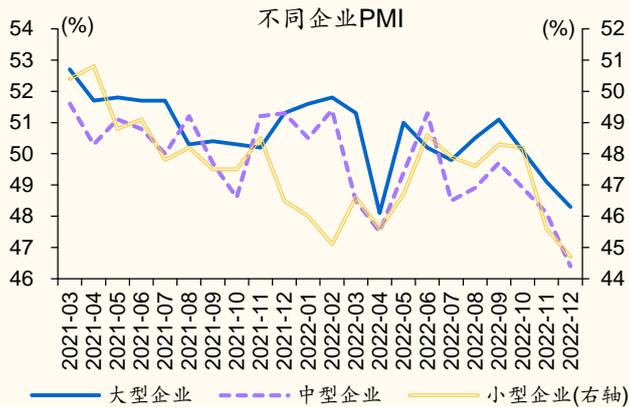
图表 10: 12月, PMI多数分项均回落



来源: Wind、国金证券研究所

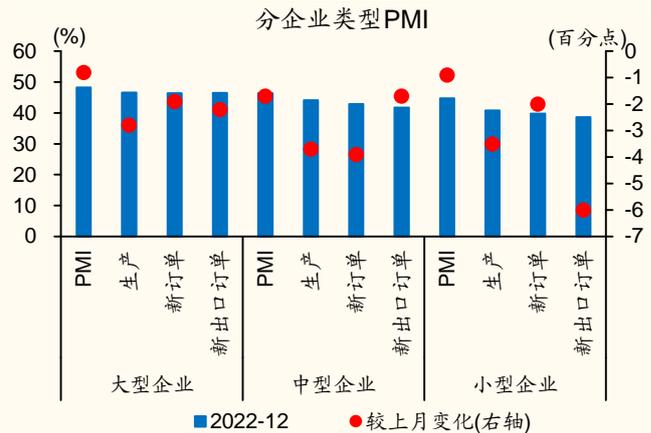
不同企业景气均回落, 中小型企业回落较大。12月, 大、中、小型企业 PMI 分别回落 0.8、1.7 和 0.9 个百分点至 48.3%、46.4%和 44.7%, 其中大型企业 PMI 仍高于 2022 年 4 月值, 而中、小型企业创 2020 年 3 月以来新低; 主要分项来看, 中型企业生产和新订单回落幅度较大, 小型企业新出口订单回落幅度最大。

图表 11: 12月, 不同企业PMI均回落



来源: Wind、国金证券研究所

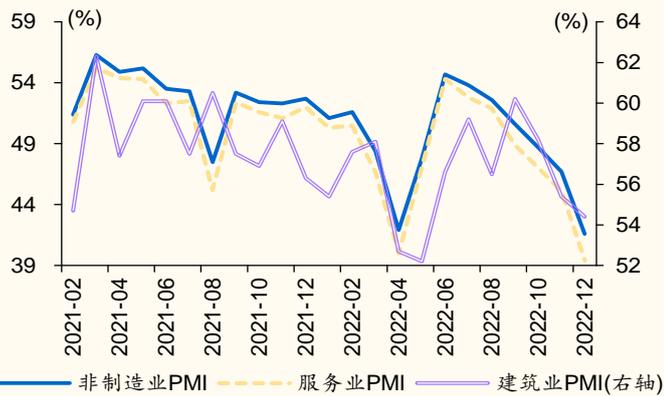
图表 12: 12月, 中小型企业PMI产、需回落幅度较大



来源: Wind、国金证券研究所

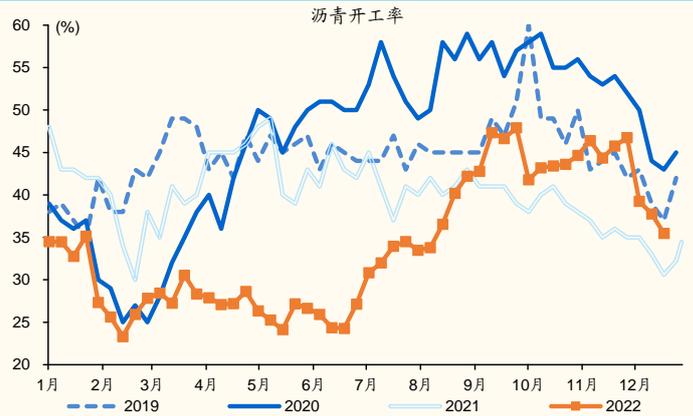
非制造业 PMI 加速回落, 服务业和建筑业 PMI 均有拖累。12月, 非制造业 PMI 较上月回落 5.1 个百分点至 41.6%, 其中, 服务业 PMI 连续下滑 6 个月、12 月较上月下降 5.7 个百分点至 39.4%; 建筑业 PMI 连续 3 个月回落、12 月回落 1 个百分点至 54.4%, 土建、房建和建筑装饰三大细分行业均有回落, 除受疫情对劳动力和施工的影响, 也受到地产低迷的拖累。

图表 13: 12月, 非制造业PMI加速回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 近期, 沥青开工率持续回落



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复等, 对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。疫情反复对线下活动, 尤其是消费和服务业的抑制加大。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402