

PMI 反映了当前中国经济的六个特征

——2023年12月 PMI 分析

核心要点:

事件: 国家统计局 12 月 31 日发布数据显示, 中国 12 月官方制造业 PMI 为 49.0%, 前值 49.4%, 连续 3 个月下降。

PMI 指数反映了当前中国经济的六个特征:

一、2023 年全年制造业 PMI 走势“一波三折”。一季度 PMI 维持在 50% 以上, 反映疫情过峰速度好于预期。二季度逆周期政策力度边际下降 (以社融增速见顶回落为标志), 制造业 PMI 快速降至 50% 以下。三季度逆周期政策边际发力 (6 月、8 月降息, 地产政策优化)、国际油价上行驱动 PPI 收窄降幅, 制造业 PMI 开始回升并在 9 月短暂到达 50.2% 的位置。但四季度国际油价回落再次带动 PPI 回落, 影响企业盈利预期, 导致制造业 PMI 连续 3 个月下行。

二、四季度以来的 PMI 分项指标充分体现了“有效需求不足, 部分行业产能过剩”情况。四季度制造业 PMI 在 9 月短暂站上 50.2% 的位置之后连续回落, 同期 PPI 降幅扩大, CPI 连续回落且再次转负, 主要反映供过于求的状况有所加剧。从 PMI 分项指数可以看到, 制造业 PMI 生产指数保持扩张但新订单指数持续收缩; 原材料购进价格指数扩张但出厂价格指数继续收缩。服务业投入价格和销售价格指数也都在继续下降。这些都是供过于求加剧的信号。

三、制造业 PMI 出厂价指数收缩、购进价格指数保持扩张。四季度的出厂价指数运行在 47.9% 左右, 而原材料购进价格指数则保持 51.6% 左右。购进价扩张但出厂价收缩, 充分体现了终端需求不足的问题。

四、建筑业 PMI 显著上升, 反映逆周期政策边际发力。四季度以来制造业 PMI 与服务业 PMI 都在下降, 也都连续低于临界值。但建筑业 PMI 却逆势上行, 特别是 12 月建筑业新订单指数、从业人员指数都站上临界值, 可能体现了房地产政策优化或逆周期调节政策的发力, 且逆周期政策具有明显的“就业优先”特征。

五、全球需求尚未好转, 制造业新出口订单仍然相对低迷。美国 Markit 制造业 PMI 从 10 月的 50.0% 回落至 12 月的 48.2%, 欧元区制造业 PMI 在 11 月和 12 月维持在 44.2%。中国制造业 PMI 新出口订单指数从 10 月的 46.8% 回落至 12 月的 45.8%, 中国出口的好转还要等美元指数进一步回落, 全球货币政策空间打开之后。

六、中国库存周期虽已见底但缺乏回升的动力。12 月采购量指数、原材料库存和产成品库存指数仍处于临界值以下。反映内需与外需同时低迷可能导致库存周期出现见底但回升斜率不足的状态。展望 2024 年, 逆周期政策发力的信号已经在建筑业 PMI 上有所体现, 外需回升动力也在形成, 预计中国制造业 PMI 将逐渐回归临界值, 可以同步观测出口由负转正、PPI 由负转正、基建投资加速等信号。

分析师

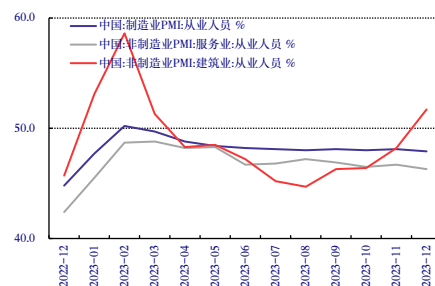
高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

图: 四季度以来建筑业从业人员指数显著上升



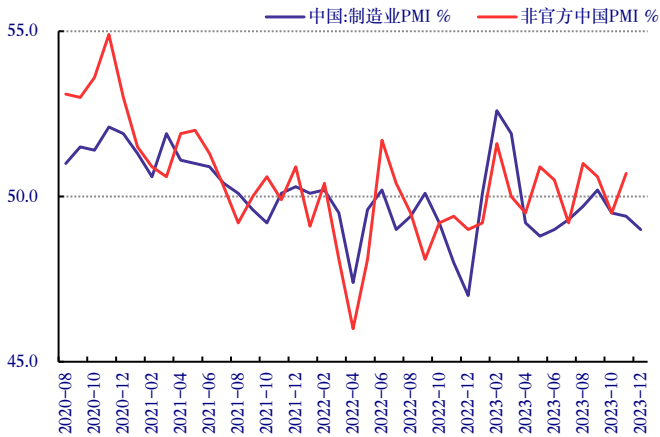
来源: Wind, 中国银河证券研究院

风险提示:

1. 政策时滞的风险
2. PPI 持续为负的风险

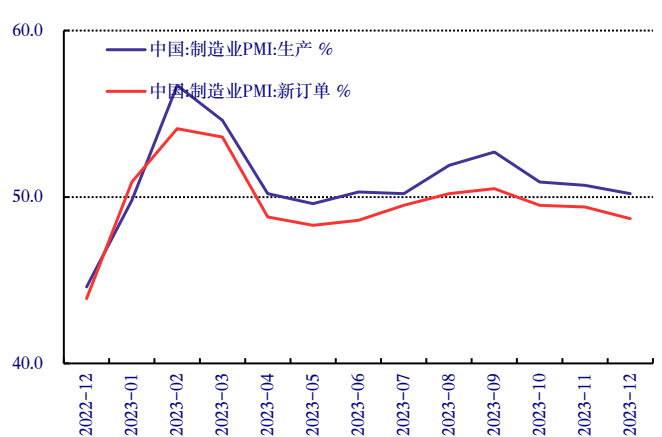
12月官方制造业 PMI 回落至 49.0%。在 9 月短暂站上临界值之后连续 3 个月回落。其中生产指数回落至 50.2%（前值 50.7%），新订单指数回落至 48.7%（前值 49.4%）。

图 1. 中采制造业 PMI 连续 3 个月下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

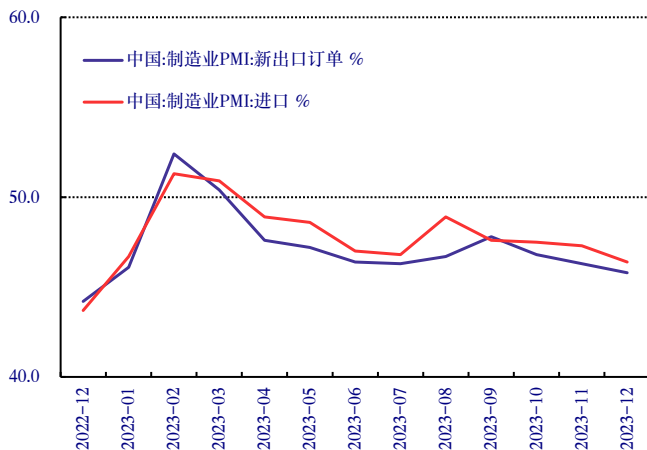
图 2. 12月生产指数仍然高于临界值，新订单指数仍然低于临界值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

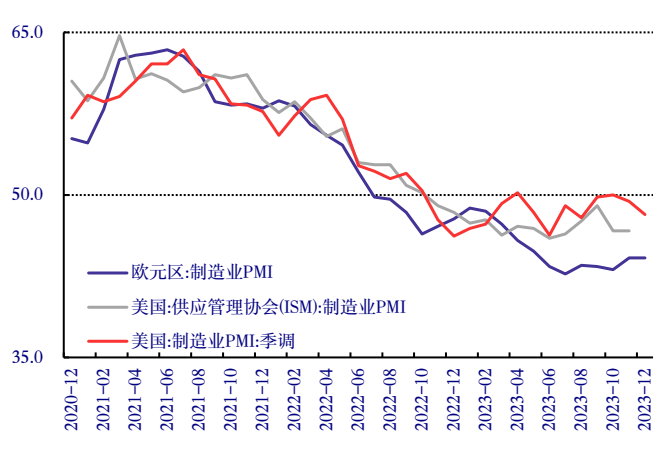
四季度美国 Markit 制造业 PMI 从 10 月的 50.0% 降至 12 月的 48.2%，欧元区制造业 PMI 在 11 月和 12 月维持在 44.2%。中国制造业 PMI 的新出口订单指数从 10 月的 46.8% 回落至 12 月的 45.8%。中国出口好转还要等美元指数进一步回落，全球货币政策空间打开之后。12 月进口指数也降至 46.4%（47.3%）。

图 3. 12月出口新订单指数和进口指数都在临界值以下进一步下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

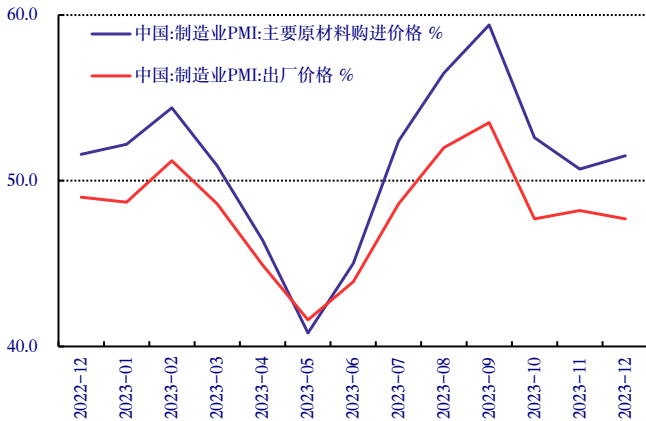
图 4. 12月美国制造业 PMI 出现回落，但仍然高于欧元区 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

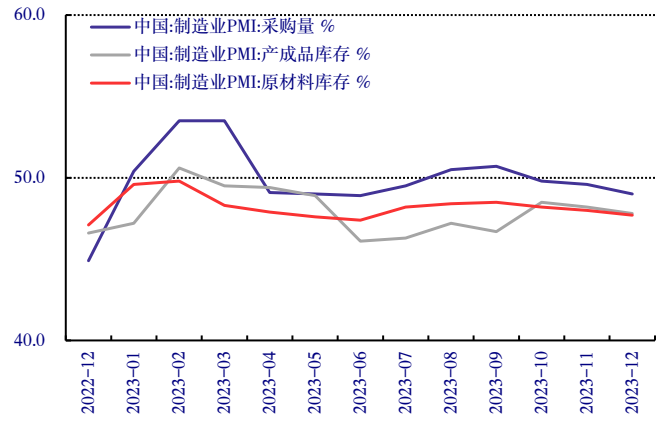
12 月出厂价指数回落至 47.7%（前值 48.2%），原材料购进价指数则回升至 51.5%（前值 50.7%），保持扩张。从 PPI（工业品出厂价指数）的走势来看，四季度趋于回落的。同时，购进价扩张但出厂价收缩，充分体现了终端需求不足的问题。

图 5. 12 月购进价格指数保持扩张，出厂价格指数维持在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

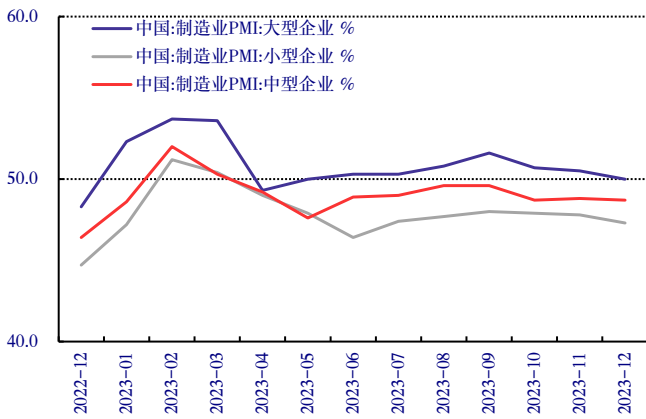
图 6. 12 月制造业采购量和产成品库存都继续维持在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

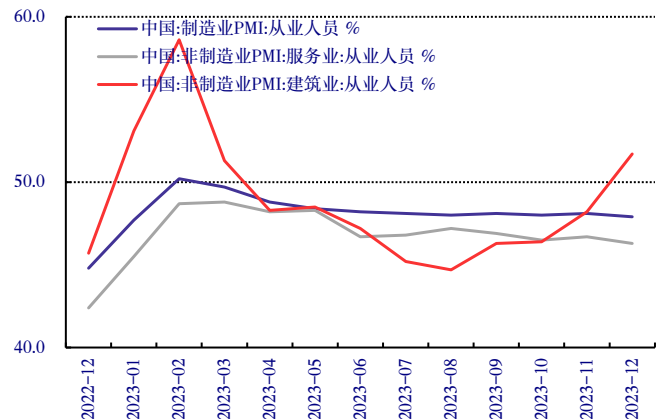
12 月月采购量指数、原材料库存和产成品库存分别下降至 49.0%、47.7%和 47.8%（前值 49.6%、48%和 48.2%）。内需与外需同时低迷，可能导致库存周期出现见底但回升斜率不足的状态。

图 7. 中、小型企业景气度仍在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 制造业、服务业、建筑业从业人员指数都持续低迷



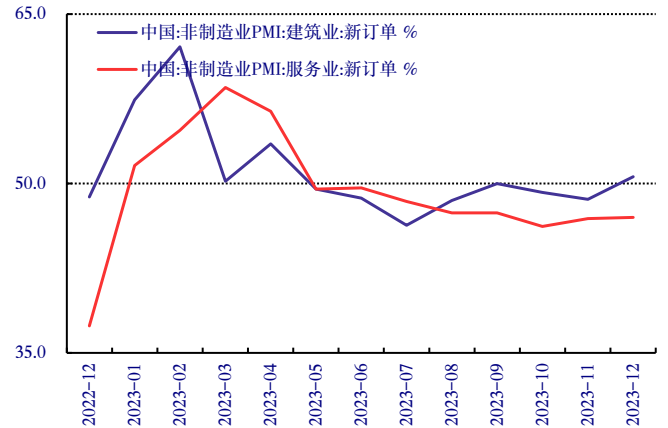
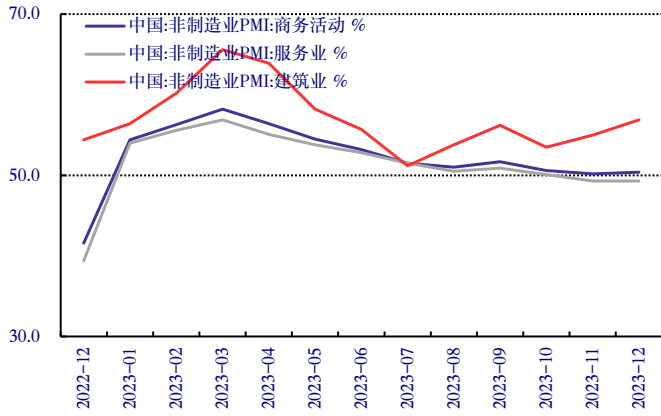
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

12 月服务业 PMI 维持 49.3%。其中新订单和业务活动预期指数分别为 47.0%和 59.4%（前值 46.9%和 59.3%）。投入价格和销售价格均下降至 49.3%和 48.9%（前值为 49.2%和 47.7%）。

12 月建筑业 PMI 进一步上升至 56.9%（前值 55%），其中新订单指数为 50.0%（前值 48.6%），从业人员指数为 51.7%（前值 48.2%），都站在临界值以上。四季度建筑业 PMI 逆势上行，特别是 12 月建筑业新订单指数、从业人员指数站上临界值，体现了房地产政策优化或逆周期调节政策的发力，且逆周期政策具有明显的“就业优先”特征。

图 9. 建筑业 PMI 进一步上行, 但服务业 PMI 仍运行在荣枯线以下

图 10. 建筑业新订单指数回升至临界值以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn