

探底之旅

核心观点:

12月制造业PMI仅为47%，低于预期的47.8%，较11月回落1个百分点，连续4个月下滑，创年内新低。从计算规则来看，新订单和生产分项合计拉低1.55个百分点，主要的支撑力量来自于供应商配送时间。12月供应商配送时间分项仅为40.1%，较11月下降6.6个百分点，若该分项维持不变，则12月制造业PMI仅为46%。

12月非制造业PMI仅为41.6%，较11月下降5.1个百分点，创2020年2月以来最低水平。分项来看，新订单指数下降3.2个百分点至39.1%，新出口订单指数下降1.6个百分点至44.5%，内外需皆疲弱。

当前整体的情况是，经济正在探底，政策力度有望加大。从高频数据来看，可能至暗时刻已经来临，各大城市流动性将在1月有所恢复。但疫情的扰动绝不可能如此一蹴而就，二次感染依然存在，加之毒株仍处于变异过程中，而我们又将在1月下旬迎来春节，届时可能将再度引发新一波深入农村的大面积感染潮。因此，在可预见的1-2月，经济仍有可能继续处于深度黑暗中。

风险提示：防疫政策走向 病毒变异情况

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

第 1 章	探底之旅	3
1.1.	制造业 PMI 继续下探	3
1.2.	非制造业 PMI 更为弱势.....	5
1.3.	政策定调更加积极.....	6
	免责声明.....	11

第1章 探底之旅

1.1. 制造业 PMI 继续下探

12月制造业 PMI 仅为 47%，低于预期的 47.8%，较 11 月回落 1 个百分点，连续 4 个月下滑，创年内新低，也就是说比 4 月的制造业 PMI 更低。从计算规则来看，新订单和生产分项合计拉低 1.55 个百分点，主要的支撑力量来自于供应商配送时间。12 月供应商配送时间分项仅为 40.1%，较 11 月下降 6.6 个百分点，若该分项维持不变，则 12 月制造业 PMI 仅为 46%。

图 1.1.1: 制造业 PMI 连续 4 个月下滑 (%)

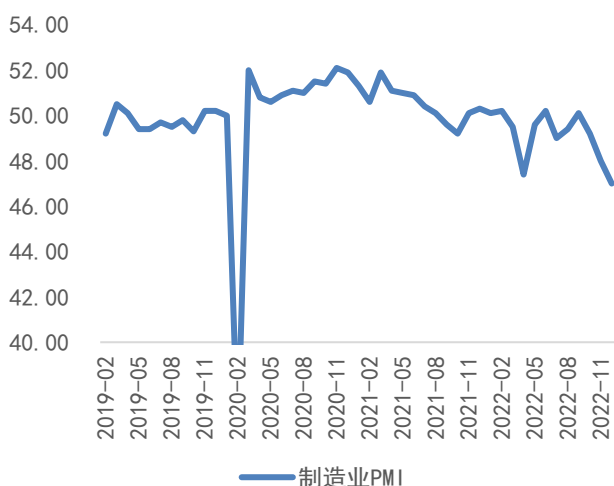
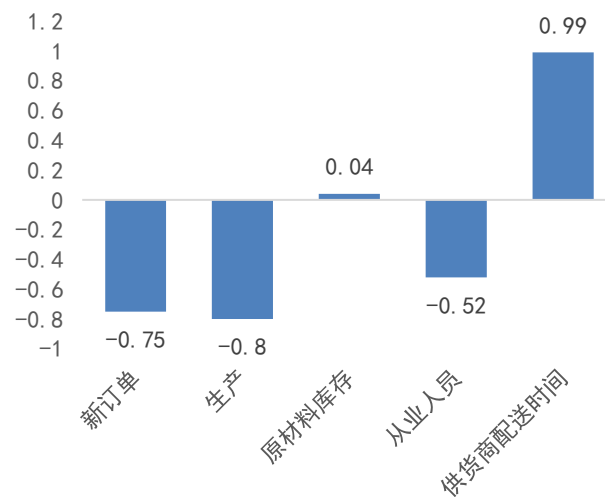


图 1.1.2: 供应商配送时间拉高了制造业 PMI



数据来源: Wind 南华研究

数据来源: Wind 南华研究

从分项来看，供需双弱，新订单指数回落 2.5 个百分点至 43.9%，生产指数回落 3.2 个百分点至 44.6%，均创今年 4 月以来新低，凸显政策转向后，疫情感染高峰期逼近对企业组织生产和产品需求的影响。从回落幅度来看，对生产的影响略高于对需求的影响。产成品库存分项下降 1.5 个百分点不及新订单指数分项，以此衡量的经济动能进一步走弱。

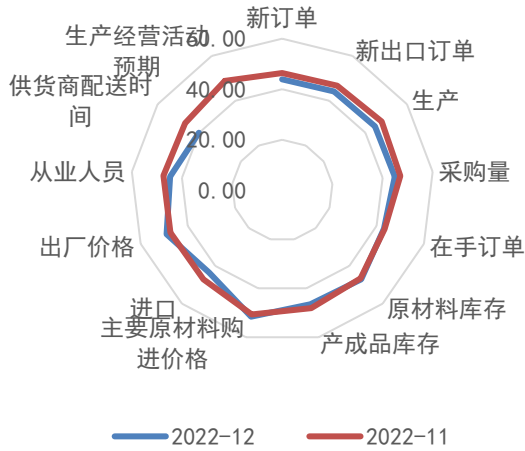
新出口订单下滑 2.5 个百分点至 44.2%，外需下滑已成定局，但疫情影响下供应链的不畅也构成了一定影响。进口分项下滑 3.4 个百分点至 43.7%，内需下滑幅度较外需更加严重。

然而主要原材料购进价格指数分项则逆势上升 0.9 个百分点至 51.6%，成为仅有的仍处于扩张区间的分项，出厂价格上升 1.6 个百分点至 49%，尽管如此，但原材料端较上月上升，而出厂价格则继续处于收缩区间，表明制造业企业成本压力依然较大。

从业人员指数为 44.8%，较上月下降 2.6 个百分点，为 2020 年 3 月以来的最低水平。多地企业到岗率有所下降，影响到企业生产活动。企业调查显示，反映劳动力供给不足的企业比重为 14.2%，较上月上升 6.5 个百分点。

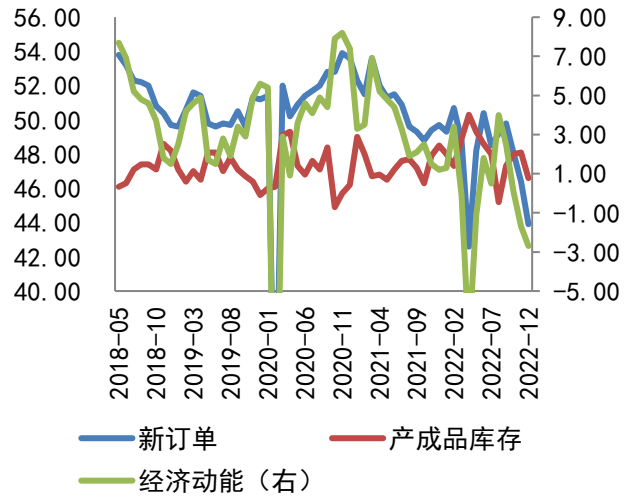
生产经营预期活动指数未公布。

图 1.1.3 各分项指数大多走弱 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.4 经济动能进一步走弱 (%)



数据来源: Wind 南华研究

分企业类型来看,大中小企业制造业 PMI 全线下跌,其中大企业 PMI 下跌 0.8 个百分点至 48.3%,中企业 PMI 下跌 1.7 个百分点至 46.4%,小企业 PMI 下跌 0.9 个百分点至 44.7%。大企业整体应对能力更强,小企业更为灵活。从绝对值水平来看,小企业制造业 PMI 仅为 44.7%,创 2020 年 2 月以来新低,经营困境可见一斑。

表 1.1.1: 大中小型企业制造业 PMI 及分项变化 (%)

名称	大型企业	变化	中型企业	变化	小型企业	变化
制造业 PMI	48.3	-0.8	46.4	-1.7	44.7	-0.9
生产	46.6	-2.8	44.1	-3.7	40.8	-3.5
新订单	46.4	1.9	42.9	0.2	39.8	-2.5
原材料库存	48.9	-3	47.2	0.2	43.2	-2.5
从业人员	44.9	-3	44.2	-2.9	45.4	-1.3
供应商配送时间	40.6	-6.2	40.2	-6.5	38.8	-7.7
新出口订单	46.5	-2.2	41.7	-1.7	38.6	-6
进口	44.7	-2.6	41.5	-3.5	42.3	-9.6
采购量	44.4	-1.6	40.1	-1.3	44.7	-4.7
主要原材料购进价格	52.7	3.5	50.7	0.8	50.4	-4.6
出厂价格	50.3	4.4	47.7	0.3	48.1	-2.3

产成品库存	48.0	-1.2	46.9	-2	43.1	-1.6
在手订单	45.7	0.1	40.5	-2.3	40.9	1.4

数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.5: 大中小型企业制造业 PMI 全线走弱 (%)



资料来源: Wind 南华研究

1.2. 非制造业 PMI 更为弱势

12月非制造业PMI仅为41.6%，较11月下降5.1个百分点，创2020年2月以来最低水平。分项来看，新订单指数下降3.2个百分点至39.1%，新出口订单指数下降1.6个百分点至44.5%，内外需皆疲弱。投入品价格下降0.7个百分点至49.2%，销售价格指数则下降1.2个百分点至47.5%，销售价格降幅较投入品价格大，企业利润受到挤压。从业人员指数下降2.6个百分点至42.9%，人员到岗不足影响较大。

分行业来看，建筑业商务活动指数为54.4%；服务业商务活动指数为39.4%。21个行业中，航空运输业、土木工程建筑业、房屋建筑业、电信广播电视和卫星传输服务业和金融业等6个行业高于50%；建筑安装装饰及其他建筑业、邮政业、批发业、装卸搬运及仓储业和铁路运输业等15个行业低于50%。

图 1.2.1 制造业 PMI 探底 (%)

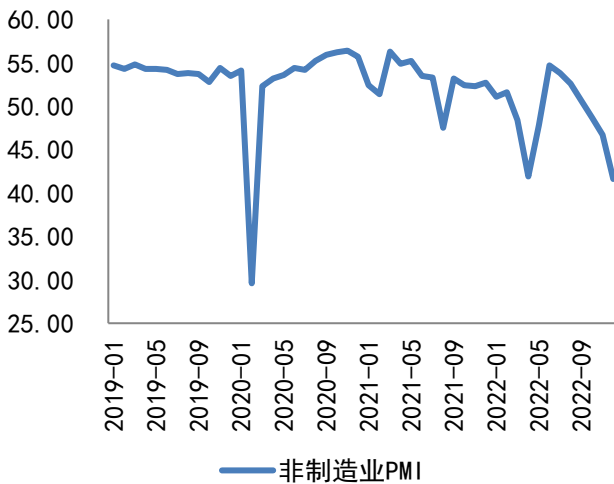
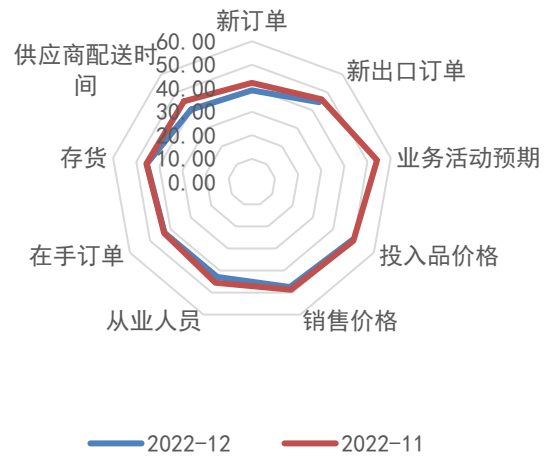


图 1.2.2 各分项走弱 (%)



数据来源: Wind 南华研究

数据来源: Wind 南华研究

1.3. 政策定调更加积极

12月30日,央行公布四季度货币政策例会。从内容上看,更加重视当前的困难,譬如“国内经济恢复的基础尚不牢固,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。”表述也更加积极,譬如“着力稳增长稳就业稳物价,着力支持扩大内需,着力为实体经济提供更有力的支持”,“保持信贷总量有效增长”,下一阶段则要“加大宏观政策调控力度,大力提振市场信心”。

对于地产行业的表述较多,用词上也突破以往的基调,发力点描述更加具体,明确要做好“改善优质头部房企资产负债状况…做好新市民、青年人等住房金融服务…”。

表 1.2.1: 三、四季度货币政策例会内容对比

	四季度例会 1230	三季度例会 0929
前期评价	<p>2022 年以来我国坚持统筹疫情防控和经济社会发展,有效实施宏观政策,最大程度稳住经济社会发展基本盘。</p> <p>稳健的货币政策灵活适度,保持连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期,切实服务实体经济,有效防控金融风险。</p> <p>贷款市场报价利率改革红利持续释放,货币政策传导效率增强,贷款利率明显下降,人民币汇率双向浮动、弹性增强,在合理均</p>	<p>今年以来我国坚持统筹疫情防控和经济社会发展,有效实施宏观政策,最大程度稳住经济社会发展基本盘。</p> <p>稳健的货币政策灵活适度,保持连续性、稳定性、可持续性,科学管理市场预期,切实服务实体经济,有效防控金融风险。</p> <p>贷款市场报价利率改革红利持续释放,货币政策传导效率增强,贷款利率稳中有</p>

	<p>衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。</p>	<p>降，人民币汇率预期总体平稳，双向浮动、弹性增强，发挥了宏观经济稳定器功能。</p>
国内外经济金融形势分析	<p>当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境动荡不安，国内经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。</p>	<p>当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济总体延续恢复发展态势，但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。</p>
政策定调	<p>要坚持稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，</p>	<p>要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节。</p>
货币政策	<p>加大稳健货币政策实施力度，要精准有力，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，增强信心，攻坚克难，着力稳增长稳就业稳物价，着力支持扩大内需，着力为实体经济提供更有力的支持。</p> <p>进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。</p> <p>用好政策性开发性金融工具，重点发力支持和带动基础设施建设。</p> <p>在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。</p> <p>结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，落实好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通</p>	<p>加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，攻坚克难，为实体经济提供更有力的支持，着力稳就业和稳物价，稳定宏观经济大盘。</p> <p>进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。</p> <p>用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设。</p> <p>在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，保持物价水平基本稳定。</p> <p>结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响</p>

	<p>物流、设备更新改造专项再贷款和普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具，综合施策支持区域协调发展。</p>	<p>响行业的支持，支持金融机构发放制造业等重点领域设备更新改造贷款，落实好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具，综合施策支持区域协调发展。</p>
银行业	<p>深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。</p>	<p>深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。</p>
利率传导机制	<p>完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。</p>	<p>完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本 and 个人消费信贷成本。</p>
汇率	<p>深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>
实体经济	<p>构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。</p>	<p>构建金融有效支持实体经济的体制机制，完善金融支持创新体系，引导金融机构增加制造业中长期贷款，着力稳定产业链供应链，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应，以促进实现碳</p>

		达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。
消费金融	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。
房地产	扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，维护住房消费者合法权益，确保房地产市场平稳发展。	因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
平台经济	引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。	推动平台经济规范健康持续发展，对平台经济实施常态化监管。
金融开放	推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。
展望	加大宏观政策调控力度，大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调，落实好稳经济一揽子政策和接续政策，充分发挥货币信贷政策效能，把握好内部均衡和外部均衡的平衡，统筹金融支持实体经济与防风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。	坚持以深化供给侧结构性改革为主线，实施好扩大内需战略，继续做好“六稳”“六保”工作，进一步加强部门间政策协调，落实好稳经济一揽子政策和接续政策，加力巩固经济恢复发展基础，把握好内部均衡和外部均衡的平衡，统筹金融支持实体经济与防风险，保持经济运行在合理区间，推动经济高质量发展，以优异成绩迎接党的二十大胜利召开。

资料来源：中国人民银行 南华研究

当前整体的情况是，经济正在探底，政策力度有望加大。从高频数据来看，可能至暗时刻已经来临，各大城市流动性将在1月有所恢复。但疫情的扰动绝不可能如此一蹴

而就，二次感染依然存在，加之毒株仍处于变异过程中，而我们又将在 1 月下旬迎来春节，届时可能将再度引发新一波深入农村的大面积感染潮。因此，在可预见的 1-2 月，经济仍有可能继续处于深度黑暗中。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点