

## 供需双弱，周期拐点已至

### ——美国制造业 PMI 点评（2022 年 12 月）

#### 事件：

北京时间 1 月 4 日晚 23:00，美国 ISM 发布 12 月制造业 PMI 数据。

#### 点评：

#### ■ PMI 整体：制造业 PMI 连续第二个月收缩，创两年来新低

美国 12 月制造业 PMI 继续收缩，数值创两年来新低。12 月美国 ISM 制造业 PMI 为 48.4，比 11 月的 49 低 0.6 个百分点，略低于市场预期的 48.5。美国制造业 PMI 在经历了 29 个月的扩张后，目前已连续第二个月处于收缩区间，并且 12 月制造业数值已降至 2020 年 5 月大流行以来的最低水平。

从趋势上看，美国经济下行压力继续加大。从 3 个月移动平均走势看，自 2021 年 3 月以来，美国 PMI 始终处在下降通道中。与历史同期值相比，美国 12 月制造业 PMI 也处于近五年来较差水平。在直接影响 PMI 指数的五个分项指数中，仅有两个（就业和库存）处于扩张区域，大部分分项均回落至收缩区间。

#### ■ PMI 结构：生产需求双弱，供应链改善，通胀加速回落

从生产和需求来看，美国内外需求加速放缓，生产回落。12 月新订单指数录得 45.2，较 11 月的 47.2 回落 2 个百分点。新出口订单指数为 46.2，较前值下降 2.2；库存订单指数略回升 1.4 个百分点至 41.4，但仍处于收缩区间。从生产端看，生产指数为 48.5，与 11 月相比下降 3 个百分点，跌入收缩区间。

通胀加速回落。12 月 PMI 物价指数为 39.4，较 11 月的 43 下降 3.6 个百分点，是 12 月降幅最高的分项，已经回落至 2020 年 4 月以来的最低水平（35.3）。PMI 物价分项领先美国 CPI 增速约 3 到 12 个月，制造业 PMI 领先美国核心 CPI 及核心 PCE 增速约 8 个月。12 月二者均呈现加速回落的趋势。

#### ■ 展望：美国库存周期拐点已现，经济衰退压力渐增

PMI 指标凸显 2022 年 4 季度以来，美国经济衰退压力增强。12 月制造业 PMI 继续落至 50 枯荣线以下，且制造业分项全面走弱，仅就业和自有库存两项略高于 50，新订单和订单库存都明显偏低。结合咨商会综合领先指标来看，美国经济衰退压力还将加大，2023 年 Q1 或再次进入环比负增长阶段。

美国去库存压力加大，经济周期下行的斜率或较大。库存周期向来是经济周期运行的加强项，受到通胀及供应链干扰，美国批发商和零售商的名义库存同比增长皆创下有数据以来的新高。制造业 PMI 中的库存分项领先美国库存周期约 1 至 6 个月，12 月的库存分项加速回落，显示美国库存周期下行的压力将可能加大。

**风险提示：**1. 通胀面临二次反弹风险；2. 货币政策“矫枉过正”；3. 金融压力上行触发流动性风险；

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

陈达飞 分析师 SAC 执业编号：S1130522120002  
chendf@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、制造业 PMI 连续第二个月收缩，创两年来新低.....	3
二、生产需求双弱，供应链改善，通胀加速回落.....	4
三、美国衰退压力加大，库存周期回落.....	5

## 图表目录

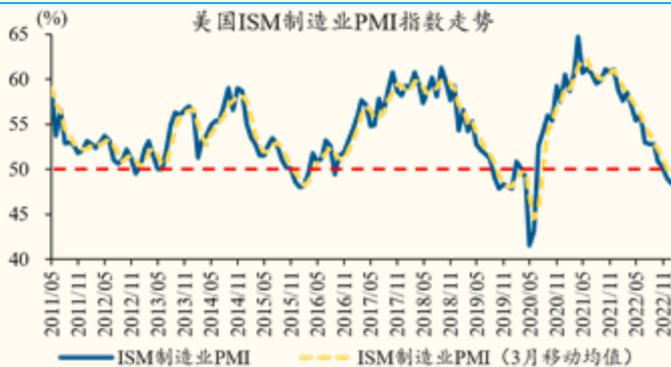
图表 1: 12 月美国制造业 PMI 延续回落.....	3
图表 2: 与历史同期相比，2022 年 12 月 PMI 偏弱 .....	3
图表 3: 除就业和库存外，美国制造业 PMI 各分项普遍下跌 .....	3
图表 4: PMI 主要分项走弱 .....	4
图表 5: 制造业 PMI 多数分项回落至 50 以下.....	4
图表 6: PMI 生产及需求双弱 .....	4
图表 7: 供应链改善，库存略有反弹.....	4
图表 8: PMI 物价分项指数领先 CPI 约 3 到 12 个月.....	5
图表 9: 制造业 PMI 领先核心通胀约 8 个月.....	5
图表 10: 美国 12 月制造业 PMI 继续位于枯荣线以下，显示经济下行压力加大 .....	5
图表 11: PMI 库存指数领先库存周期.....	6
图表 12: 美国库存周期已开始见顶回落.....	6

## 一、制造业 PMI 连续第二个月收缩，创两年来新低

美国 12 月制造业 PMI 继续收缩，数值创两年来新低。12 月美国 ISM 制造业 PMI 为 48.4，比 11 月的 49 低 0.6 个百分点，略低于市场预期的 48.5。美国制造业 PMI 在经历了 29 个月的扩张后，目前已连续第二个月处于收缩区间，并且 12 月制造业数值已降至 2020 年 5 月大流行以来的最低水平。

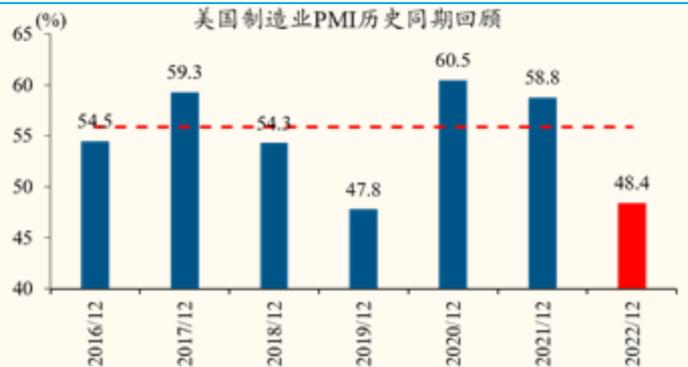
从趋势上看，美国经济下行压力继续加大。从 3 个月移动平均走势看，自 2021 年 3 月以来，美国 PMI 始终处在下降通道中。与历史同期值相比，美国 12 月制造业 PMI 也处于近五年来较差水平。在直接影响 PMI 指数的五个分项指数中，仅有两个（就业和库存）处于扩张区域，大部分分项均回落至收缩区间。

图表 1：12 月美国制造业 PMI 延续回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：与历史同期相比，2022 年 12 月 PMI 偏弱



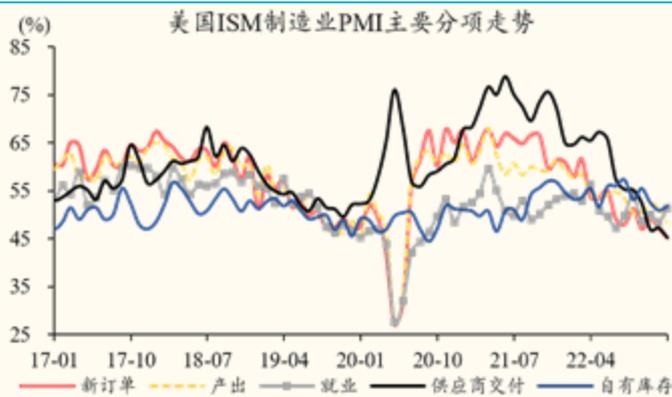
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：除就业和库存外，美国制造业 PMI 各分项普遍下跌

PMI 项目	环比变化	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11
<b>ISM: 制造业 PMI</b>	<b>↓ -0.6</b>	48.4	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1
新订单	↓ -2	45.2	47.2	49.2	47.1	51.3	48	49.2	55.1	53.5	53.8	61.7	57.9	61	61.5
产出	↓ -3	48.5	51.5	52.3	50.6	50.4	53.5	54.9	54.2	53.6	54.5	58.5	57.8	59.4	61.5
就业	↑ 3	51.4	48.4	50	48.7	54.2	49.9	47.3	49.6	50.9	56.3	52.9	54.5	53.9	53.3
供应商交付	↓ -2.1	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2	57.3	65.7	67.2	65.4	66.1	64.6	64.9	72.2
自有库存	↑ 0.9	51.8	50.9	52.5	55.5	53.1	57.3	56	55.9	51.6	55.5	53.6	53.2	54.6	56.8
客户库存	↓ -0.5	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5	35.2	32.7	37.1	34.1	31.8	33	31.7	25.1
物价	↓ -3.6	39.4	43	46.6	51.7	52.5	60	78.5	82.2	84.6	87.1	75.6	76.1	68.2	82.4
订单库存	↑ 1.4	41.4	40	45.3	50.9	53	51.3	53.2	58.7	56	60	65	56.4	62.8	61.9
新出口订单	↓ -2.2	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7	52.9	52.7	53.2	57.1	53.7	53.6	54
进口	↓ -1.5	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7	48.7	51.4	51.8	55.4	55.1	53.8	52.6

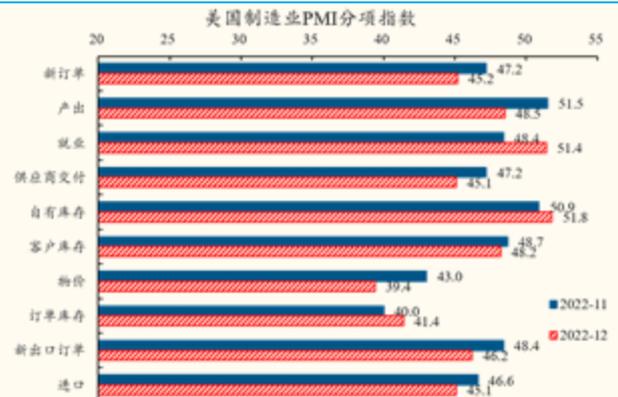
来源：Wind、国金证券研究所

图表 4: PMI 主要分项走弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 制造业 PMI 多数分项回落至 50 以下



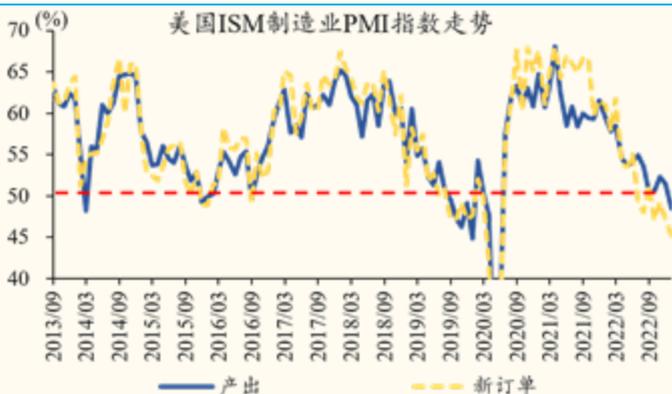
来源: Wind、国金证券研究所

## 二、生产需求双弱，供应链改善，通胀加速回落

从生产和需求来看，美国内外需求加速放缓，生产回落。12月新订单指数录得45.2，较11月的47.2回落2个百分点；新出口订单指数为46.2，较前值下降2.2；库存订单指数略回升1.4个百分点至41.4，但仍处于收缩区间。从生产端看，12月生产指数为48.5，与11月相比下降3个百分点，跌入收缩区间。值得关注的是，就业指数在11月收缩(48.4)后重返扩张区域(51.4)，上升3个百分点，但就业指数上下波动较大，并不是美国就业人数的良好预测指标。

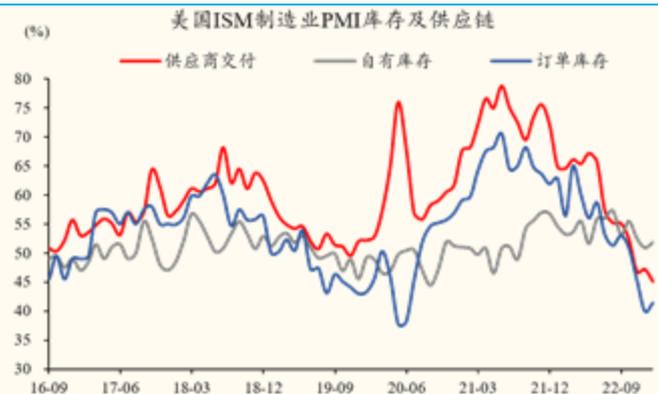
供应链情况改善，库存有所反弹。12月供应商交付指数为45.1，比11月的47.2下滑2.1个百分点，这是该分项指数自2009年3月以来的最低读数(43.2)，表明供应链交付速度在加快。库存指数为51.8，比11月的50.9高0.9个百分点，但从六个月的移动平均趋势来看，库存指数仍处于回落趋势中。

图表 6: PMI 生产及需求双弱



来源: Wind、国金证券研究所

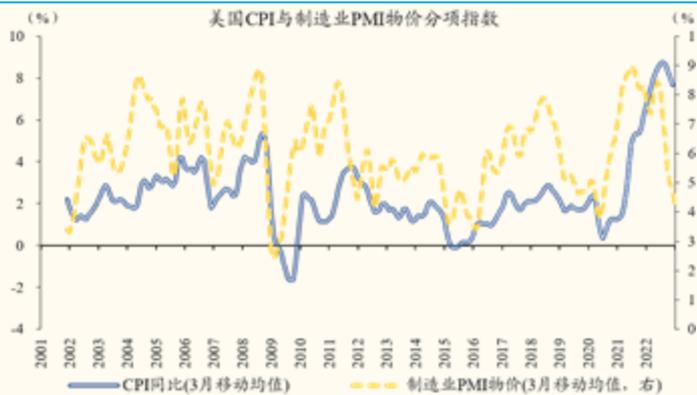
图表 7: 供应链改善，库存略有反弹



来源: Wind、国金证券研究所

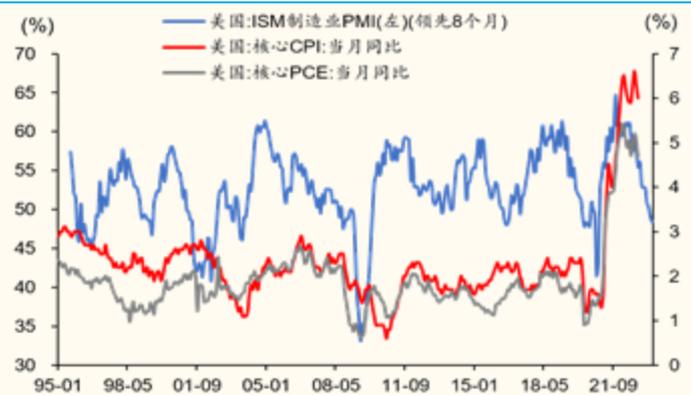
**通胀加速回落。**12月PMI物价指数为39.4，较11月的43下降3.6个百分点，是12月降幅最高的分项。目前物价指数已经回落至2020年4月以来的最低水平(35.3)。从趋势来看，PMI物价分项指数领先美国CPI增速约3到12个月，制造业PMI领先美国核心CPI及核心PCE增速约8个月。12月二者均呈现加速回落的趋势，显示美国通胀增速仍可能继续下滑。

图表 8: PMI 物价分项指数领先 CPI 约 3 到 12 个月



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 制造业 PMI 领先核心通胀约 8 个月

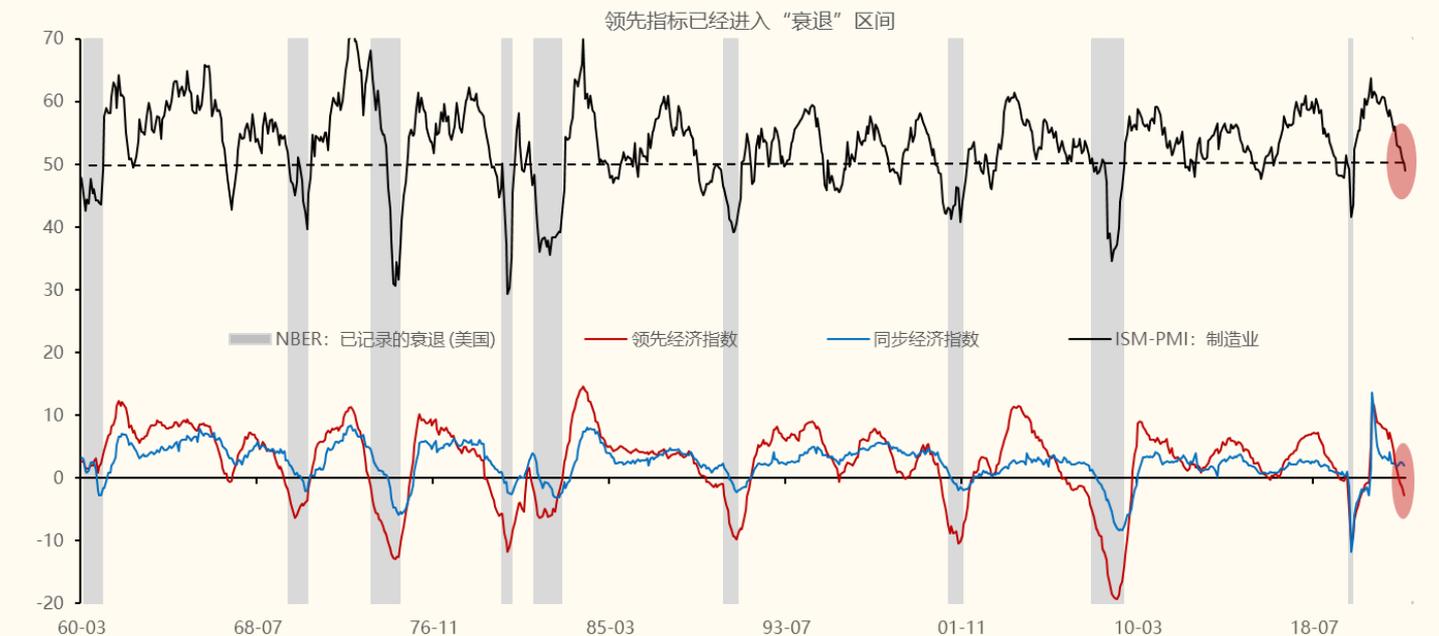


来源: Wind、国金证券研究所

### 三、美国衰退压力加大，库存周期回落

PMI 指标显示美国衰退压力加大。12 月制造业 PMI 继续落至 50 枯荣线以下，且制造业分项全面走弱，仅就业和自有库存两项略高于 50，新订单和订单库存都明显偏低。结合 PMI 及咨商会领先指标来看，美国经济衰退压力正在加大。标谘商会经济领先指标与实际 GDP 增速有一定的领先-滞后关系。咨商会领先指标从年初以来一直处于下行态势，6 个月环比变化率在 8 月份开始跌入负值区间（一级衰退预警），且读数还在扩大（10 月为-3.2%）。经验上，当读数跌倒-5%以下（二级衰退预警），美国经济都出现了衰退。

图表 10: 美国 12 月制造业 PMI 继续位于枯荣线以下，显示经济下行压力加大



来源: WIND、国金证券研究所

美国去库存压力加大，可能加速周期下行。库存周期向来是经济周期运行的加强项，本轮美国库存周期中，受到通胀及供应链干扰，批发商和零售商的名义库存同比增长皆创下有数据以来的新高，制造业库存增速则处于历史较低位。

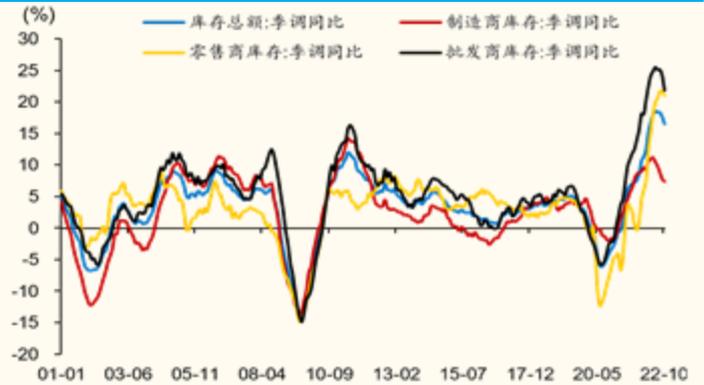
截至 2022 年 10 月，制造、批发、零售三大环节的库存增速均已开始见顶回落。从历史经验看，制造业 PMI 中的库存分项领先美国库存周期约 1 至 6 个月。12 月的库存分项加速回落，显示美国库存周期下行的压力将可能加大。

图表 11: PMI 库存指数领先库存周期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 美国库存周期已开始见顶回落



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

1. **通胀面临二次反弹风险。**美国通胀面临二次反弹风险，驱动因素主要是产出缺口和就业缺口，后疫情时代工资增速的中枢或明显抬升。
2. **货币政策“矫枉过正”。**美联储追求“充分紧缩”的政策立场，货币政策已经与全球经济周期出现背离。
3. **金融压力上行触发流动性风险。**美国金融压力已经上行至紧缩区间，由于加息周期尚未结束，2023 年压力还将上行，进而增加金融市场波动性。

**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