

# 12月PMI数据解读

## 建筑带动非制造业景气回升

### ◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：董德志      021-60933158      dongdz@guosen.com.cn      执证编码：S0980513100001  
 联系人：田地      0755-81982035      tiandi2@guosen.com.cn

### 事项：

12月31日，12月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.0（环比-0.4pct）；非制造业为50.4（环比+0.2pct）。

### 评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2023-12	49.00	50.00	48.70	47.30	50.20	48.70	45.80	47.70	47.80	51.50	47.70	50.30	47.90	55.90
	2023-11	49.40	50.50	48.80	47.80	50.70	49.40	46.30	48.00	48.20	50.70	48.20	50.30	48.10	55.80
	2023-10	49.50	50.70	48.70	47.90	50.90	49.50	46.80	48.20	48.50	52.60	47.70	50.20	48.00	55.60
	2023-09	50.20	51.60	49.60	48.00	52.70	50.50	47.80	48.50	46.70	59.40	53.50	50.80	48.10	55.50
	2023-08	49.70	50.80	49.60	47.70	51.90	50.20	46.70	48.40	47.20	56.50	52.00	51.60	48.00	55.60
	2023-07	49.30	50.30	49.00	47.40	50.20	49.50	46.30	48.20	46.30	52.40	48.60	50.50	48.10	55.10
	较上月	-0.40	-0.50	-0.10	-0.50	-0.50	-0.70	-0.50	-0.30	-0.40	0.80	-0.50	0.00	-0.20	0.10
非制造	2023-12	50.40	51.20	46.80	55.90	-	47.50	50.90	-	46.00	49.60	49.30	51.00	47.10	60.30
	2023-11	50.20	53.50	46.50	50.60	-	47.20	46.80	-	46.70	49.80	48.30	51.80	46.90	59.80
	2023-10	50.60	50.30	51.20	51.30	-	46.70	49.10	-	46.20	49.70	48.60	52.00	46.50	58.10
	2023-09	51.70	56.20	48.40	51.40	-	47.80	49.40	-	46.90	52.50	50.30	51.30	46.80	58.70
	2023-08	51.00	55.00	46.80	52.10	-	47.50	47.90	-	46.20	51.70	50.00	52.00	46.80	58.20
	2023-07	51.50	56.70	47.10	51.50	-	48.10	47.70	-	45.90	50.80	49.70	51.40	46.60	59.00
	较上月	0.20	-2.30	0.30	5.30	-	0.30	4.10	-	-0.70	-0.20	1.00	-0.80	0.20	0.50

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 结论：12月PMI数据呈四点特征：

**一是制造业“弱”而非制造业“强”。**当月制造业PMI继续走弱，已连续三个月位于收缩区间。尽管有季节性因素，但本月回落幅度大于近三年同期平均水平（-0.3pct），指向需求不足导致企业生产经营活动有所放缓。分贡献因素看，主要拖累来自新订单和生产，分别贡献-0.21pct、-0.13pct。非制造业PMI成为本月亮点，环比反季节性回升0.2pct至50.4，表现明显好于近三年同期水平（剔除2022年，平均-0.4pct）。

**二是供需“低位失衡”是制造业当前主要特征。**本月制造业产需两端同时走弱，“产需差”再度扩大0.2pct至1.5pct。从绝对水平看，生产指数仍位于扩张区间边缘（50.2），而三大需求指标均位于收缩区间：新订单、新出口订单持续走弱，分别为48.7（-0.7pct）、45.8（-0.5pct）。在手订单在低位的边际企稳（+0.1pct至44.5）可能更多由于生产放缓所导致。

**三是库存/价格与产需走弱基本吻合，但投入品价格有所企稳。**库存方面，需求疲弱下企业加强库存管理，原材料与产成品库存已连续三个月“双降”。一方面，需求下滑使企业约束产能，控制产成品库存。另一方面，生产放缓导致企业原材料备货下降。与此同时，价格指标出现分化信号。原材料价格有所企稳，但

供需失衡使出厂价格在收缩区间继续回落。这意味着中下游企业利润可能受到影响，进一步压制生产意愿。

**四是非制造业分化明显。**从结构上看，服务业保持稳定，建筑业是拉动非制造业 PMI 的主要原因。建筑业 PMI 环比反季节性回升，当月环比上升 1.9pct 至 56.9，而近三年同期平均回落 1.2pct。具体来看，建筑业的拉动主要来自土木工程建筑业，环比跳升 10pct 至 62，一定程度受超 8000 亿元的特别国债下达支撑。

#### ◆ 制造业

**12 月制造业 PMI 继续走弱，已连续三个月位于收缩区间，供需“低位失衡”是主要特征。**尽管有季节性因素扰动，但本月回落幅度大于近三年同期平均水平（-0.3pct），指向需求不足导致企业生产经营活动有所放缓。分贡献因素看，主要拖累来自新订单和生产，分别贡献-0.21pct、-0.13pct，就业和原材料库存也构成小幅拖累（-0.04pct 和-0.03pct）。

**本月产需两端同时走弱，产需缺口再度扩大。**从相对变化看，本月 PMI “产需差”在上月边际收窄后再度扩大：一方面生产有所走弱（-0.5pct 至 50.2），另一方面新订单显著下降，跌落至收缩区间（-0.7pct 至 48.7），“产需差”扩张 0.2pct 至 1.5pct。从绝对水平看，生产指数仍位于扩张区间边缘（50.2），而三大需求指标均位于收缩区间：新订单、新出口订单持续走弱，分别为 48.7（-0.7pct）、45.8（-0.5pct）。在手订单在低位的边际企稳（+0.1pct 至 44.5）可能更多由于生产放缓所导致。

**库存/价格与产需走弱基本吻合，但投入品价格有所企稳。**库存方面，需求疲弱下企业加强库存管理，原材料与产成品库存已连续三个月“双降”。一方面，需求下滑使企业约束产能，控制产成品库存。产成品库存指标小幅下降 0.4pct 至 47.8，另一方面，生产放缓降低企业原材料备货需求，原材料库存再度下降 0.3pct 至 47.7%。与此同时，价格指标出现分化信号。一方面，原材料价格有所企稳，投入品价格指标回升 0.8pct 至 51.5；另一方面，供需失衡使出厂价格在收缩区间继续回落（-0.5pct 至 47.7）。投入品价格增加而产成品收缩，意味着中下游企业利润可能受到影响，进一步压制生产意愿。供应链方面，配送时效保持在扩张区间不变（50.3），在冬季天气因素影响下指向实际物流需求或边际下降。

**与此同时，制造业预期依然保持稳定。**预期方面，尽管产需走弱，但制造业预期环比持续改善（+0.1pct 至 55.9），仅次于 2 月的年内高点。就业方面，从业人员指数延续窄幅波动态势，但本月小幅下降至 47.9 的年内次低点。此外，不同规模企业 PMI 均出现不同程度下滑，大型制造业企业也回落至 50 的荣枯线。相对而言，中型企业景气度下滑较少（-0.1pct），而“大小企业差”保持 2.7pct 不变。从新订单指标观察，小型企业下滑较少（-0.2pct 至 46.5），大型（-0.9pct）和中型（-0.7pct）企业均显著走弱，但大型企业依然位于扩张区间（50.2）。

#### ◆ 非制造业

12 月非制造业 PMI 成为本月亮点，环比反季节性回升 0.2pct 至 50.4，表现明显好于近三年同期水平（剔除 2022 年，平均-0.4pct）。从结构上看，服务业保持稳定，建筑业是拉动非制造业 PMI 的主要原因。

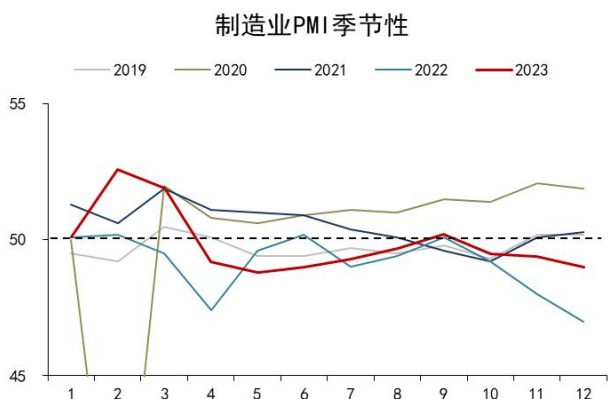
11 月服务业 PMI 年内首次进入收缩区间后，本月在低位保持稳定，位于 49.3。**需要注意的是，服务业内部分化明显：**尽管生产性服务业景气度随企业生产滑落（-2.1pct 至 52.3），但“双旦”带动消费性服务业大幅反弹（+3.3pct 至 49.6）。

**建筑业 PMI 环比反季节性回升。**建筑业 PMI 当月环比上升 1.9pct 至 56.9，而近三年同期平均回落 1.2pct。具体来看，建筑业的拉动主要来自土木工程建筑业，环比跳升 10pct 至 62，与超过 8000 亿元的特别国债下达有一定关系；房屋建筑业与房地产业有所回暖，分别上升 0.6 和 0.1pct 至 55.3 和 41.6；建筑安装装饰及其它建筑业环比大幅下滑 13.1pct 至 50.1。

从分项指标看，有三方面值得关注：一是**小型企业景气度大幅改善，一跃为三种规模企业之首。**当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别-2.3pct、+0.3pct 和+5.3pct。这与小型企业利润（+4.9pct）和新订单（+5.1pct）显著走强有关。二是**非制造业企业利润总体企稳。**当月投入品价格指标下行（-0.2pct）而收费价格上升（+1pct），收费价格-投入价格指数倒挂幅度收敛（+1.2pct），带动企业利润企稳（+0.5pct）。三是**就业修复。**非制造业就业小幅修复（+0.2pct 至 47.1），主要由建筑业就业改善带动（+3.5pct 至 51.7），

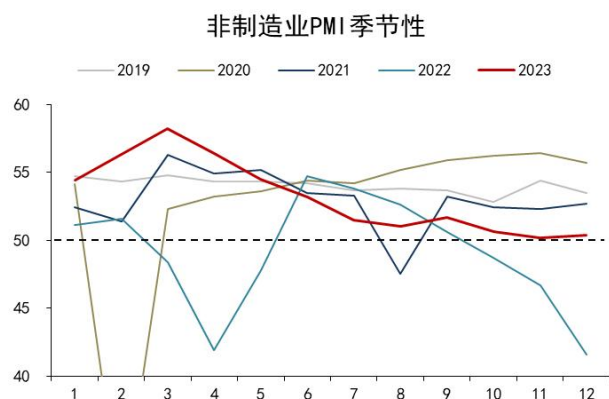
服务业构成拖累（-0.4pct 至 46.7），预计明年一季度特别国债和专项债资金仍将对建筑业就业形成支撑。

图2: 制造业 PMI 的季节性



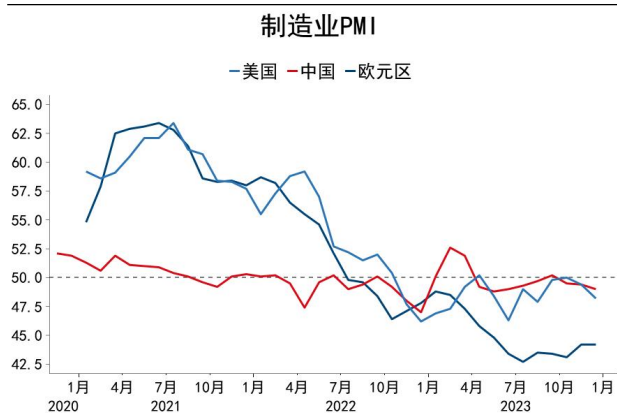
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



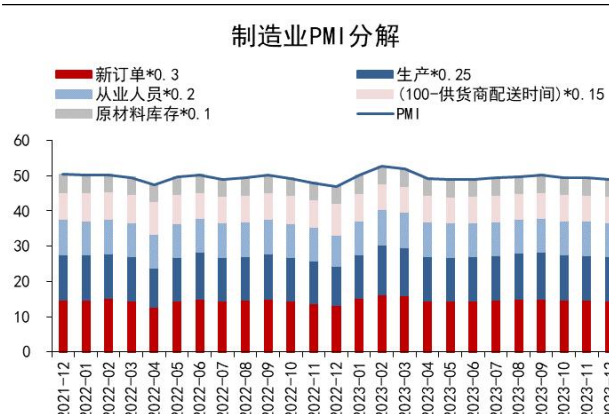
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 主要经济体制造业 PMI



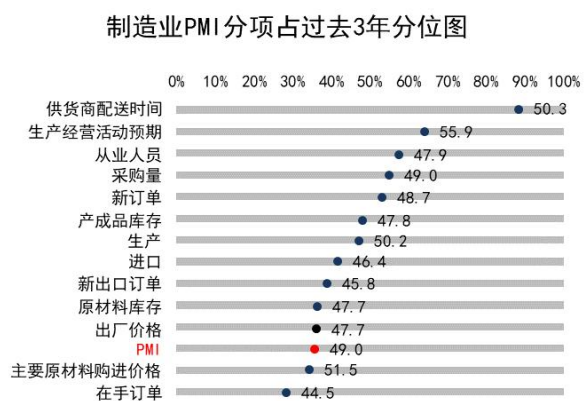
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



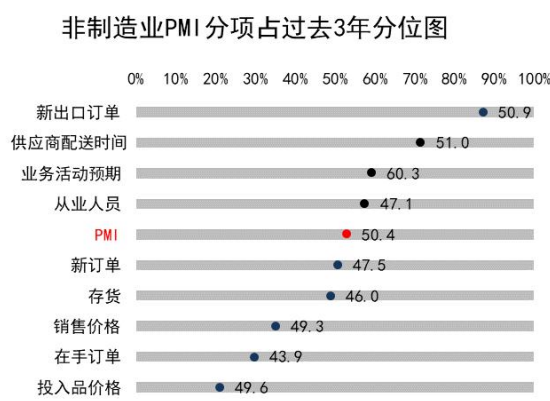
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

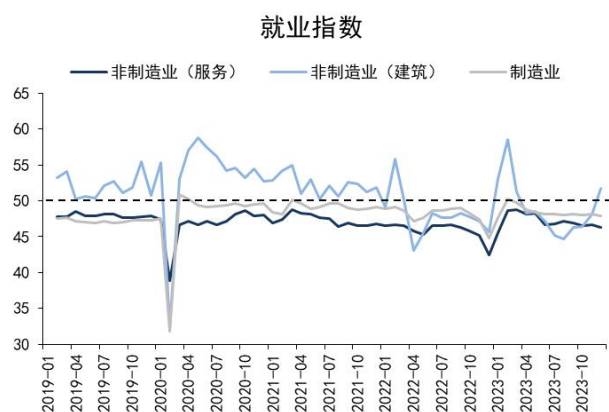
图7: 非制造业主要指标历史分位数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

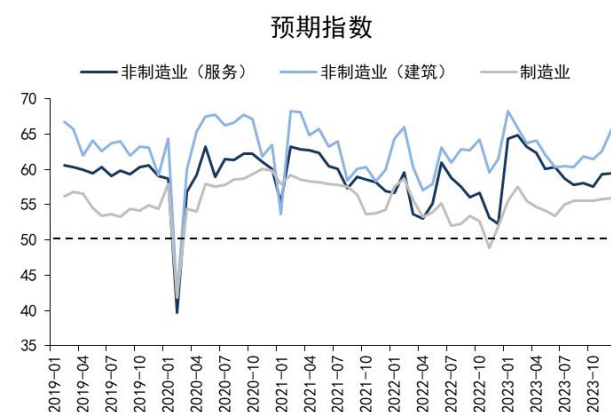


图8: 建筑业就业指数快速修复



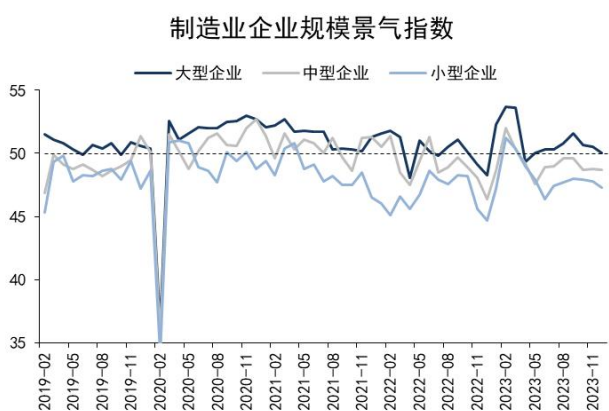
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 大类行业预期企稳, 建筑业大幅上升



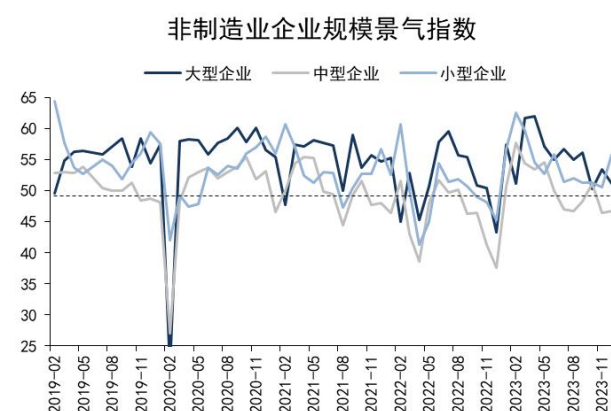
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 制造业企业景气度全面走弱



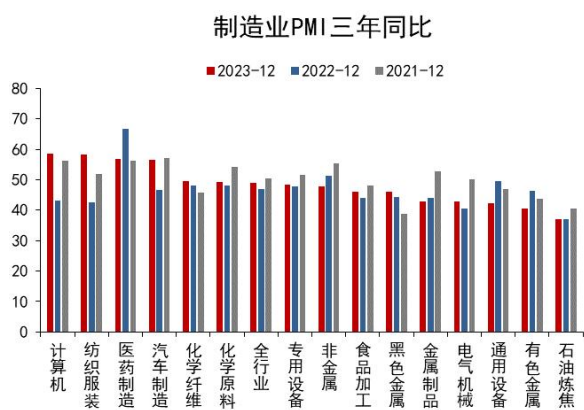
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 非制造业小型企业景气度大幅改善



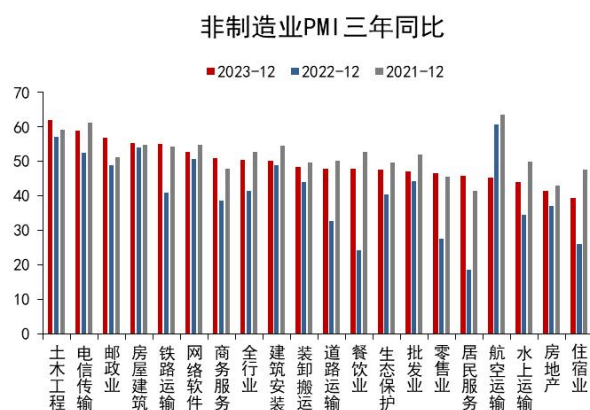
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

**◆ 风险提示**

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

**相关研究报告：**

- 《2023 年 11 月财政数据快评-收入继续回暖，支出增速收窄》 ——2023-12-17
- 《中央经济工作会议解读-2024 年在宏观政策上我们有哪些期待？》 ——2023-12-13
- 《12 月 8 日中央政治局会议解读-以进促稳，先立后破》 ——2023-12-10
- 《宏观经济数据前瞻-2023 年 10 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-12-03
- 《美国 11 月 FOMC 会议点评-美联储政策紧缩进入第三阶段，加息更为谨慎》 ——2023-11-03

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032