



2023年12月31日

PMI继续回落，需求仍显不足

——国内观察：2023年12月PMI

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人：

高旗胜

gqs@longone.com.cn

相关研究

1. PMI有所回落，经济仍有下行压力

——2022年10月PMI

2. PMI延续下滑，经济下行压力较大

——2022年11月PMI

3. PMI再度回落，稳增长政策有望加码

——2022年12月PMI

4. PMI大幅回升，经济回暖势头明显

——2023年1月PMI

5. PMI超预期回升，经济恢复动力较强

——2023年2月PMI

6. PMI保持扩张，经济复苏速度可能放缓

——2023年3月PMI

7. 景气度重回荣枯线以下，制造业与服务业有所分化

——2023年4月PMI

8. 需求恢复偏弱，经济景气水平继续回落

——2023年5月PMI

9. 景气水平小幅回升，新动能增势明显

——国内观察：2023年6月PMI

10. 景气水平延续回升，内需有所回暖

——国内观察：2023年7月PMI

11. 内需回暖显示积极信号——国内观察：2023年8月PMI

12. 经济恢复向好，发展质量提升——国内观察：2023年9月PMI

13. PMI回落，经济恢复还需巩固——国内观察：2023年10月PMI

14. PMI稳中略降，需求有待加力恢复——国内观察：2023年11月PMI

投资要点

- **事件：**12月31日，国家统计局公布12月官方PMI数据。12月，制造业PMI为49%，前值49.4%；非制造业PMI为50.4%，前值50.2%。
- **核心观点：**12月，制造业PMI环比回落，主要分项指数多数回落，反映经济景气度有所下降。但今年12月环比降幅明显小于去年，考虑到2022年12月基数偏低，因此今年12月经济同比表现可能相对较好。制造业供需均有回落，但生产指数仍保持在扩张区间，国际贸易受阻或致原材料价格回升，出厂价格则受需求不足影响下降，各规模企业景气度均出现下滑。结构上，高技术制造业、装备制造业等新动能供给端景气度较高；农副食品加工、食品饮料等消费品行业受元旦、春节临近带动发展信心较强。非制造业方面，受寒潮天气等因素影响，部分地区与出行相关的行业活跃度下降；京沪楼市新政带动房地产需求回暖，土木工程建筑业指数大幅上升显示基建投资继续发力。往后看，预计在双节假期带动下，交通出行、住宿餐饮、文体娱乐等消费活动有望升温，但未来仍需着力扩大国内需求。
- **今年四季度制造业PMI持续回落。**下半年以来，制造业PMI分别为49.3%、49.7%、50.2%、49.5%、49.4%、49%。12月制造业PMI环比回落0.4个百分点，表明经济恢复动能仍需加强。除供货商配送时间指数环比持平外，生产、新订单、原材料库存、从业人员指数均环比回落。**生产指数保持扩张，需求相对偏弱。**12月生产和新订单指数分别为50.2%、48.7%，环比分别下降0.5个、0.7个百分点。从需求端来看，制造业市场需求相对偏弱，12月反映需求不足的企业比重环比上升0.2个百分点至60.8%。同时，新出口订单指数环比下降0.5个百分点至45.8%，为今年最低，或受欧美消费市场备货季节性放缓等因素影响。从生产端来看，尽管生产指数环比回落，但已连续7个月在扩张区间。其中，装备制造业和高技术制造业生产指数全年均值都明显高于全部制造业，表明制造业新动能供给景气度较高。
- **原材料价格回升，出厂价格下降。**12月原材料购进价格指数环比上升0.8个百分点至51.5%，结束了连续2个月的下行态势。12月受红海局势紧张等因素影响，全球供应链受到一定冲击，导致国际贸易在一定程度上受阻，国际大宗商品价格上涨。从出厂价格来看，市场需求相对偏弱导致产品销售价格有所下降，12月出厂价格指数环比回落0.5个百分点至47.7%。**各规模企业PMI均环比回落。**12月，大、中、小型企业PMI分别为50%、48.7%、47.3%。其中，大型企业PMI环比降0.5个百分点；中型企业PMI环比降0.1个百分点；小型企业PMI环比降0.5个百分点。12月各规模企业景气度均有所下滑，大型企业受市场需求不足影响相对较大，小型企业新订单指数仍低位运行，未来促内需政策或将持续发力。
- **寒潮天气导致居民跨区域消费减少，双节假期有望带动相关消费活动升温。**12月，服务业商务活动指数为49.3%，环比持平。从行业看，12月部分地区受寒潮天气等因素影响，与出行相关的行业市场活跃度明显回落，航空运输、水上运输、住宿等商务活动指数均降至46%以下。临近年底，预计在元旦、春节假期带动下，交通出行、住宿餐饮、文体娱乐等消费活动有望升温，或将带动服务业商务活动指数回升。
- **京沪楼市新政带动建筑业需求回暖。**12月，建筑业商务活动指数环比上升1.9个百分点至56.9%。从需求看，京沪楼市新政带动房地产销售明显回暖。截至12月30日，12月30城商品房成交面积环比增长26%，同时12月建筑业新订单指数环比上升2个百分点。分行业看，12月房屋建筑业和土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数较上月均有所上升，其中土木工程建筑业指数升幅更为明显，显示基建投资继续发力，或受增发国债项目落实所带动。
- **风险提示：**海外局势变化超预期；政策落地不及预期。

正文目录

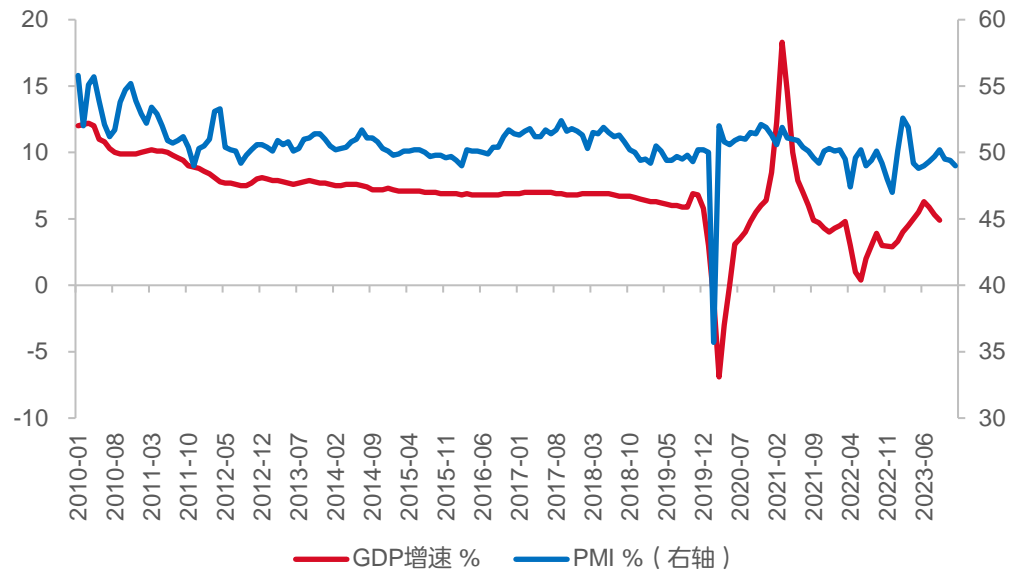
1. 制造业 PMI：需求不足制约经济恢复.....	4
2. 非制造业 PMI：服务业稳定，建筑业明显回升	6
3. 核心观点	7
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 GDP 增速与 PMI, %	4
图 2 制造业 PMI, %	5
图 3 制造业 PMI 各分项, %.....	5
图 4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %.....	5
图 5 BDI 指数, 点.....	5
图 6 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %.....	6
图 7 大、中、小企业 PMI, %.....	6
图 8 原材料和产成品库存指数, %.....	6
图 9 生产经营活动预期指数, %	6
图 10 非制造业 PMI, %.....	7
图 11 非制造业 PMI 各分项, %.....	7
图 12 建筑业 PMI, %	7
图 13 30 城商品房销售面积, 万平方米	7

事件: 12月31日, 国家统计局公布12月官方PMI数据。12月, 制造业PMI为49%, 前值49.4%; 非制造业PMI为50.4%, 前值50.2%。

图1 GDP增速与PMI, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

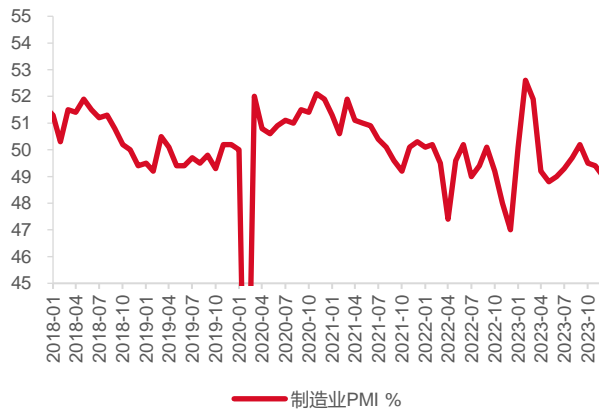
1.制造业 PMI: 需求不足制约经济恢复

今年四季度制造业 PMI 持续回落。下半年以来, 制造业 PMI 分别为 49.3%、49.7%、50.2%、49.5%、49.4%、49%。12月制造业 PMI 继续回落, 表明经济恢复动能仍需加强。从12月制造业 PMI 来看, 环比下降 0.4 个百分点至 49%。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数当中, 除供货商配送时间指数环比持平外, 生产、新订单、原材料库存、从业人员四个指数均环比回落。

生产指数保持扩张, 需求相对偏弱。12月生产和新订单指数分别为 50.2%、48.7%, 环比分别下降 0.5 个、0.7 个百分点。从需求端来看, 12月制造业市场需求相对偏弱。统计局数据显示, 12月反映需求不足的企业比重环比上升 0.2 个百分点至 60.8%, 已连续三个月上升。同时, 新出口订单指数环比下降 0.5 个百分点至 45.8%, 为今年最低值, 或受欧美消费市场备货季节性放缓等因素影响。分行业来看, 上月运行态势较好的装备制造业和高技术制造业市场需求增速稳中趋缓, 两个行业的新订单指数环比均有回落, 但仍保持在扩张区间。消费品制造业市场需求在连续 4 个月增长后有所下降, 新订单指数降至收缩区间。从生产端来看, 尽管 12月生产指数环比回落, 但自今年 6 月以来已连续 7 个月保持在扩张区间。其中, 新动能供给表现较好。统计局数据显示, 装备制造业和高技术制造业的生产指数全年均值都明显高于全部制造业生产指数全年均值, 表明制造业新动能供给景气度较高。

此外, 与近 5 年同期均值相比, 12月生产和新订单指数表现均相对偏弱。12月生产指数低于近 5 年同期均值的 50.7%, 新订单指数低于近 5 年同期均值的 49.4%。

图2 制造业 PMI, %



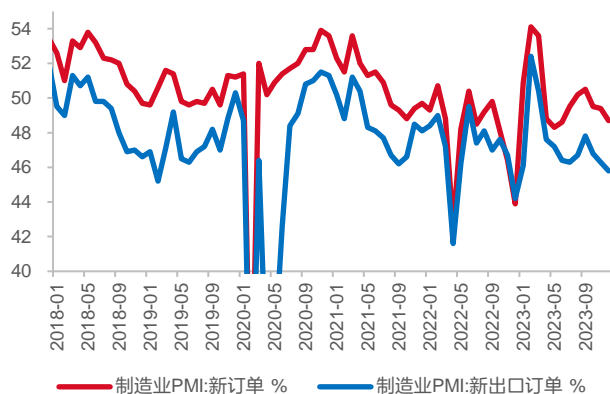
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图3 制造业 PMI 各分项, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图4 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图5 BDI 指数, 点



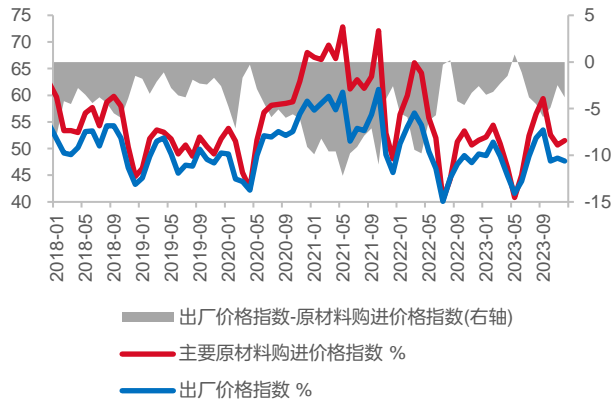
资料来源: Wind, 东海证券研究所

原材料价格回升, 出厂价格下降。12月原材料购进价格指数环比上升0.8个百分点至51.5%,结束了连续2个月的下行态势。12月受红海局势紧张等因素影响,全球供应链受到一定冲击,导致国际贸易在一定程度上受阻,国际大宗商品价格上涨。从出厂价格来看,由于市场需求相对偏弱,产品销售价格有所下降,12月出厂价格指数环比回落0.5个百分点至47.7%。整体来看,12月制造业原材料和产成品价格指数差有所扩大。

各规模企业 PMI 均环比回落。12月,大、中、小型企业 PMI 分别为50%、48.7%、47.3%。其中,大型企业 PMI 环比降0.5个百分点;中型企业 PMI 环比降0.1个百分点;小型企业 PMI 环比降0.5个百分点。从供需看,12月各规模企业生产和新订单指数均环比下降,其中,大型企业新订单指数环比降幅较大(0.9个百分点),小型企业新订单指数环比降幅较小(0.2个百分点)。整体而言,12月各规模企业景气度均有所下滑,大型企业受市场需求不足影响相对较大,小型企业新订单指数仍低位运行,未来促内需政策或将持续发力。

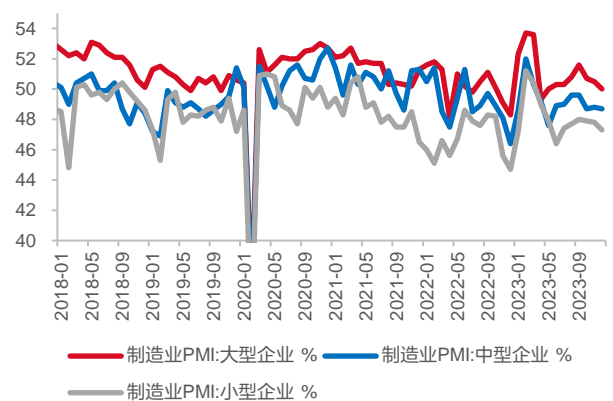
企业预期稳中向好。12月,制造业生产经营活动预期指数为55.9%,较11月上升0.1个百分点,连续6个月位于55%以上较高景气区间,反映企业对市场预期保持乐观。分行业看,受元旦、春节临近带动,农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等消费品行业生产经营活动预期指数均升至60%以上高景气区间,企业对近期行业发展信心较强。

图6 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%



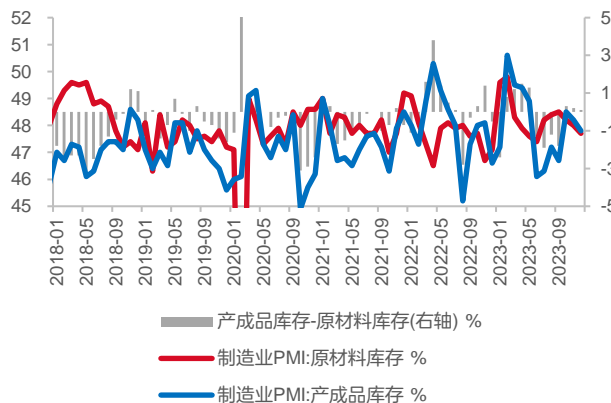
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 大、中、小企业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 原材料和产成品库存指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 生产经营活动预期指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

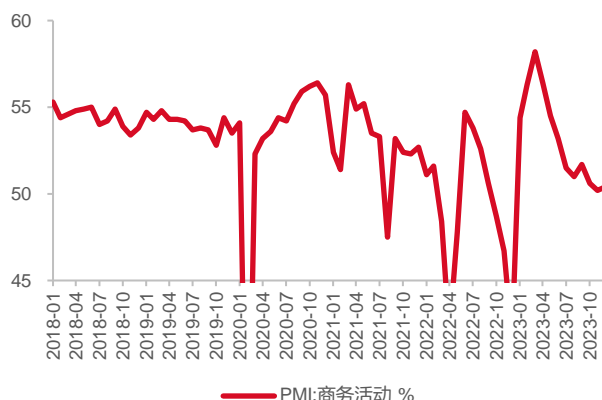
2.非制造业 PMI：服务业稳定，建筑业明显回升

12月，非制造业商务活动指数为50.4%，较上月上升0.2个百分点，今年以来始终保持在扩张区间。

寒潮天气导致居民跨区域消费减少，双节假期有望带动相关消费活动升温。12月，服务业商务活动指数为49.3%，环比持平。从需求看，服务业新订单指数为47%，较上月上升0.1个百分点，服务业市场需求略有好转；从预期看，服务业业务活动预期指数为59.4%，较上月上升0.1个百分点，服务业企业对未来发展信心保持乐观。从行业看，12月，部分地区受寒潮天气等因素影响，与出行相关的行业市场活跃度明显回落，航空运输、水上运输、住宿等商务活动指数均降至46%以下。与之相比，统计局数据显示，12月金融业商务活动指数和新订单指数均环比上升，且均创下半年以来新高，或表明金融支持实体经济力度在加强。整体看，受天气因素影响，12月居民跨区域消费活动减少。临近年底，预计在元旦、春节假期带动下，交通出行、住宿餐饮、文体娱乐等消费活动有望升温，或将带动服务业商务活动指数回升。

京沪楼市新政带动建筑业需求回暖。12月，建筑业商务活动指数环比上升1.9个百分点至56.9%，连续五个月位于53%以上。从需求看，京沪楼市新政带动房地产销售明显回暖。截至12月30日，12月30城商品房成交面积1231万平方米，环比增长26%，同比-9.8%，同比降幅较11月大幅收窄11.3个百分点（11月为-21.1%），同时12月建筑业新订单指数环比上升2个百分点。分行业看，12月房屋建筑业和土木工程建筑业商务活动指数和新订单指数较上月均有所上升，其中土木工程建筑业指数升幅更为明显，显示基建投资继续发力，或受增发国债项目落实所带动。国家发改委数据显示，截至12月末，国家发改委已下达前两批增发国债项目清单，首批清单共涉及近2900个项目，第二批清单共涉及9600多个项目，前两批项目涉及安排增发国债金额超8000亿元，1万亿元增发国债已大部分落实到具体项目。市场预期方面，12月建筑业业务活动预期指数为65.7%，环比上升3.1个百分点，今年以来始终位于60%以上高景气区间，体现企业对未来发展保持较好预期。

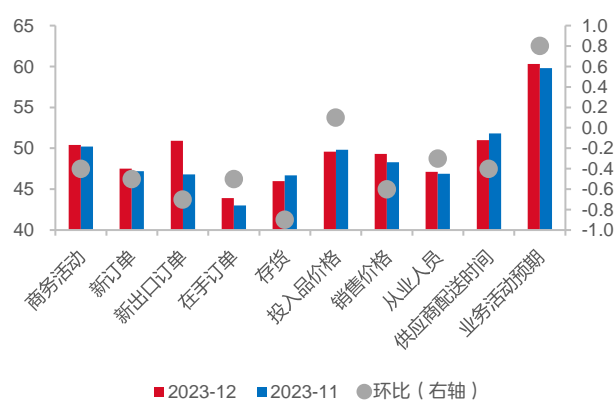
图10 非制造业 PMI, %



— PMI:商务活动 %

资料来源：Wind，东海证券研究所

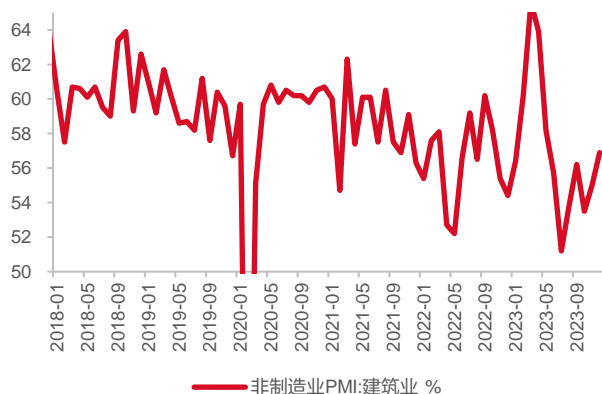
图11 非制造业 PMI 各分项, %



■ 2023-12 ■ 2023-11 ● 环比 (右轴)

资料来源：Wind，东海证券研究所

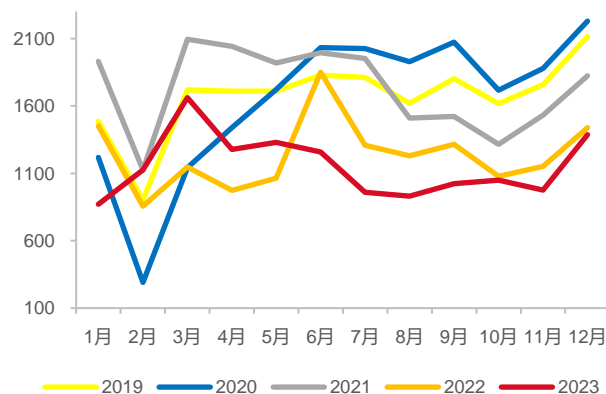
图12 建筑业 PMI, %



— 非制造业PMI:建筑业 %

资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 30城商品房销售面积, 万平方米



— 2019 — 2020 — 2021 — 2022 — 2023

资料来源：Wind，东海证券研究所

3.核心观点

12月，制造业PMI环比回落，主要分项指数多数回落，反映经济景气度有所下降。但今年12月环比降幅明显小于去年，考虑到2022年12月基数偏低，因此今年12月经济回

比表现可能相对较好。制造业供需均有回落，但生产指数仍保持在扩张区间，国际贸易受阻或致原材料价格回升，出厂价格则受需求不足影响下降，各规模企业景气度均出现下滑。结构上，高技术制造业、装备制造业等新动能供给端景气度较高；农副食品加工、食品饮料等消费品行业受元旦、春节临近带动发展信心较强。非制造业方面，受寒潮天气等因素影响，部分地区与出行相关的行业活跃度下降；京沪楼市新政带动房地产需求回暖，土木工程建筑业指数大幅上升显示基建投资继续发力。往后看，预计在双节假期带动下，交通出行、住宿餐饮、文体娱乐等消费活动有望升温，但未来仍需着力扩大国内需求。

4.风险提示

- 1) 海外局势变化超预期：国际地缘政治存在不稳定因素，中美关系具有不确定性；
- 2) 政策落地不及预期：政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089