

## 核心观点

韦志超  
首席经济学家  
SAC 执证编号：S0110520110004  
weizhichao@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152692

崔紫涵  
研究助理  
cuizihan@sczq.com.cn  
电话：86-10-81152670

### 相关研究

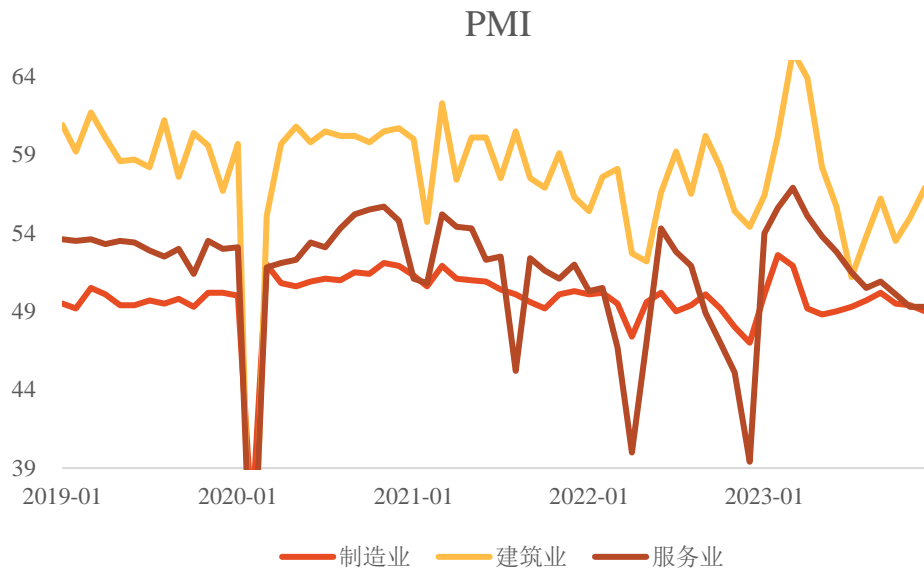
- 宏观经济周报：待机而动
- 11月金融数据点评：信贷需求整体偏弱
- 12月FOMC会议点评：放鸽的三重信号

- 制造业 PMI 和综合 PMI 延续走弱。**12月制造业 PMI、服务业 PMI、建筑业 PMI 分别录得 49.0%、49.3% 和 56.9%，较前值分别下降 0.4、持平 and 上升 1.9 个百分点。制造业 PMI 自 9 月以来连续三个月下滑，非制造业 PMI 则有所回升，但综合 PMI 仍然较弱。
- 非制造业 PMI 有所回升。**12月服务业 PMI 持平于前值，统计局分析称，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。12月服务业活动预期指数小幅回升 0.1 个百分点至 59.4%，考虑到元旦假期的旅游热度，预计服务业 1 月仍有一定支撑。12月建筑业 PMI 大幅反弹，主因是部分企业在春节假期前加快施工进度。12月专项债发行进度有所放缓，而增发国债陆续下发，实物工作量加快形成。12月建筑业活动预期指数大幅回升 3.1 个百分点至 65.7%，建筑企业可能对 2024 年基建“开门红”有一定期待。
- 产需双双下行。**12月制造业 PMI 分项来看，受部分基础原材料行业生产淡季等因素影响，生产回落 0.5 个百分点至 50.2%，需求端回落较生产端更为明显，新订单回落 0.7 个百分点至 48.7%，已经跌至 2023 年 6 月水平，整体制造业市场需求偏弱。12月生产经营活动预期较前值小幅反弹 0.1 个百分点至 55.9%，表现相对稳定。
- 内需较外需更为疲弱。**海外订单减少叠加国内有效需求不足，12月新出口订单 PMI 和倒算的国内订单 PMI 分别为 45.8% 和 49.2%，较前值分别回落 0.5 和 0.7 个百分点，内需走弱幅度更为显著。
- 企业延续主动去库。**12月原材料库存和产成品库存分别下降 0.3、0.4 个百分点至 47.7%、47.8%，同时采购量大幅下行 0.6 个百分点至 49%，需求持续走弱背景下企业延续主动去库。
- 大中小企业景气度均走弱，企业利润端仍然承压。**12月大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 50.0%、48.7%、47.3%，较前值分别回落 0.5、0.1 和 0.5 个百分点。同时原材料去库主要来自小型企业，大中型企业原材料库存小幅回升。12月原材料价格、出厂价格分别回升 0.8、回落 0.5 个百分点至 51.5% 和 47.7%，进一步压缩企业的盈利空间。
- 往后看，12月制造业 PMI 低于预期，综合 PMI 仍然较弱，年底经济动能仍相对低迷，根据社融对经济的领先性，预计 1 月经济依然不振，之后可能略有回升。
- 风险提示：**经济政策超预期，美债大幅波动

## 1 制造业 PMI 延续回落，服务业持平

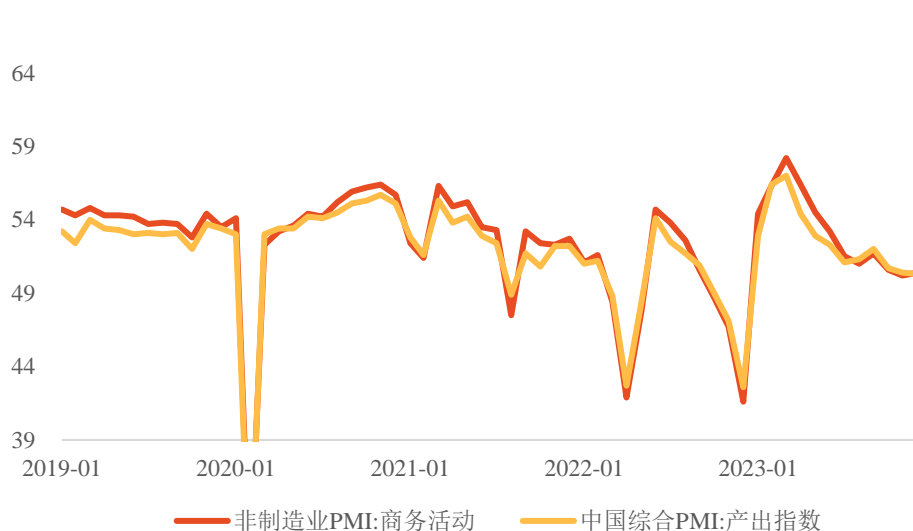
12月制造业 PMI、服务业 PMI、建筑业 PMI 分别录得 49.0%、49.3%和 56.9%，较前值分别下降 0.4、持平和上升 1.9 个百分点。制造业 PMI 自 9 月以来连续三个月下滑，12 月供需双双下行，整体经济景气度仍然相对低迷。非制造业 PMI 则有所回升，但综合 PMI 仍然较弱。

图 1：三大行业 PMI 走势有所分化 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 2：综合 PMI 小幅回落 (%)

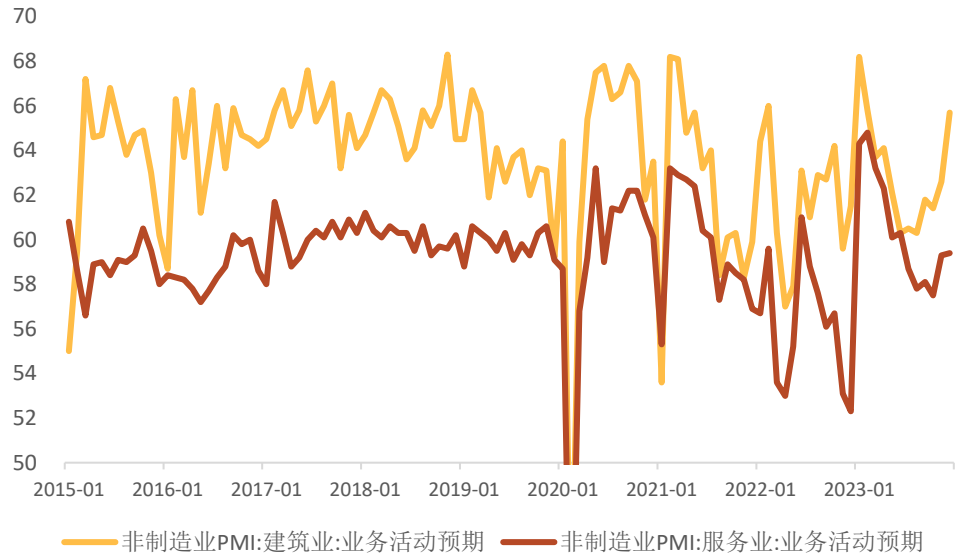


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

12月服务业 PMI 持平于前值，统计局分析称，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%，可能是服务业的主要拖累项。12 月服务业活动预期指数小幅回升 0.1 个百分点至 59.4%，考虑到元旦假期的旅游热度，预计服务业 1 月仍有一定支撑。

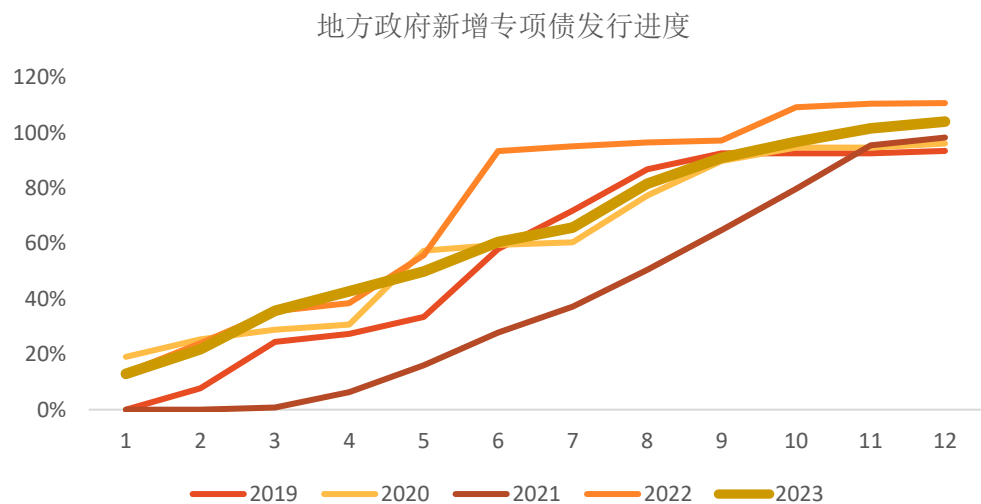
图 3：非制造业业务活动预期（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

12 月建筑业 PMI 大幅反弹，主因是部分企业在春节假期前加快施工进度。12 月专项债发行进度有所放缓，而增发国债陆续下发，实物工作量加快形成。12 月建筑业活动预期指数大幅回升 3.1 个百分点至 65.7%，建筑企业可能对 2024 年基建“开门红”有一定期待。

图 4：12 月地方政府新增专项债发行进度放缓（%）

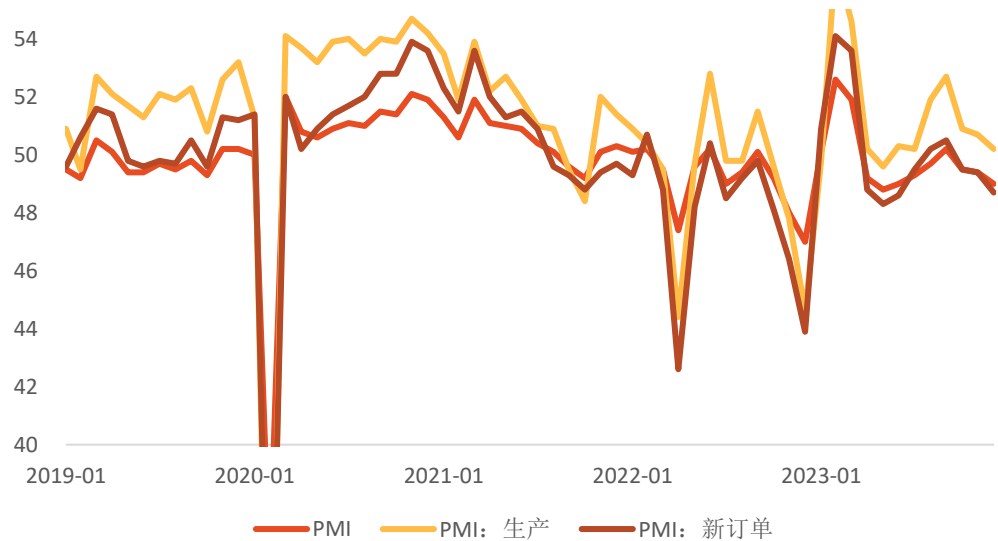


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

## 2 多数分项指标走弱

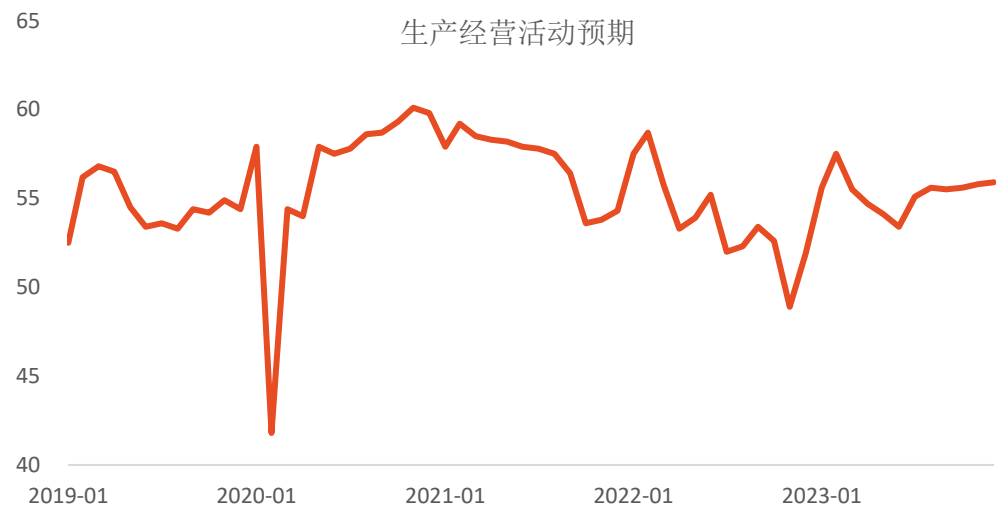
产需双双下行。12月制造业PMI分项来看，受部分基础原材料行业生产淡季等因素影响，生产回落0.5个百分点至50.2%，需求端回落较生产端更为明显，新订单回落0.7个百分点至48.7%，已经跌至2023年6月水平，整体制造业市场需求偏弱。12月生产经营活动预期较前值小幅反弹0.1个百分点至55.9%，表现相对稳定。

图5：产需双双下行（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

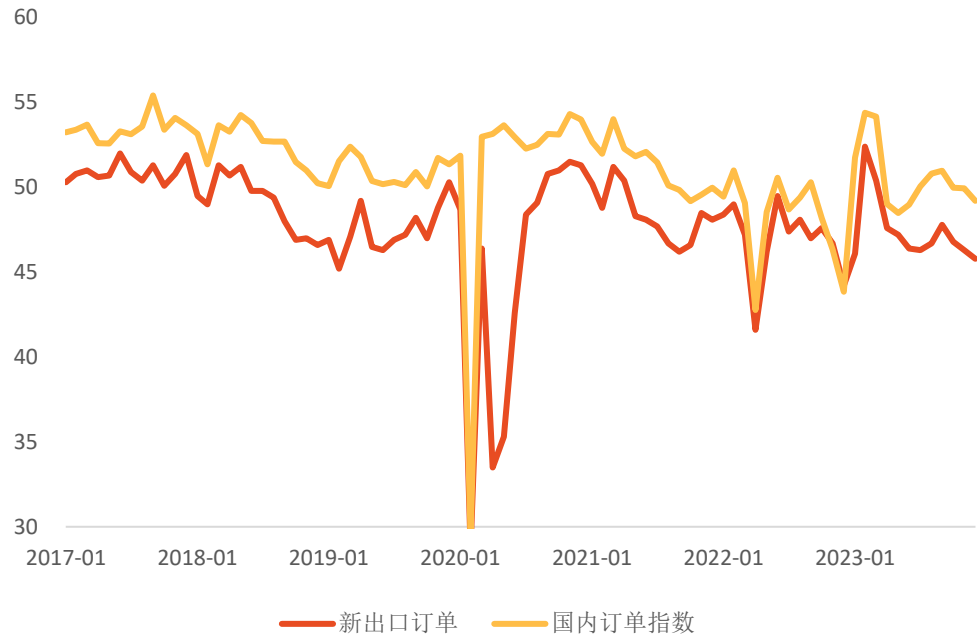
图6：生产经营活动预期（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

内需较外需更为疲弱。海外订单减少叠加国内有效需求不足，12月新出口订单PMI和倒算的国内订单PMI分别为45.8%和49.2%，较前值分别回落0.5和0.7个百分点，内需走弱幅度更为显著。

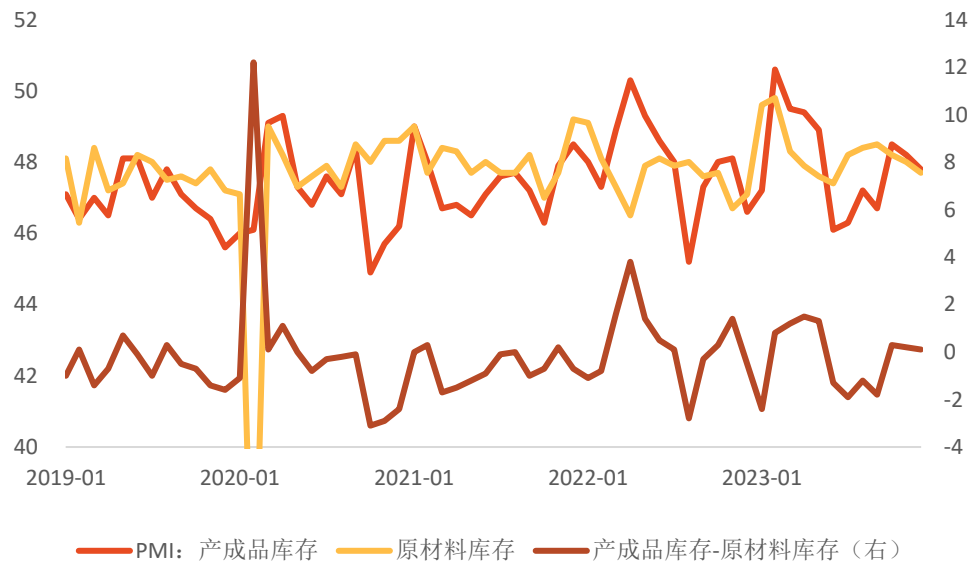
图 7：内需弱于外需（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

企业延续主动去库。12月原材料库存和产成品库存分别下降0.3、0.4个百分点至47.7%、47.8%，同时采购量大幅下行0.6个百分点至49%，需求持续走弱背景下企业延续主动去库。

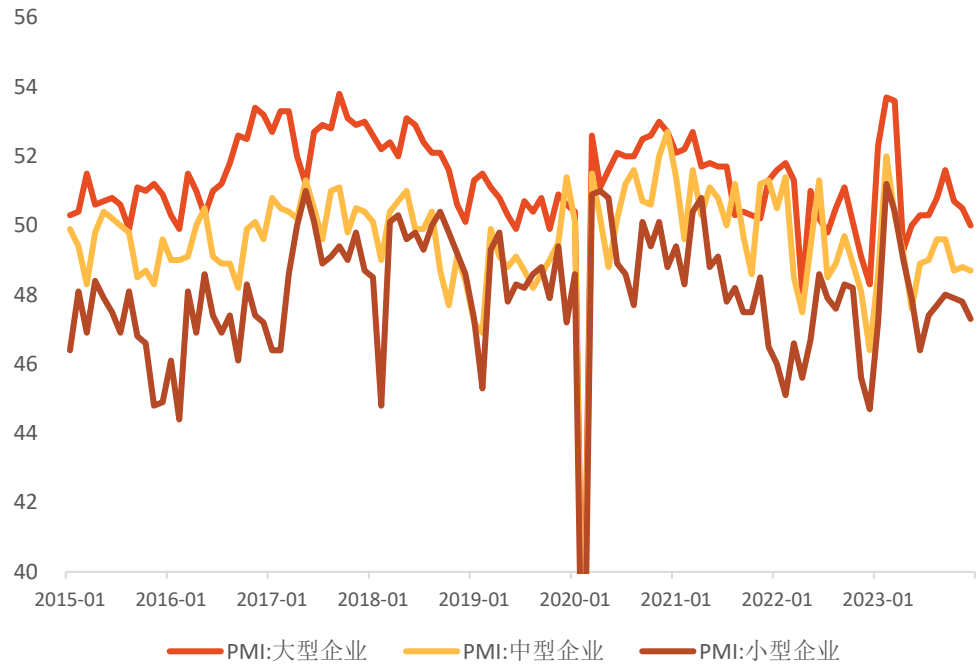
图 8：库存下行（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

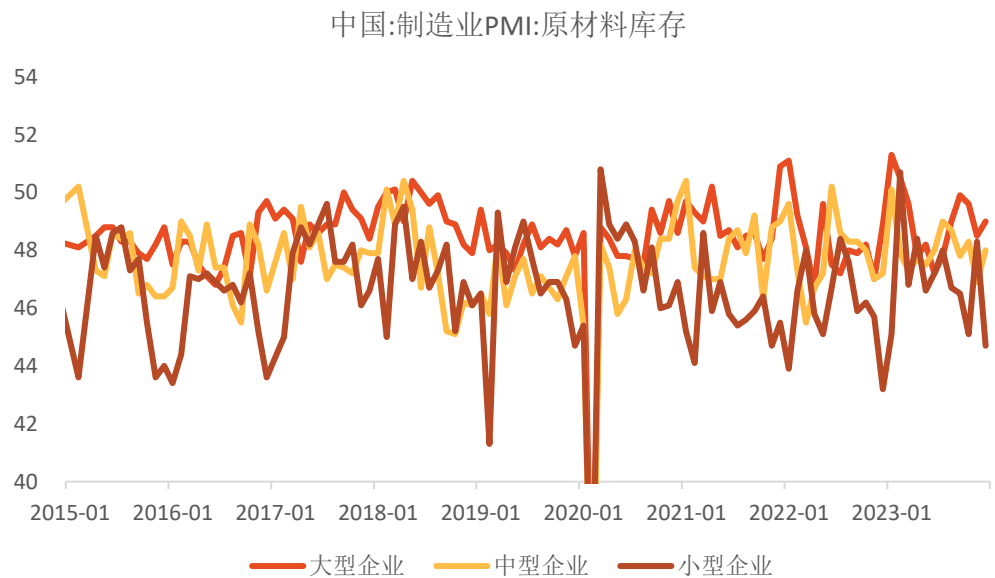
大中小企业景气度均走弱。12月大型、中型、小型企业PMI分别录得50.0%、48.7%、47.3%，较前值分别回落0.5、0.1和0.5个百分点。同时原材料去库主要来自小型企业，大中型企业原材料库存小幅回升。

图9：大中小企业景气度均走弱（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

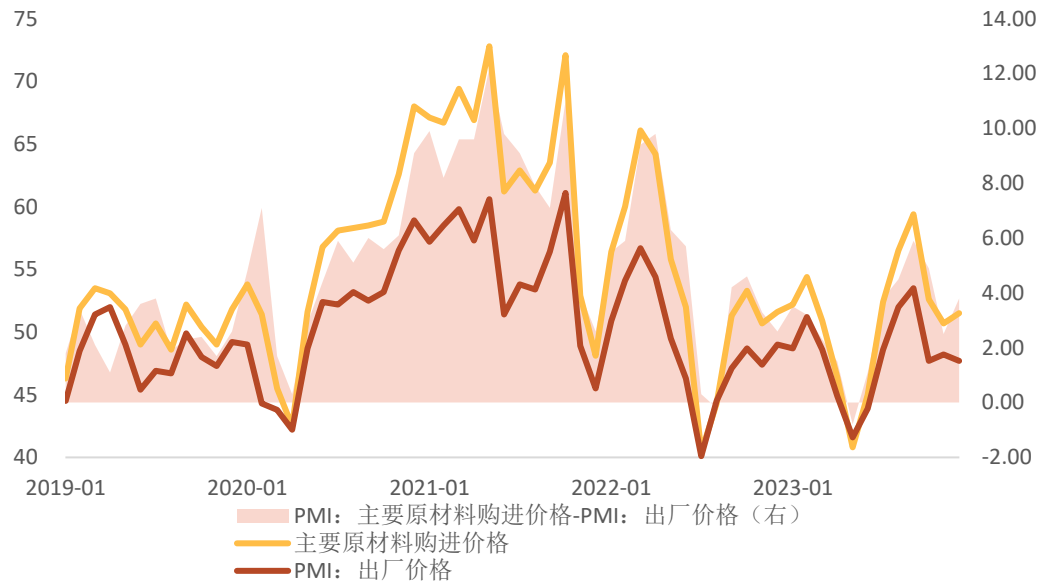
图10：原材料去库主要来自小型企业（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

企业利润端仍然承压。12月原材料价格、出厂价格指数分别回升0.8、回落0.5个百分点至51.5%和47.7%，二者价格差有所扩大，进一步压缩企业的盈利空间。

图 11：企业利润端仍然承压（%）

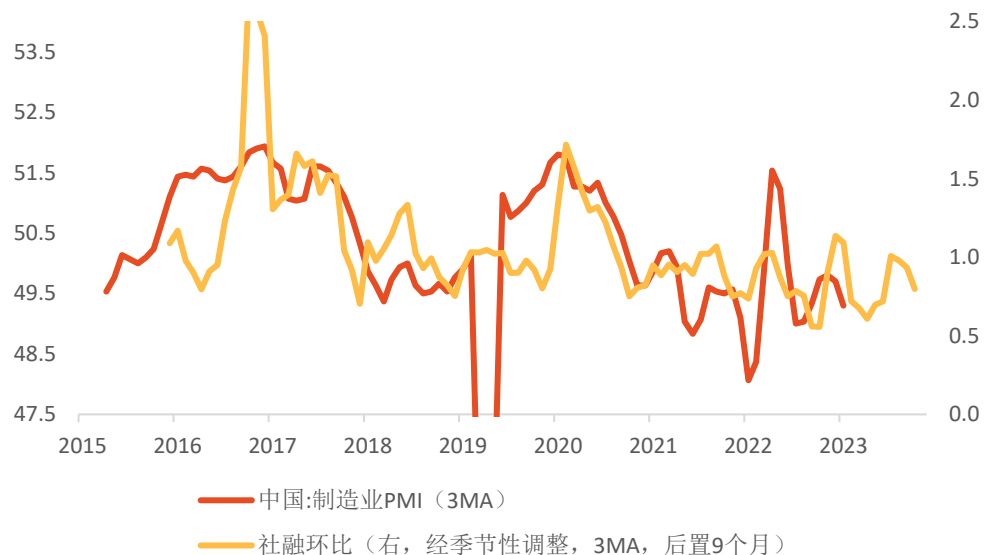


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

### 3 后市展望

往后看，12 月制造业 PMI 低于预期，综合 PMI 仍然较弱，年底经济动能仍相对低迷，根据社融对经济的领先性，预计 1 月经济依然不振，之后可能略有回升。

图 12：PMI 与社融环比（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

### 4 风险提示

经济政策超预期，美债大幅波动。



## 分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

崔紫涵，研究助理，中国人民大学金融学硕士，2022年7月加入首创证券研究发展部。

## 分析师声明

本报告清晰准确地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，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

评级	说明
股票投资评级	买入 相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持 相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性 相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持 相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
	中性 行业与整体市场表现基本持平
	看淡 行业弱于整体市场表现