

2024 年 1 月 1 日

建筑业逆势上升——12 月 PMI 点评

SDIC

 点评报告

证券研究报告

尹睿哲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

相关报告

PMI 连续三个月在临界值以下运行。四季度以来，制造业 PMI 读数逐月下行，始终落于收缩区间。12 月虽然向来属于淡季，抛开去年因公共卫生事件导致的数据异常偏弱，近年来 12 月制造业 PMI 平均回落 0.2 个点，而今年 12 月 PMI 读数回落 0.4 个点，经济表现更弱于季节性。

目 1. 供需矛盾加剧

两组矛盾的数据。在 PMI 分项指标中，我们可以观察到两组互相矛盾的数据：(1) 新订单指数自 10 月以来持续在收缩区间下行，而生产指数环比却始终处于扩张状态。(2) 7 月以来原材料购进价格持续上升，而出厂价格的环比回升仅持续了 8 月、9 月两个月时间，随即转为下行。这两组矛盾的数据共同反映产需关系积弱，终端需求不足的问题日益加剧，同时可能伴随着部分行业结构性的产能过剩。

目 2. 库存回升动力不足

价格指数回升不畅，库存周期前行动力不足。价格是库存运动的先行指标，PMI 价格相关指标显示，上游价格高位难以顺利的向下游传导，出厂价格与原材料购进价格之间的负差在本月再度走阔，企业利润进一步受到侵蚀。而 PPI 也自 10 月结束了延续 3 个月的回升趋势，连续两个月下行。在经历 8 月、9 月秋旺推动下短暂的主动补库后，库存周期已连续两月回滚至被动去库状态。名义库存再度回落至前期低位，更值得关注的是，伴随价格的调整，实际库存回落至更低位。这意味着单从量的维度来看，库存得以更充分的去化。然而比起二季度以来就已经相对明确的库存底部而言，更关键的问题在于需求不足情况下，即使处于低位，库存周期向上回补的动力仍然不强。

目 3. 建筑业逆势上升

建筑业强于制造业、服务业。相较于四季度以来制造业、服务业的平淡，建筑业的表现似乎更加亮眼，服务业 PMI 连续两月落在临界值以下，而建筑业 PMI 今年以来始终位于高位景气区间，近两月仍在扩张区间继续上行。尤其是在本月，建筑业新订单指数及从业人员指数均升至临界值以上。一方面可能是由于部分企业在春节假期前加快施工进度，另一方面也反映出政策逆周期调节下，建筑业企业对市场发展预期相对乐观的局面。

PMI 读数环比已经连续下行三个月，一般而言，PMI 在临界值以下持续回落超过一季度的情况较为少见。展望 2024 年，结合季节性判断一季度环比读数反弹的可能性较大。而同比角度，在去年四季度的低基数效应下，PMI 同比仍然延续上行趋势升至-1.4%。考虑到 2023 年一季度的基数较高，而逆势上行的建筑业在即将到来的一季度，开工或受春节假期及寒冷天气压制难有亮眼表现，PMI 同比大概率在一季度转为回落。

目 风险提示：统计口径误差

目 录

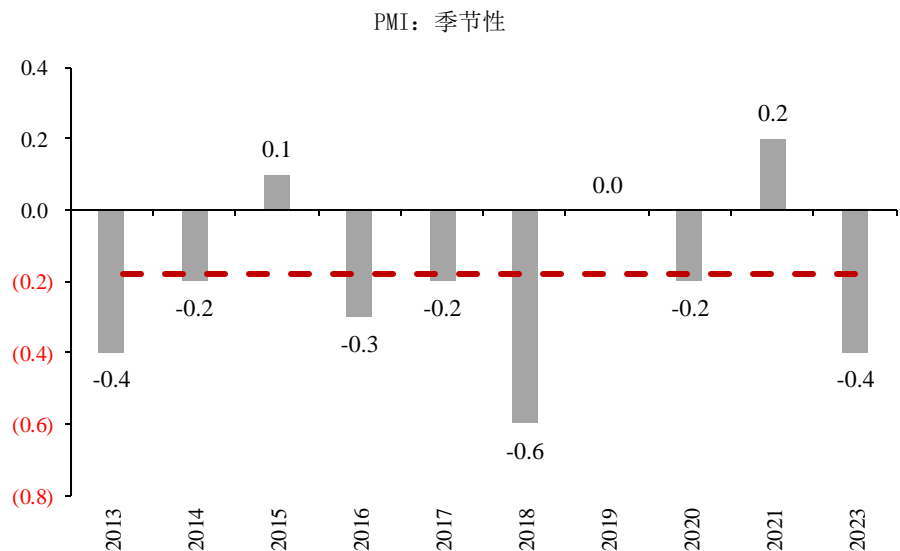
1. 供需矛盾加剧.....	3
2. 库存回升动力不足.....	4
3. 建筑业逆势上升.....	5

目 录

图 1. 12 月制造业 PMI 表现弱于季节性.....	3
图 2. 12 月制造业 PMI 回落 0.4 个点至 49.0.....	4
图 3. 出厂价格与原材料购进价格负差走阔.....	4
图 4. 10 月 PPI 转为回落.....	4
图 5. 10 月开始，库存周期回滚至被动去库状态.....	5
图 6. 实际库存回落至 23%左右历史分位水平.....	5
图 7. PMI 同比走势预测.....	6

PMI 连续三个月在临界值以下运行。四季度以来，制造业 PMI 读数逐月下行，始终落于收缩区间。12 月虽然向来属于淡季，抛开去年因公共卫生事件导致的数据异常偏弱，近年来 12 月制造业 PMI 平均回落 0.2 个点，而今年 12 月 PMI 读数回落 0.4 个点，经济表现更弱于季节性。产需积弱，新订单、新出口订单指数均在临界值以下继续回落，生产指数虽然仍落在临界值以上，但结合走弱的采购指标来看，也有收敛趋势。分项指标中，原材料购进价格指数以及生产经验预期指数继续上行是为数不多的亮点。

图1. 12 月制造业 PMI 表现弱于季节性



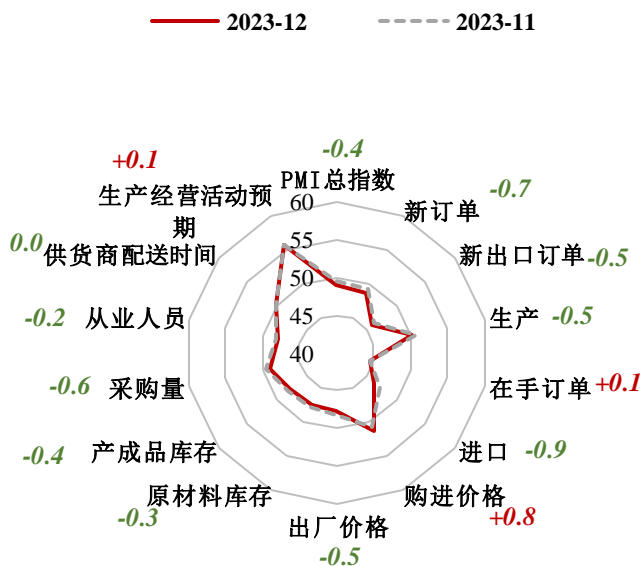
资料来源：Wind、国投证券研究中心

关于本月 PMI 数据，我们提示以下几点：

1. 供需矛盾加剧

两组矛盾的数据。进入四季度以后，经济下行压力进一步加大，而企业的生产经营预期始终偏强。拆分供需两端来看，在这种弱现实强预期的落差下，供大于求的问题持续累积。在 PMI 分项指标中，我们可以观察到两组互相矛盾的数据：（1）新订单指数自 10 月以来持续在收缩区间下行，而生产指数环比却始终处于扩张状态。（2）7 月以来原材料购进价格持续上升，而出厂价格的环比回升仅持续了 8 月、9 月两个月时间，随即转为下行。这两组矛盾的数据共同反映产需关系积弱，终端需求不足的问题日益加剧，同时可能伴随着部分行业结构性的产能过剩。

图2. 12月制造业 PMI 回落 0.4 个点至 49.0

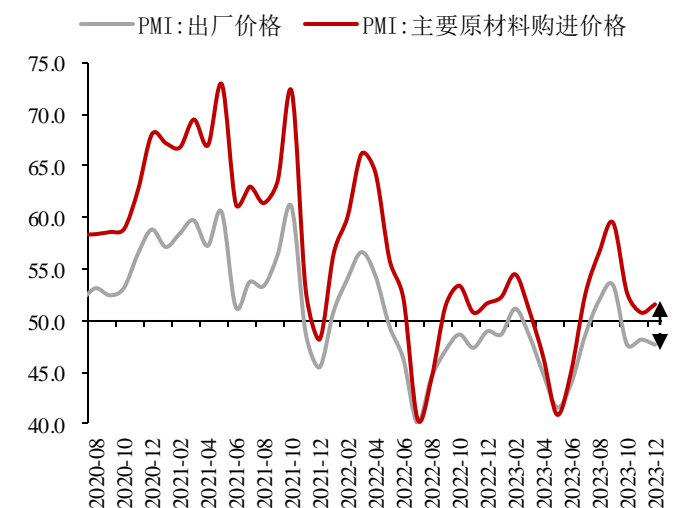


资料来源: Wind、国投证券研究中心

2. 库存回升动力不足

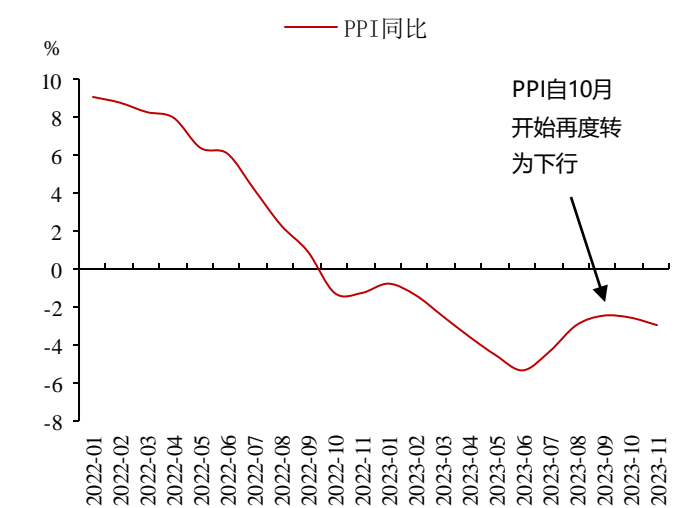
价格指数回升不畅。价格是库存运动的先行指标，PMI 价格相关指标显示，上游价格高位难以顺利的向下游传导，出厂价格与原材料购进价格之间的负差在本月再度走阔，企业利润进一步受到侵蚀。而 PPI 也自 10 月结束了延续 3 个月的回升趋势，连续两个月下行。大宗商品价格的调整带动库存也相应有所调整，原材料库存以及产成品库存均呈持续去化趋势。

图3. 出厂价格与原材料购进价格负差走阔



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图4. 10月 PPI 转为回落



资料来源: Wind、国投证券研究中心

库存周期前行动力不足。在经历 8 月、9 月秋旺推动下短暂的主动补库后，库存周期已连续两月回滚至被动去库状态。名义库存再度回落至前期低位，而更值得关注的是，伴随价格的调整，实际库存回落至更低位。在今年 7 月的库存低点，实际库存增速对应 30% 左右的历史分位水平，而在 10-11 月的库存二次回落后，实际库存增速降至 23% 左右，这意味着单从量

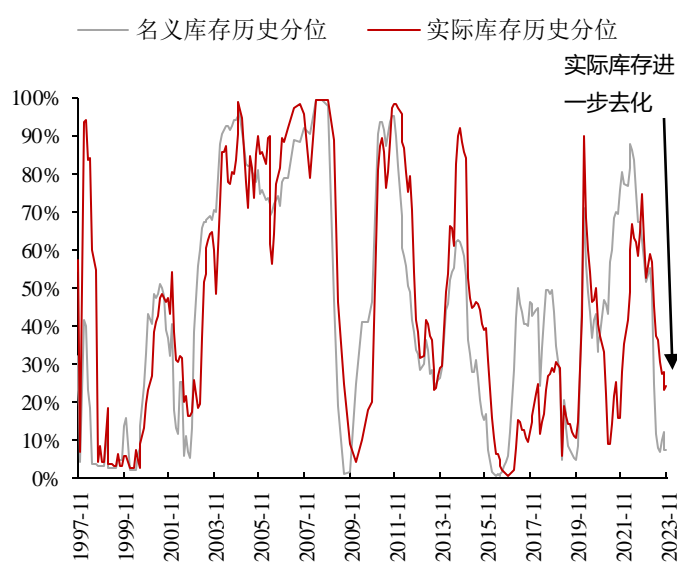
的维度来看，库存得以更充分的去化。然而比起二季度以来就已经相对明确的库存底部而言，更关键的问题在于需求不足，价格回升不畅的情况下，即使处于低位，库存周期向上回补的动力仍然不强。

图5. 10月 开始，库存周期回滚至被动去库状态



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图6. 实际库存回落至 23%左右历史分位水平



资料来源: Wind、国投证券研究中心

3. 建筑业逆势上升

建筑业强于制造业、服务业。相较于四季度以来制造业、服务业的平淡，建筑业的表現似乎更加亮眼，服务业 PMI 连续两月落在临界值以下，而建筑业 PMI 今年以来始终位于高位景气区间，近两月仍在扩张区间继续上行。尤其是在本月，建筑业新订单指数及从业人员指数均升至临界值以上。一方面可能是由于部分企业在春节假期前加快施工进度，另一方面也反映出政策逆周期调节下，建筑业企业对市场发展预期相对乐观的局面。

PMI 读数环比已经连续下行三个月，一般而言，PMI 在临界值以下持续回落超过一季度的情况较为少见。展望 2024 年，结合季节性判断一季度环比读数反弹的可能性较大。而同比角度，在去年四季度的低基数效应下，PMI 同比仍然延续上行趋势升至-1.4%。考虑到 2023 年一季度的基数较高，而逆势上行的建筑业在即将到来的一季度，开工或受春节假期及寒冷天气压制难有亮眼表现，PMI 同比大概率在一季度转为回落。

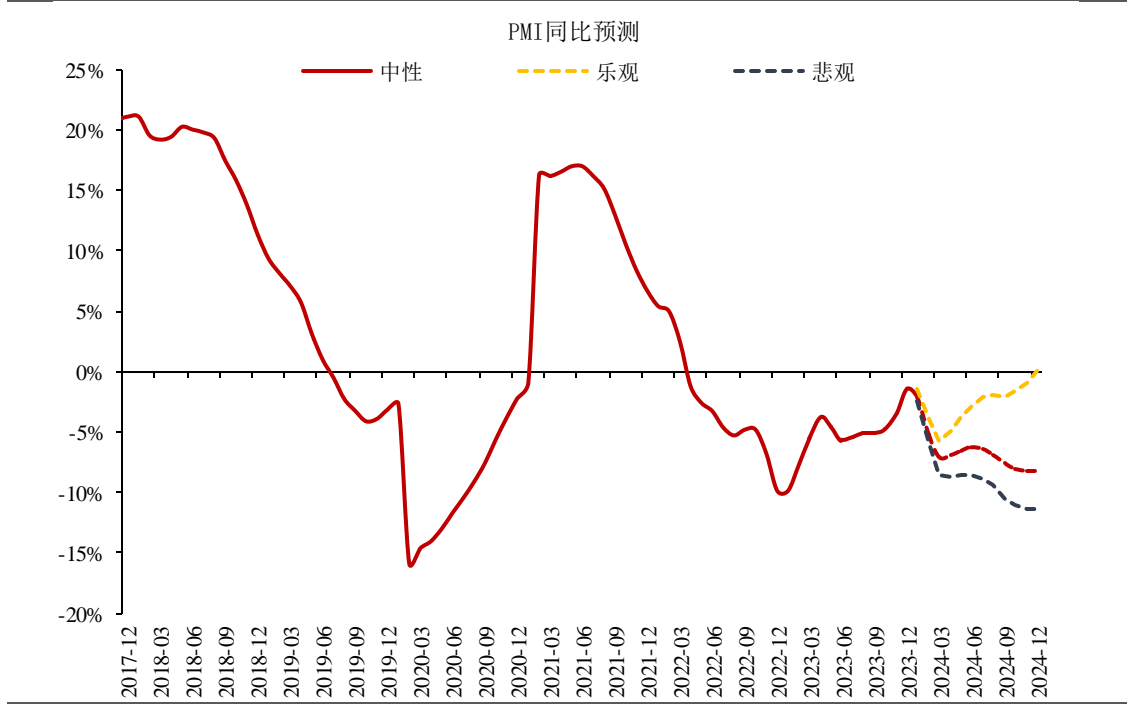
为了勾勒 2024 年经济运行节奏的大致图景，我们对全年 PMI 走势做出三种情景假设：

(1) 乐观情形下，假设每月 PMI 环比读数均为 50：这一场景下，PMI 同比在经历一季度的快速回落后，于二季度开始企稳反弹，之后基本稳定处于上行通道中。

(2) 中性情形下，结合季节性均值假设 2024 年 1-12 月 PMI 读数分别为 49.2/49.3/50.0/49.3/49.2/49.3/49.2/49.2/49.4/49.1/49.2/48.9：这一场景下，PMI 同比同样于一季度快速回落，二季度企稳反弹但反弹斜率相对较低，进入三季度后面临再度下行风险。

(3) 悲观情形下，假设每月 PMI 环比读数均为 49：这一场景下，PMI 同比在一季度的快速回落后，仅在二季度有短暂企稳，但无反弹动力，8 月开始二次下行。

图7. PMI 同比走势预测



资料来源: Wind、国投证券研究中心

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034