

紊乱的库存周期 ——2023年12月PMI数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

邮箱：youyong@zts.com.cn

相关报告

要点

- 2023年12月，中国官方制造业PMI和非制造业PMI分别为49.0%和50.4%，制造业PMI较11月回落0.4个百分点，非制造业PMI较11月回升0.2个百分点。具体来看，我们认为有以下六点值得关注：
- 第一，官方制造业PMI连续第三个月低于荣枯线，环比回落幅度略超季节性。历史上，12月制造业PMI通常回落，2015-2019年的12月制造业PMI平均环比下滑0.2个百分点，2019、2021和2022年的12月制造业PMI平均环比下降0.3个百分点。今年12月制造业PMI环比回落0.4个百分点，幅度略超季节性。
- 分行业看，12月高技术制造业和装备制造业的PMI有所回落，高耗能行业PMI低位运行。根据国家统计局领导解读，12月高技术制造业和装备制造业的PMI分别为50.3%和50.2%，较11月分别回落0.9和1.4个百分点，但高于荣枯线与制造业整体水平。高耗能行业PMI为47.4%，与11月的47.3%基本持平，但低于总体制造业PMI 1.6个百分点。除受行业生产淡季的影响外，需求不足也对高耗能的基础原材料行业PMI产生拖累。
- 第二，反映供、需的制造业PMI分项指数连续三个月回落，且和11月相似，生产强于需求，新出口订单指数创年内最低值。12月制造业PMI生产指数和新订单指数分别为50.2%和48.7%，较上月分别下降0.5和0.7个百分点，均为连续第三个月回落。生产指数连续7个月高于荣枯线，新订单指数则连续3个月低于荣枯线，生产强于需求的特征延续。
- 主要行业中，石化产业链、非金属矿物制品供需均低迷，金属制品供需均高景气，计算机通信电子、铁路船舶航空航天设备需求保持扩张，木材加工及家具、通用设备、电气机械器材等行业生产增长较快。
- 12月新出口订单指数环比回落0.5个百分点至45.8%，创年内最低值。对比最近5年同期，当月环比降幅仅次于受疫情扰动的去年。国家统计局领导指出，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。
- 第三，从制造业PMI看，制造业企业呈现“去库”特征。制造业PMI各分项中，和原材料采购相关的采购量指数、进口指数和原材料库存指数，分别环比下降0.6、0.9和0.3个百分点，产成品库存指数环比回落0.4个百分点，结合生产和新订单这两个分项指数来看，指向制造业企业在“主动去库存”。本周公布的2023年11月工业企业财务数据显示，工业企业在“被动去库存”。受需求、预期等因素的影响，疫后库存周期紊乱，制造业企业目前主动补库的动力偏弱，可能继续采取低库存的生产经营策略。
- 第四，制造业PMI的两个价格分项指数走势再度背离，可能和原油以及部分金属的价格反弹有关。在11月制造业PMI出厂价格指数与主要原材料购进价格指数罕见背离之后，12月两个价格指数走势再度背离。制造业PMI的主要原材料购进价格指数环比回升0.8个百分点至51.5%，出厂价格指数环比回落0.5个百分点至47.7%。
- 11月原材料购进价格指数走弱，和油价下跌有关。受红海航运危机影响，原

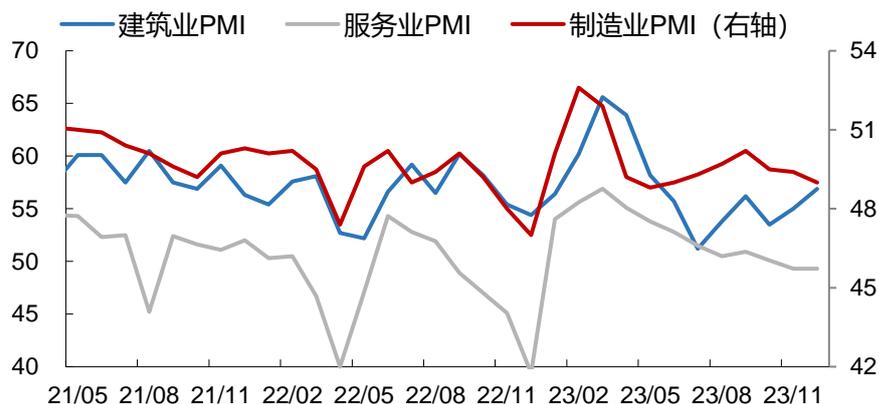
油价格 12 月中旬开始反弹。国内黑色系商品涨价，加之美联储降息预期下国际铜价反弹，共同推动 12 月制造业 PMI 的主要原材料购进价格指数反弹。制造业 PMI 出厂价格指数回落，和内、外需走弱一致。原材料涨价但销售价格低迷，可能对中下游企业的利润产生负面冲击。

- **第五，非制造业中，建筑业商务活动指数延续回升，从业人员指数提升幅度较大。**2023 年 12 月建筑业商务活动指数为 56.9%，环比回升 1.9 个百分点，改善幅度大于 11 月（1.5 个百分点），也强于季节性，2019、2021 和 2022 这三年 12 月的建筑业商业活动指数平均环比下降 2.2 个百分点。此外值得关注的是，12 月建筑业从业人员指数大幅回升 3.5 个百分点至 51.7%，创今年 4 月以来的最高值。建筑业生产和用工的改善，可能和万亿国债对应的基建项目逐步落地有关，短期有望延续较高景气度。
- **第六，尽管受寒潮等因素影响，12 月服务业商务活动指数仍持平上月，环比也略超季节性。**12 月服务业商务活动指数为 49.3%，环比持平，表现也强于季节性，2019-2021 年同期环比平均下降了 0.2 个百分点。分行业看，交通运输、住宿、居民服务等行业的商务活动指数偏弱，和近期寒潮天气的影响有关。邮政、电信、货币金融、保险等行业商务活动指数位于 55% 以上的高景气区间，或是受益于活跃资本市场政策落地，以及年末效应有关。
- 总的来说，2023 年 12 月官方 PMI 数据表明，尽管服务业仍在支撑经济，基建逆周期调节的作用也正逐步体现，但当前经济的内生动能有待进一步提振。受需求不足、预期偏弱等因素的影响，库存周期紊乱，在补库和去库之间反复。正如中央经济工作会议指出的，有效需求不足是当前面临的困难和挑战之一，有必要加大逆周期调节力度来稳增长、稳预期。2024 年货币、财政政策放松值得期待，房地产在销售端和房企融资端也有望进一步放松。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图表目录

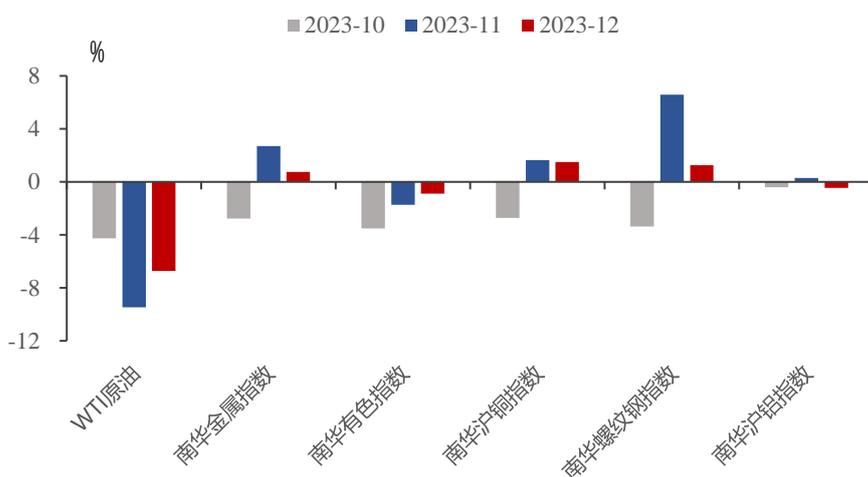
图表 1: 制造业、建筑业与服务业的官方 PMI 走势.....	- 4 -
图表 2: 2023 年 10-12 月主要原材料价格变化.....	- 4 -

图表 1: 制造业、建筑业与服务业的官方 PMI 走势



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 2023 年 10-12 月主要原材料价格环比变化



来源: WIND, 中泰证券研究所。注: 月度价格为日度价格的月度平均值。

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。