

用什么政策才能推升 PMI?

事件点评

PMI 点评 (2023.12)

投资要点

- ◆ **有效需求不足加之去库存加速背景下，制造业 PMI 连续低位下滑至 49.0。**12 月制造业 PMI 连续第四个月下行，较上月再度小幅下行 0.4 至 49.0 的年底最低水平，呈现以下特征：1) 12 月新订单指数大幅下行 0.7 个百分点至 48.7，反映投资消费需求不足。一方面，人民币连续贬值、央行长期流动性投放较为犹豫的背景下，前期企业中长贷表现较为一般，信用融资需求得不到高效满足；同时，专项债发行滞后，11 月增发万亿国债才基本发行到位，政府投资需求或有所降温。此外，房地产市场尚未见底，中等收入群体的财富效应和与之紧密相关的消费需求并未得到有效改善。同时 12 月新出口订单指数再度大幅回落 0.5 至 45.8，已降至年内新低。2) 本轮实际去库存已经持续了 14 个月，对企业生产形成大幅拖累，12 月 PMI 生产指数再度下滑 0.5 至 50.2，产成品库存也同步下滑 0.4 至 47.8，下滑幅度小于需求端，显示内外部有效需求不足仍是国内企业面临的最大困境。
- ◆ **12 月出行消费等相关行业受全国大范围内寒潮影响而放慢，服务业 PMI 低位持平；建筑业 PMI 受春节前部分项目施工进度加快而再度大幅回升。**12 月服务业 PMI 持平于 49.3 的低位水平，主要因为大众服务消费集中复苏峰值已过，而中等收入群体的消费意愿受房地产市场持续磨底、财富效应预期偏弱的影响而持续偏低，加之受到全国大范围寒潮影响而导致出行消费等相关行业的活跃度较低，据统计局官方解释，12 月水上运输、航空运输、住宿、居民服务等行业商务活动指数低于 46.0。建筑业 PMI 受部分项目欲加快施工进度以期在春节前完工的带动而再度大幅上行 1.9 至 56.9 的近 7 个月高位。
- ◆ **持续 14 个月的加速去库存对 PMI 形成连续压制，去库存预计在 24Q1 见底，未来补库阶段可期待 PMI 反弹。**12 月产成品库存指数再度下行 0.4 至 47.8，与工业企业产成品库存实际增速仍处在今年 3 月来的下行通道中互相印证，对 PMI 形成持续压制，本轮去库存至今已延续了 14 个月，我们预计尾声将至，预计最快将于 2024Q2 进入新一轮的补库过程，并对 PMI 反弹形成较强的支撑。
- ◆ **用什么政策才能推升 PMI?** 回顾 2023 年全年，除一季度疫情影响结束，商品消费和房地产积压需求集中释放而带动制造业 PMI 短时间表现较好外，从二季度开始，由于房地产市场持续磨底、中等收入群体财富效应偏弱，国内外消费和投资需求动能不足，制造业 PMI 持续徘徊在荣枯线附近水平；加之下半年以来，在美元强势周期中人民币的被动贬值压力较大，人民银行的“中性偏松”货币政策操作较为犹豫受限，导致直至年底长期流动性投放才有所改善，企业中长贷表现较为一般。展望明年，我们认为只有在明年初房价预期基本见底的前提之下，配合以财政货币的双轮驱动才能推升 PMI：以扩张性的财政政策，通过更大力度的个税减税等二次分配手段提升中等收入群体的收入预期；辅以中性偏松的货币政策，大幅降准、结构性降息高效投放长期流动性、呵护实体经济融资需求，才能有效扩大扩大消费和投资内需，加之明年补库存周期结束，我们对明年的 PMI 反弹抱有一定期待。
- ◆ **风险提示：**国内需求复苏不及预期风险，去库存周期偏长抑制生产风险。

分析师

秦泰

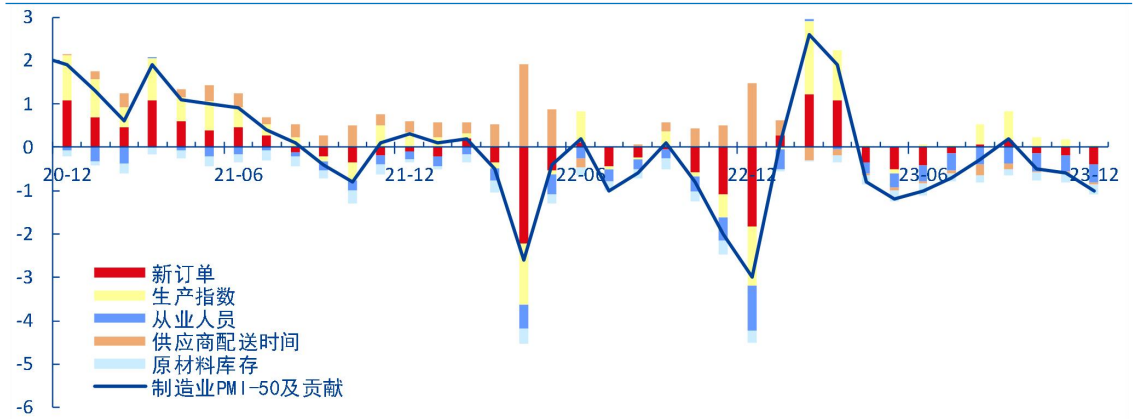
 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

- 油价大跌降低成本，推升工业企业利润——工业企业利润点评 (2023.11) 2023.12.27
- 住建部、财政部年度工作会议传递何种信号？——华金宏观·双循环周报 (第 37 期) 2023.12.23
- 内需动能待夯实，宽松迎来窗口期——经济数据点评 (2023.11) 暨双循环周报·第 36 期 2023.12.15
- 点阵图脆弱性风险：领先还是滞后？——美联储 FOMC 会议 (2023.12) 点评 2023.12.14
- 信用尚未稳定，货币仍需主动——金融数据点评 (2023.11) 2023.12.13

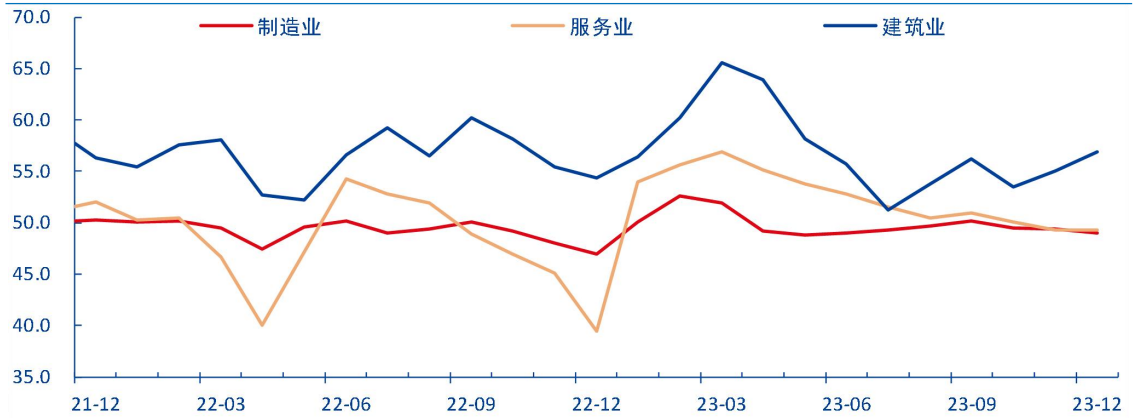


图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，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