



Research and
Development Center

经济动能持续修复，关键是扩大有效需求 ——12月PMI点评

2023年12月31日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

经济动能持续修复，关键是扩大有效需求——12月PMI点评

2023年12月31日

- **有效需求不足是主要问题。**12月制造业PMI为49%，预期49.5%，前值49.4%。和前几个月类似，制造业仍然呈现生产扩张、需求收缩的态势。生产指数为50.2%，前值50.7%，生产扩张速度有所放缓，其中纺织、石油煤炭、非金属矿物制品等基础原材料行业的生产指数低于临界点；新订单指数为48.7%，前值49.4%，需求收缩加速，依然是部分基础原材料行业的新订单指数较低。可见，当前制造业产需两端均受到基础原材料行业，或称高耗能行业的拖累。一部分原因是这些行业的生产处于淡季，但有效需求不足仍是主要问题，即形成拖累的主要原因是国内外对这些行业的有效需求下降。
- **回顾过去一整年，我国经济动能呈现修复态势，未来政策关键是扩大有效需求。**我们用PMI新订单指数和产成品库存指数的差值代表经济动能指标，为剔除季节性因素干扰，做12期移动平均处理。可以发现，自2022年底防疫政策调整后，2023年经济动能总体呈现上升趋势，尤以年初的几个月修复斜率最大，即动能恢复较快，后面几个月修复速度有所放缓。到四季度，修复速度再次明显加快，我们推测是前期扩内需政策效果显现叠加四季度财政政策发力的结果。进一步看，我们认为2024年经济动能有望延续当前的持续修复势头，且修复空间还比较大，政策关键还是扩大有效需求。从企业类型看，2023年大型企业经济动能恢复速度远远快于中小型企业。
- **12月建筑业PMI为56.9%，较前值大幅上升1.9个百分点。**国家统计局指出，12月部分企业在春节假期前加快施工进度，建筑业景气水平有所回升。需要注意的是，12月建筑业新订单指数为50.6%，继4月以来首回扩张区间，或受万亿“特别国债”发行的带动，因为前期官方强调在增发国债项目实施方面，要“抓紧组织各地方，依托国家重大建设项目库梳理报送一批符合投向领域、前期工作成熟、经济社会效益较好的项目。抓紧组织开展项目筛选审核，尽快选定项目并下达项目清单和安排金额”。我们认为2024年初，建筑业大概率能延续当前的高扩张态势。
- **服务业景气度与上月持平，仍处收缩区间。**12月服务业PMI录得49.3%，和上月持平。国家统计局指出，从行业看，受近期寒潮等因素影响，部分与出行消费相关的服务行业市场活跃度偏弱，其中水上运输、航空运输、住宿、居民服务等行业商务活动指数低于46.0%。我们对长期服务业景气保持乐观展望，预计随着春节长假的逐渐临近，后续服务业有望重回扩张区间。

风险因素：2024年稳增长政策力度不及预期；万亿国债形成的实物量不及预期

目录

一、制造业收缩加速，市场需求待改善.....	3
二、经济动能逐渐修复，产出缺口扩大.....	4
三、建筑业扩张加快，服务业继续收缩.....	5
风险因素.....	7

图目录

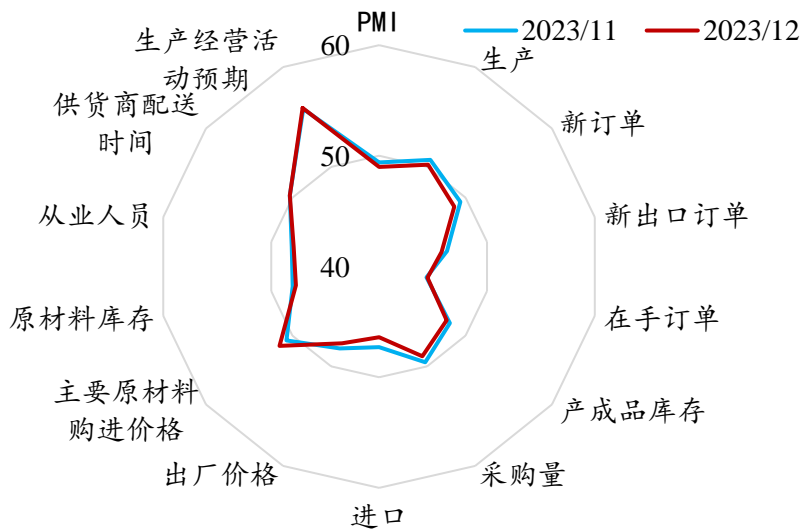
图 1：12 月制造业收缩加速.....	3
图 2：市场有效需求不足仍是景气度不足的主要问题.....	3
图 3：制造业各行业 PMI.....	4
图 4：2023 年经济动能整体呈现恢复趋势.....	4
图 5：大型企业的经济动能修复速度远快于中小型企业.....	5
图 6：建筑业加速扩张，服务业继续收缩.....	6

12月31号国家统计局数据显示：12月制造业PMI为49%，预期49.5%，前值49.4%；12月非制造业PMI为50.4%，预期50.5%，前值50.2%；综合PMI为50.3%，前值50.4%。制造业加速收缩，非制造业扩张速度略有放缓，年底经济总体扩张节奏放缓。

一、制造业收缩加速，市场需求待改善

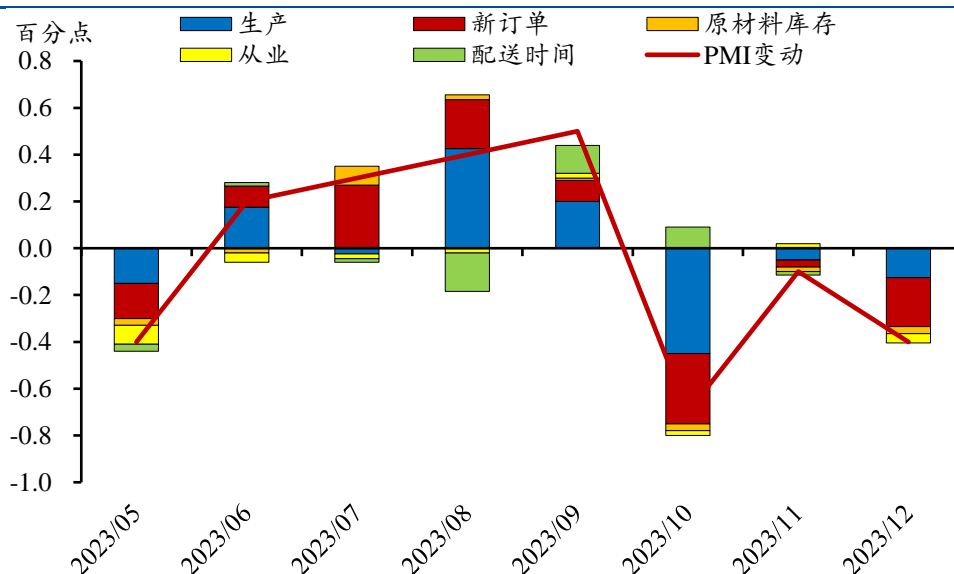
2023年度的最后一个月PMI已出，不出意外的和前面几个月类似，制造业仍然呈现生产扩张、需求收缩的态势，高耗能行业在产需两端均有明显拖累。聚焦12月，制造业景气水平继续回落，生产指数为50.2%，前值50.7%，生产扩张速度有所放缓，其中纺织、石油煤炭、非金属矿物制品等基础原材料行业的生产指数是低于临界点的；新订单指数为48.7%，前值49.4%，需求收缩加速，依然是上述基础原材料行业的新订单指数较低。可见，当前制造业产需两端均受到基础原材料行业，或称高耗能行业的拖累，一方面是受这些行业生产淡季因素的影响，但我们认为有效需求不足是主要问题，即形成拖累的主要原因还是国内外对这些行业的有效需求下降。

图1：12月制造业收缩加速

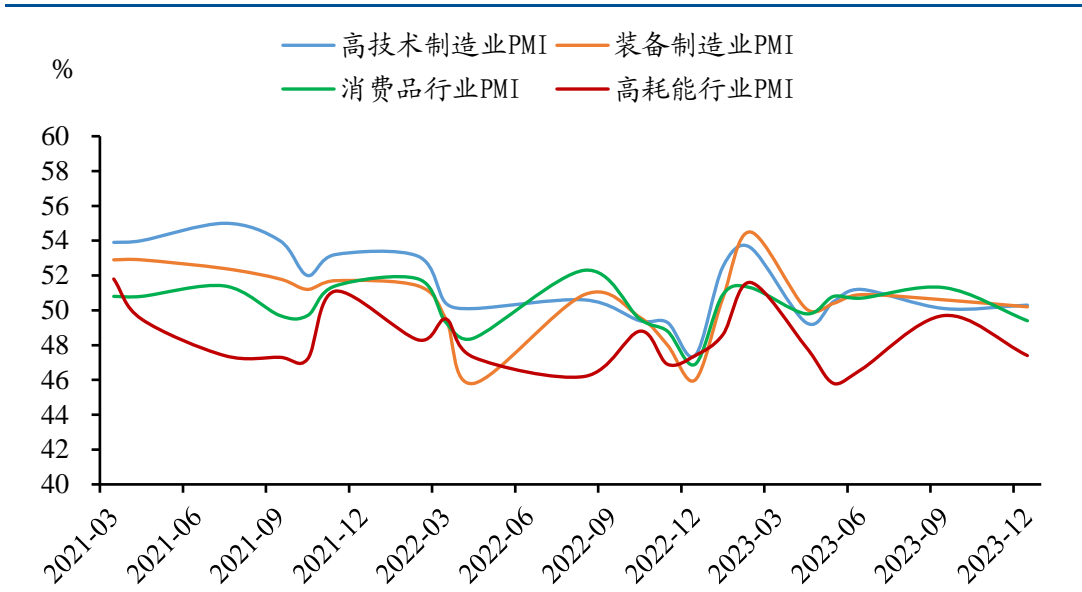


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图2：市场有效需求不足仍是景气度不足的主要问题



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

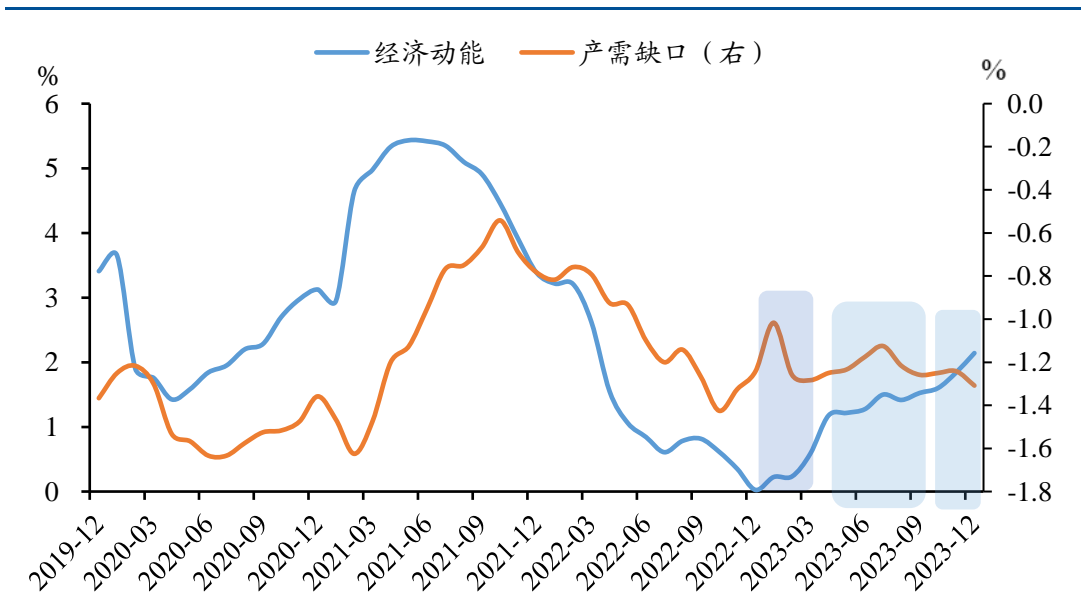
图 3：制造业各行业 PMI


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、经济动能逐渐修复，产出缺口扩大

回顾过去一整年，我国经济动能呈现修复态势。我们用 PMI 新订单指数和产成品库存指数的差代表经济动能指标，为剔除季节性因素干扰，做 12 期移动平均处理。可以发现，自 2022 年底防疫政策调整后，2023 年经济动能总体呈现上升趋势，尤以年初的几个月修复斜率最大，即动能恢复较快，后面几个月修复速度有所放缓，到四季度，修复速度再次明显加快，我们推测是前期扩内需政策效果显现叠加四季度财政政策发力的结果。进一步看，我们认为 2024 年经济动能有望延续当前的持续修复势头，且修复空间还比较大。

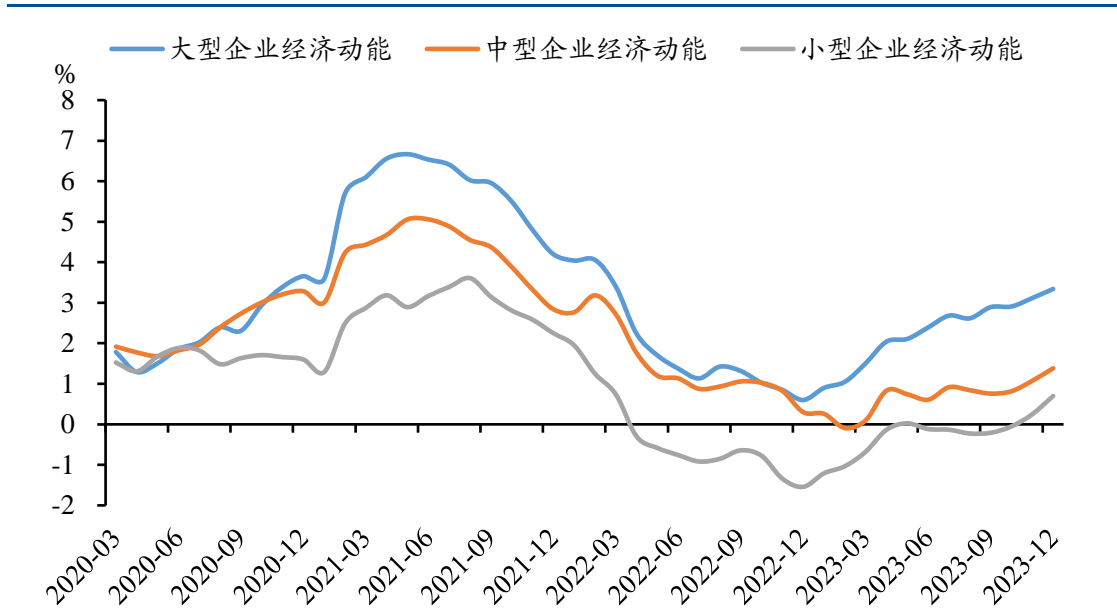
再看产需缺口，我们用 PMI 新订单指数和生产指数的差代表产需缺口（需求-供给）指标，同样做 12 期移动平均，可以发现，在长期内，产需缺口和经济动能是正相关的，并较滞后于经济动能。2023 年在经济动能持续修复的阶段下，产需缺口呈现需求明显弱于供给，二者剪刀差小幅波动的态势。我们认为，待 2024 年经济动能修复到一定水平后，产需缺口才有望明显收窄。

图 4：2023 年经济动能整体呈现恢复趋势


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

从企业类型看，大型企业经济动能恢复远远快于中小型企业。同样是动能的修复，可以发现大型企业的动能恢复得要更快，小型企业恢复比较缓慢，年底稍有加快。12月大型企业、中型企业和小型企业 PMI 分别录得 50%、48.7%和 47.3%。从短期看，景气度均有所下降，未来政策仍需继续发力。

图 5：大型企业的经济动能修复速度远快于中小型企业



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

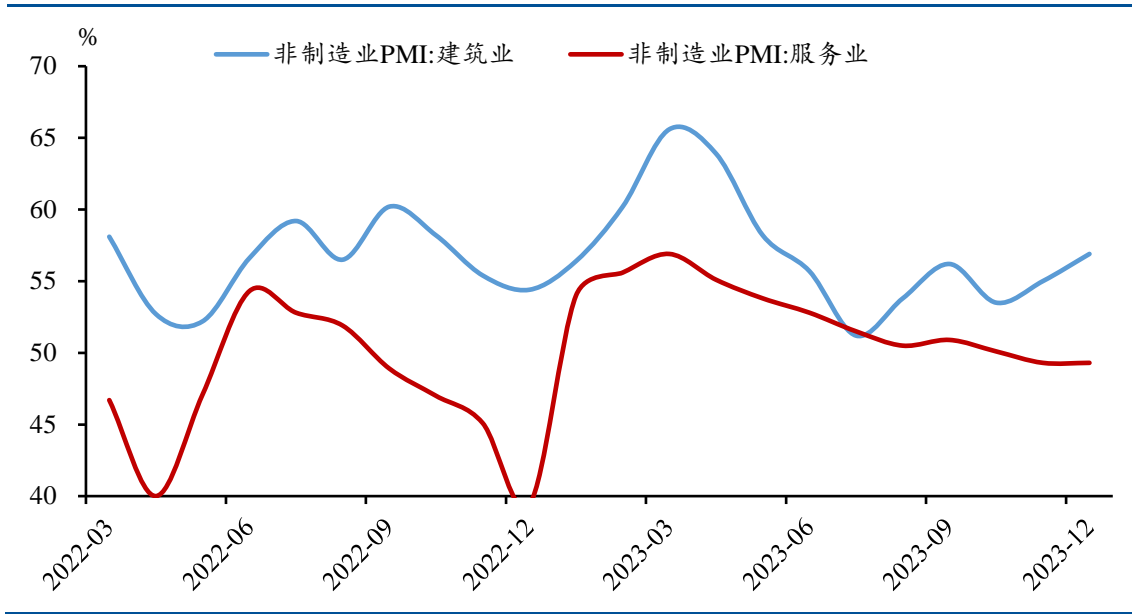
三、建筑业扩张加快，服务业继续收缩

12月建筑业 PMI 为 56.9%，较前值大幅上升 1.9 个百分点。国家统计局指出，12月部分企业在春节假期前加快施工进度，建筑业景气水平有所回升。需要注意的是，12月建筑业新订单指数为 50.6%，继 4 月以来首回扩张区间，或受万亿“特别国债”发行的带动，因为前期官方强调在增发国债项目实施方面，要“抓紧组织各地方，依托国家重大建设项目库梳理报送一批符合投向领域、前期工作成熟、经济社会效益较好的项目。抓紧组织开展项目筛选审核，尽快选定项目并下达项目清单和安排金额”。我们认为 2024 年初，建筑业大概率能延续当前的高扩张态势。

12月服务业 PMI 录得 49.3%，和上月持平。国家统计局指出，从行业看，受近期寒潮等因素影响，部分与出行消费相关的服务行业市场活跃度偏弱，其中水上运输、航空运输、住宿、居民服务等行业商务活动指数低于 46.0%。我们对长期服务业景气保持乐观展望，预计随着春节长假的逐渐临近，后续服务业有望重回扩张区间。

12月综合 PMI 录得 50.3%，略低于上月 0.1 个百分点。整体经济的修复速度还需加快。

图 6：建筑业加速扩张，服务业继续收缩



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

2024 年稳增长政策力度不及预期；万亿国债形成的实物量不及预期

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。