

2023年12月31日

制造业压力较大，尤其是需求端与小型企业

事件点评

12月PMI数据点评

- ◆ 事件：统计局公布12月制造业PMI，环比下降0.4至49.0，连续三个月下降；非制造业PMI回升0.2至50.4；综合PMI下降0.1至50.3。整体而言，经济景气水平基本稳定，制造业压力较大。
- ◆ 一、制造业：受部分基础原材料行业生产淡季等因素影响，各指标普遍回落
- ◆ 1) 生产与投资端：12月生产指数继续回落0.5至50.2，连续7个月保持扩张；采购量继续下降0.6至49.0；原材料库存继续下降0.3至47.7；产成品库存降低0.4至47.8，企业更多采用产成品交付订单。
- ◆ 分行业看，木材加工及家具、金属制品、通用设备、电气机械器材等行业生产指数均高于54.0，相关行业生产增长较快；纺织、石油煤炭及其他燃料加工、非金属矿物制品等行业生产指数低于临界点，企业产能释放不足。
- ◆ 2) 需求端：今年以来欧美等主要经济体制造业持续收缩，12月份美国和欧元区制造业PMI初值分别为48.2和44.2。当前外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，调查中部分企业反映，海外订单减少叠加国内有效需求不足是企业面临的主要困难。12月需求指数继续下降0.7至48.7。其中，外需连续9个月低于荣枯线，12月收缩幅度继续扩张0.5至45.8；内需“新订单-新出口订单”低于前值。
- ◆ 分行业看，金属制品、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业新订单指数均继续位于临界点以上，相关行业市场需求保持扩张；纺织服装服饰、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业新订单指数均较低，市场需求仍显不足。
- ◆ 3) 价格与利润方面，近期工业金属价格抬升叠加海外局势动荡导致油价上行，12月原材料购进价格回升0.8至51.5；出厂价格回落0.5至47.7，下游需求不振，利润压缩。
- ◆ 4) 生产经营活动预期环比持续提升0.1至55.9，连续6个月位于较高景气区间，制造业企业对市场发展信心稳定。从行业看，受节日临近带动，食品相关消费品行业生产经营预期均升至60.0以上。
- ◆ 5) 大型企业生产端仍在扩张区间，小型企业处境艰难，各指标均偏弱。12月大、中、小型制造业企业PMI分别变动-0.5、-0.1、-0.5至50.0、48.7、47.3。5月份以来大型企业生产指数和新订单指数始终位于临界点以上，大型企业产需持续释放；中、小型企业景气水平仍然偏弱。
- ◆ 6) 新动能行业保持小幅扩张。从重点行业看，高技术制造业和装备制造业PMI分别为50.3和50.2，高于制造业总体水平，继续保持扩张；消费品行业PMI为49.4，景气水平有所回落；高耗能行业PMI为47.4，景气水平偏低。
- ◆ 二、非制造业：建筑业春节前加快施工，寒潮、流感影响下服务业维持年内低点
- ◆ 1) 建筑业PMI继续提高1.8至56.9，为下半年最高值，部分企业在春节假期前加快施工进度，需求恢复带动景气度扩张速度继续加快。需求方面，建筑业新订单提升2.0至50.6。市场预期看，业务活动预期指数大幅提高3.1至65.7，今年以来始终位于高位景气区间，且呈现向上走势，建筑业企业发展信心较强。此外，施工加快背景下建筑业就业指数大幅改善3.5至51.7，时隔三季度重回扩张区间。
- ◆ 2) 服务业PMI为49.3，与上月持平，为年内最低点。从行业看，受寒潮、流感等因素影响，出行相关服务业如水上运输、航空运输、住宿、居民服务等PMI低于46.0；邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业PMI在55.0以上较高景气区间。

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

SAC执业证书编号：S0910523050002

yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

2024年度转债投资策略-股、债、流动性新阶段下的转债策略 2023.12.28

河北经济债务分析展望 2023.12.27

资产配置周报(2023-12-24)-上证50能否接力红利指数 2023.12.24

ESG市场跟踪双周报(2023.12.4-2023.12.17)-COP28完成《巴黎协定》首次全球盘点 2023.12.17

资产配置周报(2023-12-17)-进一步上调价值仓位 2023.12.17



◆ 三、投资建议

- ◆ 总体而言，资产端持续恢复基础仍需进一步巩固，12月的环比回落符合我们的预期。制造业压力较大，尤其是需求端与小型企业。海外订单减少叠加国内有效需求不足是制造业面临的主要困难，且仍需重点关注国内居民就业与收入改善问题。我们目前认为，未来1-2年中国实际经济增长中枢在4-5%之间，对应名义经济增长中枢在6-7%之间。通胀方面，在负债收敛和实体经济平稳的组合下，有望震荡温和回落。
- ◆ 年底流动性改善，但风险偏好仍相当谨慎。我们基本维持之前的观点，资金面未来会有边际松弛，各项指标向中枢回归，比如一年期国债收益率向1.9%左右的中枢回归，期限利差向70个基点左右的中枢回归，对应十债收益率中枢在2.6%，三十年国债和十年国债的利差将进一步压缩。权益方面，比较确定的是风格将转向价值占优，但考虑到目前市场或处于过度悲观的状态，而十债收益率已经跌破中枢位置，我们还是愿意对价值乐观一点，我们重点关注上证50指数能否接力红利指数成为各类宽基指数中的明星品种。
- ◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

图 1: PMI 分项数据

| 制造业 | | PMI | 生产 | 新订单 | 新出口订单 | 在手订单 | 产成品库存 | 采购量 | 进口 | 出厂价格 | 原材料购进价格 | 原材料库存 | 从业人员 | 供货商配送时间 | 生产经营预期 | |
|------------|----------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|----------|-------|--------|---------|-------|-------|---------|--------|---|
| 与PMI相关系数 | | 1 | 0.97 | 0.98 | 0.77 | 0.84 | (0.07) | 0.97 | 0.85 | 0.40 | 0.46 | 0.79 | 0.88 | 0.57 | 0.59 | |
| 环比 (PMI原值) | 2023年12月 | 49.00 | 50.20 | 48.70 | 45.80 | 44.50 | 47.80 | 49.00 | 46.40 | 47.70 | 51.50 | 47.70 | 47.90 | 50.30 | 55.90 | |
| | 2023年11月 | 49.40 | 50.70 | 49.40 | 46.30 | 44.40 | 48.20 | 49.60 | 47.30 | 48.20 | 50.70 | 48.00 | 48.10 | 50.30 | 55.80 | |
| | 2023年10月 | 49.50 | 50.90 | 49.50 | 46.80 | 44.20 | 48.50 | 49.80 | 47.50 | 47.70 | 52.60 | 48.20 | 48.00 | 50.20 | 55.60 | |
| | 2023年9月 | 50.20 | 52.70 | 50.50 | 47.80 | 45.30 | 46.70 | 50.70 | 47.60 | 53.50 | 59.40 | 48.50 | 48.10 | 50.80 | 55.50 | |
| | 2023年8月 | 49.70 | 51.90 | 50.20 | 46.70 | 45.90 | 47.20 | 50.50 | 48.90 | 52.00 | 56.50 | 48.40 | 48.00 | 51.60 | 55.60 | |
| | 12月较11月 | | ↓ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↑ |
| | 历年12月均值 | 51.09 | 53.38 | 52.19 | 49.44 | 46.10 | 46.91 | 52.13 | 48.66 | 51.30 | 54.27 | 48.03 | 48.78 | 49.84 | 53.27 | |
| 12月较历史均值 | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↑ | | |
| 非制造业 | | PMI | 新订单 | 新出口订单 | 业务活动预期 | 投入品价格 | 销售价格 | 从业人员 | 在手订单 | 存货 | 供货商配送时间 | | | | | |
| 与PMI相关系数 | | 1 | 0.96 | 0.70 | 0.86 | 0.51 | 0.51 | 0.84 | 0.71 | 0.68 | 0.83 | | | | | |
| 环比 (PMI原值) | 2023年12月 | 50.40 | 47.50 | 50.90 | 60.30 | 49.60 | 49.30 | 47.10 | 43.90 | 46.00 | 51.00 | | | | | |
| | 2023年11月 | 50.20 | 47.20 | 46.80 | 59.80 | 49.80 | 48.30 | 46.90 | 43.00 | 46.70 | 51.80 | | | | | |
| | 2023年10月 | 50.60 | 46.70 | 49.10 | 58.10 | 49.70 | 48.60 | 46.50 | 43.10 | 46.20 | 52.00 | | | | | |
| | 2023年9月 | 51.70 | 47.80 | 49.40 | 58.70 | 52.50 | 50.30 | 46.80 | 43.30 | 46.90 | 51.30 | | | | | |
| | 2023年8月 | 51.00 | 47.50 | 47.90 | 58.20 | 51.70 | 50.00 | 46.80 | 43.70 | 46.20 | 52.00 | | | | | |
| | 12月较11月 | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ | ↓ | | | | | |
| | 历年12月均值 | 55.45 | 52.13 | 50.55 | 62.47 | 55.52 | 50.38 | 50.76 | 44.58 | 46.90 | 52.15 | | | | | |
| 12月较历史均值 | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | ↓ | | | | | | |
| 建筑业 | | PMI | 新订单 | 业务活动预期 | 投入品价格 | 销售价格 | 从业人员 | 服务业 | | | | | | | | |
| 与PMI相关系数 | | 1 | 0.89 | 0.31 | 0.35 | 0.22 | 0.13 | 与PMI相关系数 | | | | | | | | |
| | | | | | | | | PMI | 新订单 | 业务活动预期 | 投入品价格 | 销售价格 | 从业人员 | | | |
| 环比 (PMI原值) | 2023年12月 | 56.9 | 50.6 | 65.7 | 51.4 | 51.7 | 51.7 | 49.3 | 47 | 59.4 | 49.3 | 48.9 | 48.9 | 46.3 | | |
| | 2023年11月 | 55 | 48.6 | 62.6 | 53.1 | 51.3 | 48.2 | 49.3 | 46.9 | 59.3 | 49.2 | 47.7 | 46.7 | | | |
| | 2023年10月 | 53.5 | 49.2 | 61.4 | 49.9 | 50 | 46.4 | 50.1 | 46.2 | 57.5 | 49.7 | 48.3 | 46.5 | | | |
| | 2023年9月 | 56.2 | 50 | 61.8 | 54.7 | 51.5 | 46.3 | 50.9 | 47.4 | 58.1 | 52.1 | 50 | 46.9 | | | |
| | 2023年8月 | 53.8 | 48.5 | 60.3 | 48.4 | 50.4 | 44.7 | 50.5 | 47.4 | 57.8 | 52.3 | 49.9 | 47.2 | | | |
| | 12月较11月 | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ | ↑ | ↑ | → | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↑ | ↓ | | |
| | 历年12月均值 | 59.89 | 54.14 | 53.35 | 61.50 | 55.93 | 51.45 | 53.26 | 50.65 | 49.78 | 59.84 | 52.68 | 49.66 | | | |
| 12月较历史均值 | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↑ | ↓ | ↓ | ↓ | | | | |

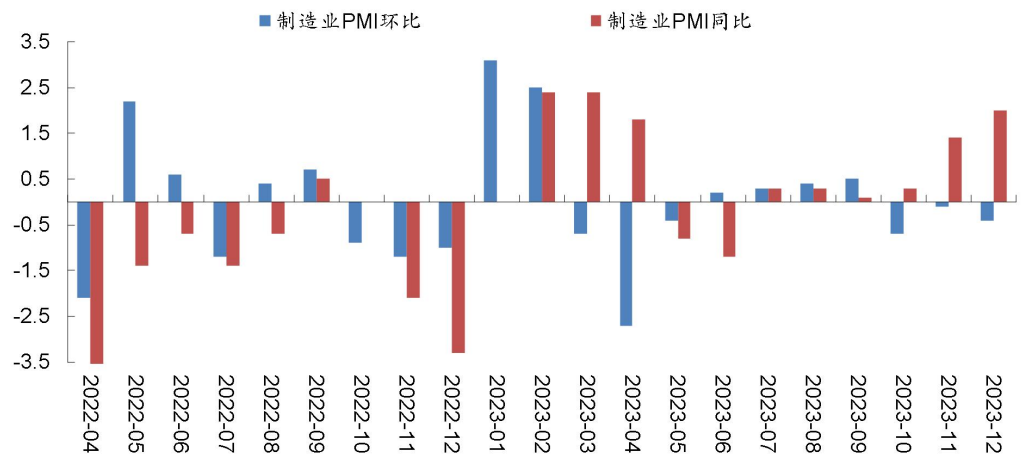
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

| PMI | 制造业 | 生产 | 新订单 | 进口 | 新出口订单 | 原材料库存 | 生产经营预期 | 在手订单 | 产成品库存 | 采购量 | 主要原材料购进价格 | 出厂价格 | 从业人员 | 供货商配送时间 | |
|----------|----------|------|------|------|-------|-------|--------|------|-------|------|-----------|------|------|---------|------|
| 大型企业 | 2023年12月 | 50 | 51.5 | 50.2 | 47 | 45.3 | 49 | 57.9 | 46.3 | 49.1 | 50.9 | 52.7 | 49 | 48.1 | 49.8 |
| | 2023年11月 | 50.5 | 52.1 | 51.1 | 47.9 | 48.1 | 48.5 | 57 | 45.6 | 49.5 | 51.9 | 50.3 | 49.2 | 49.3 | 50.3 |
| | 2023年10月 | 50.7 | 53.1 | 50.8 | 47.8 | 47.9 | 49.6 | 56.7 | 45.1 | 49.6 | 51.6 | 53.7 | 47.6 | 48.8 | 49.9 |
| | 2023年09月 | 51.6 | 54.4 | 52.7 | 48.7 | 48.6 | 49.9 | 56.8 | 46.7 | 47 | 52.1 | 61 | 55.1 | 49.4 | 51 |
| | 2023年08月 | 50.8 | 53.7 | 51.6 | 50.6 | 48.6 | 49 | 57.1 | 47.7 | 47.5 | 53 | 57.3 | 52.5 | 48.9 | 51.9 |
| 中型企业 | 2023年12月 | 48.7 | 50.1 | 48.1 | 44.3 | 46.3 | 48 | 56.2 | 44.1 | 48.4 | 48.6 | 50.9 | 46 | 47.7 | 50.8 |
| | 2023年11月 | 48.8 | 50.5 | 48.8 | 46.2 | 45 | 46.9 | 56.3 | 43.6 | 47.8 | 47.4 | 50.6 | 47.3 | 46.7 | 50.1 |
| | 2023年10月 | 48.7 | 49 | 48.9 | 46.8 | 44.3 | 48.3 | 55.4 | 44.2 | 48.1 | 48.9 | 51.2 | 48.8 | 47.4 | 50.3 |
| | 2023年09月 | 49.6 | 52.4 | 49.7 | 45.1 | 47.2 | 47.8 | 55.4 | 44.9 | 46.9 | 50.9 | 58.2 | 53.9 | 47.2 | 51.1 |
| 2023年08月 | 49.6 | 51.6 | 50.3 | 46.1 | 43.7 | 48.7 | 56.3 | 45.7 | 47.6 | 49.7 | 56.3 | 51.8 | 47.5 | 51.4 | |
| 小型企业 | 2023年12月 | 47.3 | 47.7 | 46.5 | 47.8 | 46.9 | 44.7 | 51.4 | 41.5 | 44.4 | 45.6 | 49.8 | 47.2 | 47.7 | 50.6 |
| | 2023年11月 | 47.8 | 48.2 | 46.7 | 46.4 | 40.9 | 48.3 | 52.7 | 42.9 | 46 | 47.9 | 51.8 | 47 | 47.5 | 50.6 |
| | 2023年10月 | 47.9 | 48.8 | 47.8 | 47.2 | 47.8 | 45.1 | 53.7 | 42.2 | 46.8 | 47.3 | 52.1 | 46.5 | 47 | 50.7 |
| | 2023年09月 | 48 | 49.6 | 47.1 | 46.6 | 45.6 | 46.5 | 53.1 | 42.9 | 45.9 | 47.6 | 57.7 | 50.2 | 46.7 | 50 |
| 2023年08月 | 47.7 | 48.6 | 47.5 | 45 | 45.2 | 46.7 | 51.6 | 42.6 | 46.1 | 46.6 | 55.2 | 50.2 | 46.9 | 51.3 | |

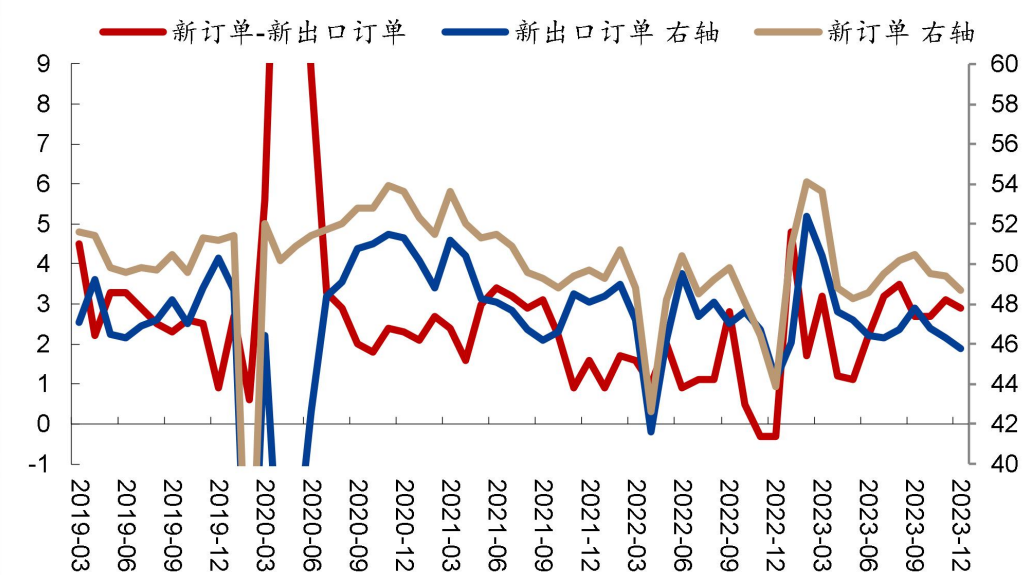
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：12 月制造业 PMI 环比继续收缩



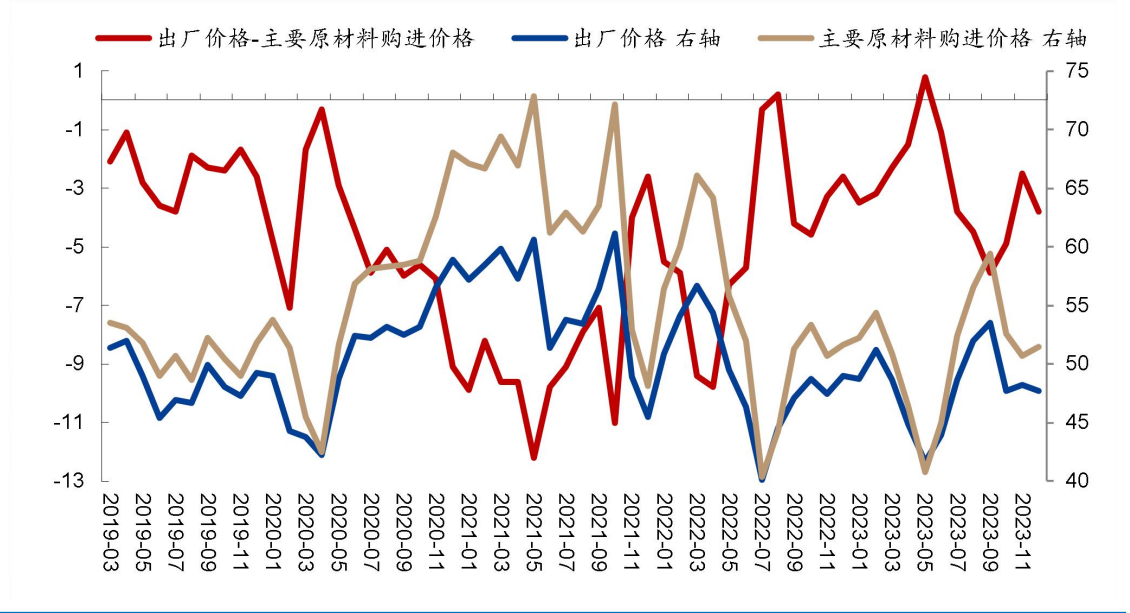
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：12 月制造业内外需均回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 制造业价格指数



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn