

官方制造业和服务业 PMI 指数持续处于收缩区间，2024 年稳增长政策或将前置发力

—— 2023 年 12 月 PMI 数据点评

王青 闫骏 冯琳

事件：根据国家统计局公布的数据，2023 年 12 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，低于上月的 49.4%；12 月，非制造业商务活动指数为 50.4%，高于上月的 50.2%，其中，建筑业 PMI 指数为 56.9%，高于上月的 55.0%，服务业 PMI 指数为 49.3%，与上月持平。

12 月 PMI 数据要点解读如下：

主要受需求不足影响，12 月制造业 PMI 指数低位下行，连续 3 个月处于收缩区间，不及市场预期；年底基建投资和“保交楼”发力，建筑业 PMI 指数高位上行；市场需求偏弱及寒潮天气影响较大，12 月服务业 PMI 指数连续 2 个月处于收缩区间。总体上看，12 月官方 PMI 数据走势偏弱，意味着年末经济运行稳中放缓，背后是房地产行业仍处于调整阶段，居民消费信心不足。这与 12 月中央经济工作会议判断“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点……”相印证。

具体来看，12 月制造业景气度下滑，主要原因是市场需求不足。数据显示，12 月新订单指数为 48.7%，较上月下滑 0.7 个百分点，内、外需同步走弱。其中，中国物流信息中心称，反映需求不足的企业占比达到 60.8%，较上月上升 0.2 个百分点，连续 3 个月上升。另外，当月新出口订单指数为 45.8%，较上月下行 0.5 个百分点，创年内最低，显示外需收缩加剧。背后是四季度以来美、欧经济下行压力加大，进口需求走弱，以及红海局势紧张对我国出口形成短期扰动。

在市场需求连续 3 个月环比收缩带动下，12 月生产指数也下行 0.5 个百分点，至 50.2%，但仍连续 7 个月处于荣枯平衡线之上。这也意味着当前宏观经济“供强需弱”特征明显，在很大程度上解释了近期物价水平明显偏低的一个重要原因。

当前制造业需求不足主要源于居民商品消费偏弱，背后除了三年疫情带来的“疤痕效应”外，一个重要原因是四季度楼市仍处于调整阶段，继续对居民消费信心形成一定冲击。当前消费需求较弱，物价水平偏低，意味着接下来政策面促消费的空间很大。我们判断，各地将在春节消费旺季度较大规模发放消费券和消费补贴，重点刺激新能源汽车、家居家电等大宗消费。

其他市场比较关注的分项指数方面，12月制造业PMI中的两个价格指数“一升一降”。其中，出厂价格指数在收缩区间继续下滑，背后是当前供应稳定而市场需求不足。12月主要原材料购进价格指数则反弹至51.5%，主要源于红海局势紧张，导致原油等国际大宗商品市场价格上涨，另外，国内宏观政策在稳增长方向继续用力，近期国内主导的钢铁、水泥、煤炭等大宗商品价格有所上涨。

12月各类型企业PMI指数全面下行，其中小型企业PMI指数回落0.5个百分点至47.3%，降幅大于当月制造业PMI整体下行幅度。小型企业多接近市场终端，消费需求不足对其影响更为直接。由于小型企业是吸纳城镇就业的主力军，预计未来一段时间稳增长政策将重点向支持小微企业倾斜，减税降费规模有望进一步加大。

12月制造业PMI指数的亮点主要有两个：一是企业生产经营活动预期指数为55.9%，较上月上升0.1个百分点，为年内次高水平，延续了下半年以来的高位运行状态。这显示三季度以来伴随稳增长政策全面发力，制造业企业对未来预期较为积极。二是新动能增长较快。其中，12月高技术制造业和装备制造业PMI分别为50.3%和50.2%，虽较上月都有不同程度下滑，但继续处于扩张状态。这表明尽管近期经济复苏过程再现下行波动，但制造业转型升级仍在持续。

12月服务业PMI指数为49.3%，与上月持平，连续2个月运行在收缩区间。一方面，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%。另一方面，PMI属于环比指标，前期高基数也有一定影响。这意味着尽管近期服务业PMI持续下行，且连续2个月处于荣枯平衡线之下，但不会改变服务业同比高增态势，年底服务业仍会在经济复苏过程中发挥主力军作用。

12月建筑业商务活动指数为56.9%，较上月回升1.9个百分点，连续两个月大幅上行，主要是受房屋建筑业和土木工程建筑业商务活动指数上升带动。前者意味着年末房地产行业“保交楼”加力，也与11月监管层要求银行等金融机构要“一视同仁”满足不同所有制房企合理融资需求有关；后者主要指向年末基建投资升温，这是稳增长政策发力的清晰信号。

整体上看，12月制造业PMI在收缩区间进一步下行，建筑业PMI在扩张区间大幅上行，非制造业PMI在收缩区间环比持平，综合PMI产出指数为50.4%，也与上月持平。这显示进入四季度以来，在宏观经济整体上保持扩张过程中，复苏动能再度出现弱化迹象，与四季度财政政策集中发力的背景不相吻合。这表明，在当前居民消费信心偏弱、房地产行业持续处于调整阶段的背景下，经济修复基础还不牢固。我们认为，四季度制造业PMI指数持续处于收缩区间值得重点关注。回顾历史可以看到，一旦官方制造业PMI指数连续3个月低于荣枯平衡线，宏观政策做出反应的概率就会显著增加。我们判

断，综合考虑当前的经济修复状况及物价水平，2024年稳增长政策有可能前置发力，其中降息降准有望在一季度落地，年初基建投资也会继续保持较高水平，继京沪楼市新政后，2024年初房地产行业支持政策将全面加码。

展望未来，在居民消费存在一定内在修复动力，宏观政策将加大稳增长力度推动下，2024年1月制造业和服务业PMI指数有望低位上行，但回升至扩张区间还需要一个过程；后期回升速度将主要取决于三个因素：首先是在房地产支持政策全面加码前景下，楼市能否较快企稳回升。这是当前宏观经济牵一发而动全身的关键点。二是2023年四季度财政政策稳增长显著加力后，2024年初基建投资能否较快形成实物工作量，特别是加发1万亿国债对基建投资的拉动效应能否较快释放。三是促消费政策将在多大程度上推动节前消费。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。