

12月PMI数据解读：供需延续季节性回落



左景冉 分析师

Email: zuojingran@lczq.com

证书: S1320523020001

投资要点:

回顾全年，在全球主要经济体高利率环境下，整体制造业处在低迷状态，尤其是欧洲制造业PMI创疫情以来次低。9月以来，随着美联储、欧央行等陆续释放加息暂停的信号，欧洲低景气度小幅缓解，但中美日韩需求仍受制于高利率，制造业在荣枯线下震荡。

海外制造业方面，需求端受制欧美“黑五”消费备货季节性放缓，以及红海局势紧张等因素，供给端因圣诞、元旦双节假期，12月主要经济体制制造业PMI短期走弱。受欧美“黑五”消费备货季节性放缓，以及红海局势紧张等因素影响，海外需求进一步走弱，拖累进出口景气度走低。12月国内制造业PMI进出口指数因需求不足，续创年内新低，连续7个月处在临界点以下。

国内制造业方面，12月制造业PMI录得49.0，较前值降0.4pct。其中生产、新订单、原材料库存均低于季节性，供需从9月以来持续回落，部分印证我们11月PMI解读报告的判断“当前需求侧若无重大改善，加上部分制造业进入传统淡季，春节前供需双弱局面或将持续”。价格方面，12月价格指数延续11月份原材料价格扩张、产成品价格收缩的局面，利润空间进一步压缩。

国内非制造业方面，12月服务业PMI录得49.3，与前值一致，保持年内最低；建筑业PMI录得56.9，较前值升1.9pct。服务业PMI方面，12月各构成项持平往年，仅业务活动预期小幅下滑，或与2024年春节假期相对较晚有关。建筑业PMI方面，12月受益部分企业在春节假期前加快施工进度，活动预期较前月大幅扩张，但高景气持续性有待进一步观察。

建议关注韩国汇率和整体半导体产业投资机会。韩国出口与半导体周期波动高度一致，受益全球半导体周期筑底，2023年韩国制造业景气度持续修复，12月制造业PMI录得49.9，已接近荣枯线位置，后续继续上行的概率较高。韩国是典型出口导向型经济，出口占GDP约50%，出口提振有望改善韩元汇率，建议关注韩元兑美元汇率和半导体投资机会。

风险提示：制造业需求恢复不及预期、服务业需求继续走弱、地缘政治风险、红海局势升级风险、海外经济出现超预期衰退、海外二次通胀风险等

相关报告

11月财政数据解读：收支持续改善，财政继续发力

2023.12.25

11月金融数据点评：财政继续发力，货币政策或将配合加码

2023.12.18

11月美国非农点评：罢工潮退，就业暂时走强

2023.12.15

目 录

1. 全球制造业：海外假日效应制造业 PMI 短期走弱	3
2. 国内制造业：12 月延续四季度季节性供需双弱	4
3. 国内非制造业：服务业续创年内新低，建筑活动预期高	6
4. 总结	8
5. 风险提示	8

图表目录

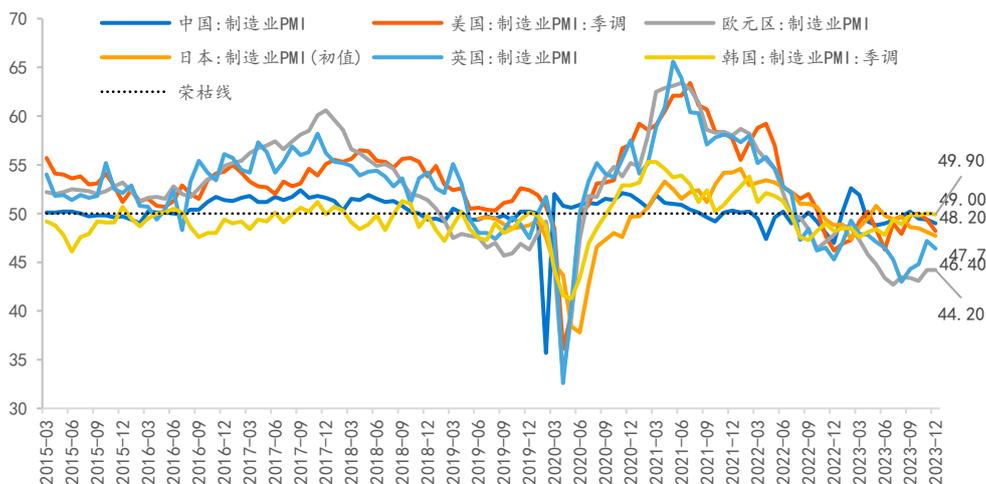
图 1 全球主要国家制造业 PMI 对比	3
图 2 韩国出口金额同比与半导体周期波动高度一致	3
图 3 美元兑韩元汇率与半导体周期强负相关	4
图 4 2009 年后欧元兑韩元汇率与半导体周期负相关	4
图 5 12 月生产、新订单、库存低于季节性	5
图 6 12 月生产、新订单、库存延续降势	5
图 7 12 月延续四季度季节性供需双弱	5
图 8 12 月进出口指数续创年内新低	5
图 9 12 月进出口、原材料和成品价格仍是滞后季节性最大项	6
图 10 12 月原材料价格扩张、产成品价格收缩局面逆转	6
图 11 12 月延续原材料价格扩张、产成品价格收缩局面	6
图 12 12 月服务业 PMI 续创年内新低，建筑业 PMI 继续在扩张区间波动	7
图 13 12 月服务业 PMI 基本持平季节性	7
图 14 12 月服务业 PMI 从业人员继续下行，其他项收缩放缓	7
图 15 12 月仅建筑业活动预期低于季节性，其他基本持平	8
图 16 12 月建筑业从业人员收缩放缓，活动预期继续扩张	8

1. 全球制造业：海外假日效应制造业 PMI 短期走弱

12月主要经济体制造业 PMI 短期走弱，需求端受制欧美“黑五”消费备货季节性放缓，以及红海局势紧张等因素，供给端临近圣诞、元旦双节假期。12月份中、美、欧、日、英、韩的 PMI 分别为 49.0、48.2、44.2、47.7、46.4、49.9，分别较前值升-0.4pct、-1.2pct、0.0pct、-0.4pct、-0.8pct、-0.1pct。

回顾全年，在全球主要经济体高利率环境下，整体制造业处在低迷状态，尤其是欧洲制造业创疫情以来次低。但9月以来，随着美联储、欧央行等陆续释放加息暂停的信号，欧洲低景气度小幅缓解，但中美日韩需求仍受制于高利率，制造业在荣枯线下震荡。

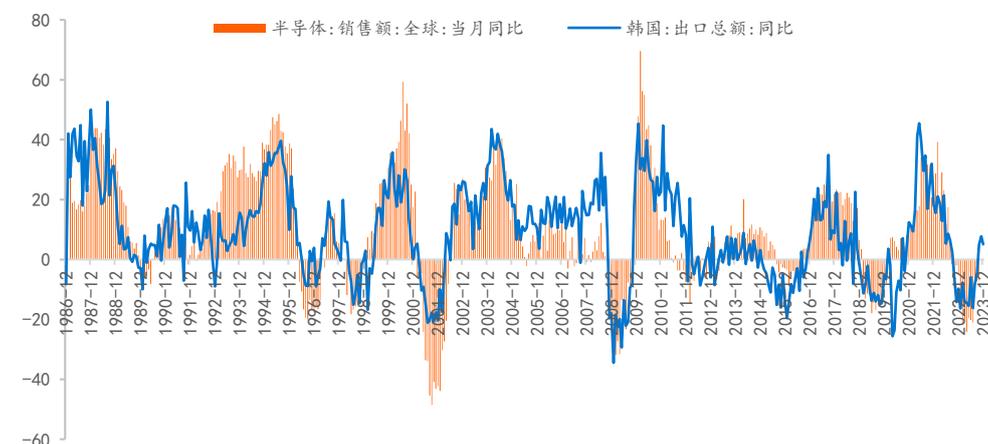
图1 全球主要国家制造业 PMI 对比



资料来源：Wind，联储证券研究院

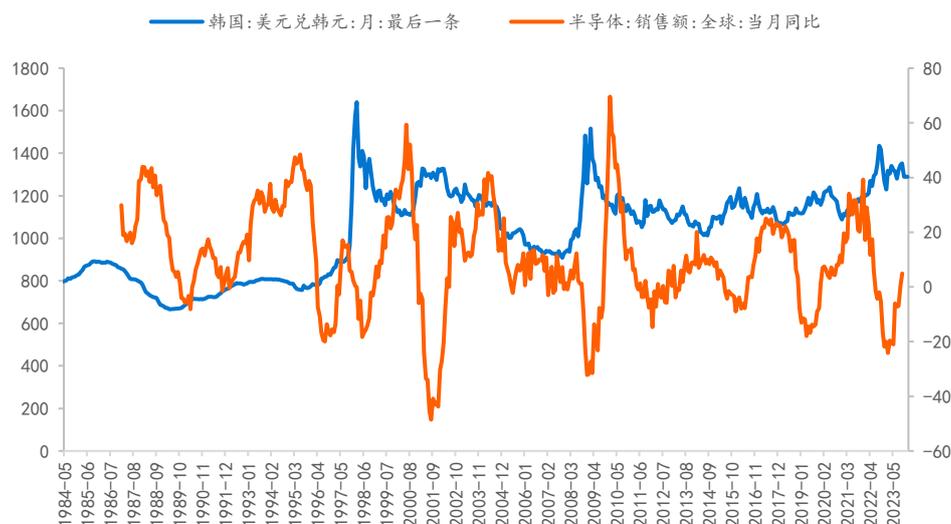
值得一提的是韩国，受益半导体周期筑底，2023年制造业景气度持续修复，12月制造业 PMI 录得 49.9，已接近荣枯线位置。主因是9月以来进入半导体上行周期，韩国作为半导体出口大国，制造业出口与半导体周期高度一致，景气度持续修复。本轮半导体周期有两方面驱动：一是消费电子的复苏，疫情期间居家隔离透支消费电子需求，但近期手机电脑 CPU 性能功耗大幅升级，提振换代需求；二是 AI 大模型落地刺激传媒、互联网等行业对算力、存储硬件的需求。韩国是典型出口导向型经济，出口占 GDP 约 50%，出口提振有望改善韩元汇率，建议关注韩元兑美元汇率和半导体投资机会。

图2 韩国出口金额同比与半导体周期波动高度一致



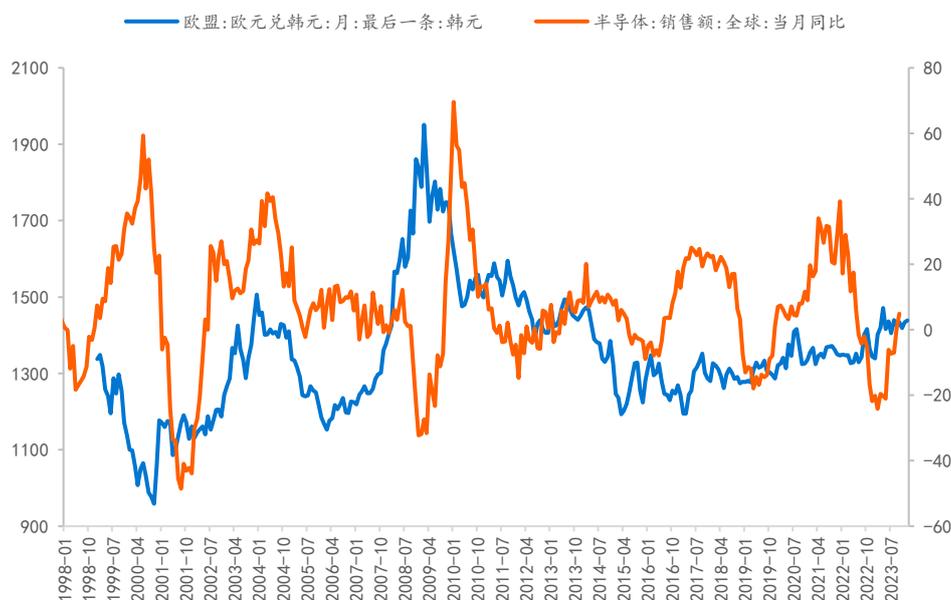
资料来源：iFind，联储证券研究院

图3 美元兑韩元汇率与半导体周期强负相关



资料来源：Wind，联储证券研究院

图4 2009年后欧元兑韩元汇率与半导体周期负相关



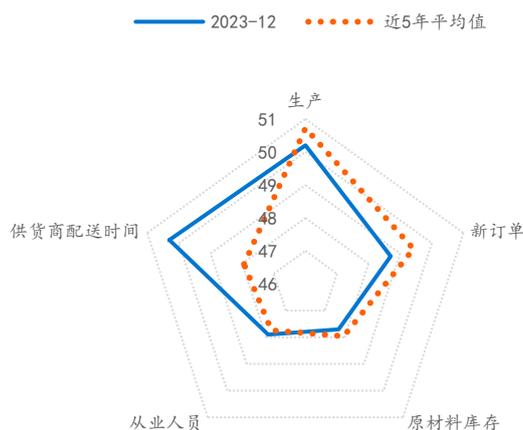
资料来源：Wind，联储证券研究院

2. 国内制造业：12月延续四季度季节性供需双弱

12月制造业PMI录得49.0，较前值降0.4pct，继续小幅下滑；12月综合PMI产出指数为50.3，比上月下降0.1pct。

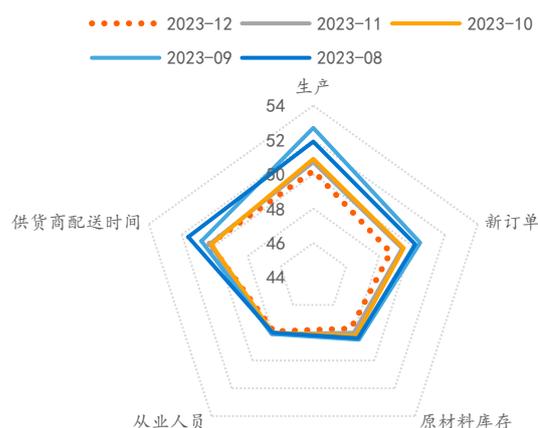
制造业PMI主要构成项中，生产、新订单、原材料库存均低于季节性，供需从9月以来持续回落，部分印证我们11月PMI解读报告的判断“当前需求侧若无重大改善，加上部分制造业进入传统淡季，春节前供需双弱局面或将持续”。12月PMI主要构成项中，生产、新订单、原材料库存、从业人员、供货商配送时间分别为50.2、48.7、47.7、47.9、50.3，较近5年均值高-0.52pct、-0.72pct、-0.26pct、0.16pct、2.36pct，仅从业人员和供货商配送时间领先5年均值。

图5 12月生产、新订单、库存低于季节性



资料来源：Wind，联储证券研究院

图6 12月生产、新订单、库存延续降势



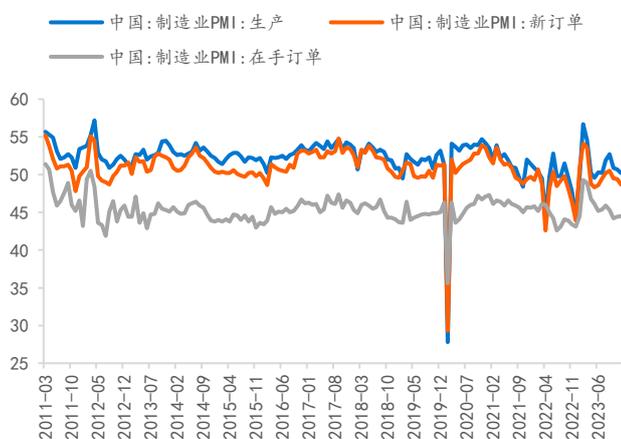
资料来源：Wind，联储证券研究院

海外供需看，进出口指数创年内新低，连续7个月处在临界点以下。12月新出口订单、进口分别为45.8、46.4，较11月降0.5pct、0.9pct。受欧美“黑五”消费备货季节性放缓，以及红海局势紧张等因素影响，海外需求进一步走弱，拖累进出口景气度走低。

从行业供给看，金属、通用设备延续高景气，上游纺织、燃料进入淡季。根据统计局数据¹，木材加工及家具、金属制品、通用设备、电气机械器材等行业生产指数均高于54.0%，其中金属制品、通用设备连续2个月保持高景气；纺织、石油煤炭及其他燃料加工、非金属矿物制品等行业生产指数低于临界点，其中纺织、石油煤炭及其他燃料加工连续2个月低于临界点，与冬季淡季来临产能释放不足有关。

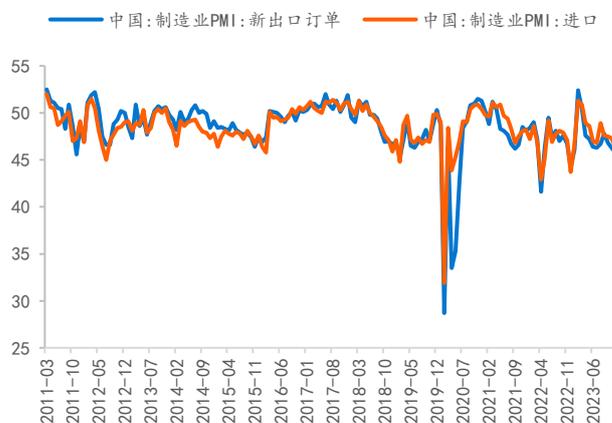
从行业需求看，金属制品、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备高景气，纺织服装、化学原料及制品、非金属矿物制品等行业景气不足，与需求端基本一致。根据统计局数据，金属制品、铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业新订单指数均继续位于临界点以上，其中铁路船舶航空航天设备连续3个月高景气。纺织服装服饰、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业新订单指数均较低，市场需求仍显不足。

图7 12月延续四季度季节性供需双弱



资料来源：Wind，联储证券研究院

图8 12月进出口指数续创年内新低



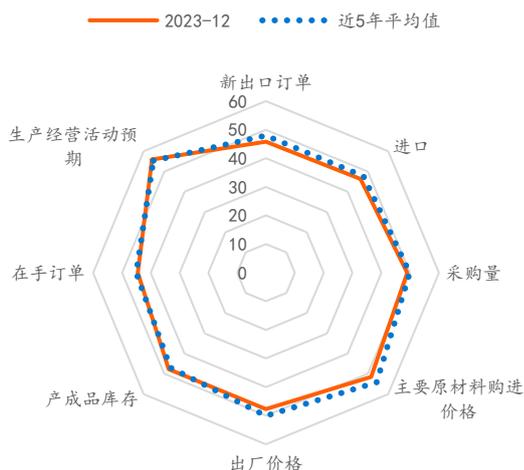
资料来源：Wind，联储证券研究院

¹ https://www.stats.gov.cn/sj/sjtd/202312/t20231229_1946108.html

制造业 PMI 其他分项中，进出口订单、原材料和产成品价格仍是滞后季节性最大的 4 项。12 月新出口订单、进口、主要原材料购进价格、出厂价格分别为 45.80、46.40、51.50、47.70，较 5 年均值分别低 2.14 pct、1.32 pct、2.70 pct、2.36 pct。

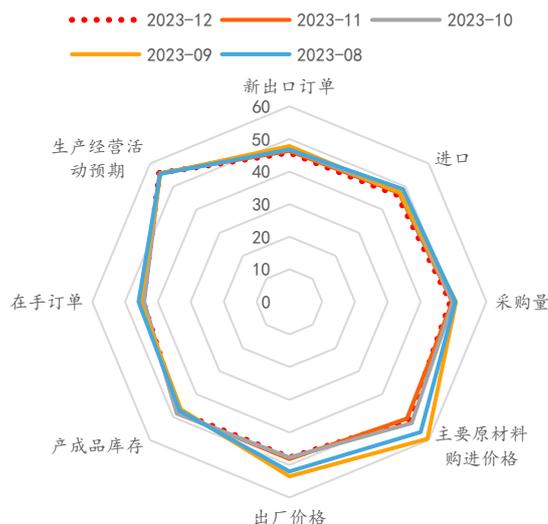
价格方面，价格指数显著低于近 5 年均值，利润空间进一步压缩，延续 11 月份原材料价格扩张、产成品价格收缩的局面。12 月 PMI 其他分项中，主要原材料购进价格、出厂价格分别为 51.5、47.7，较前月分别高 0.8pct、-0.5pct，较近 5 年均值分别高 2.70pct、2.36pct。

图9 12月进出口、原材料和成品价格仍是滞后季节性最大项



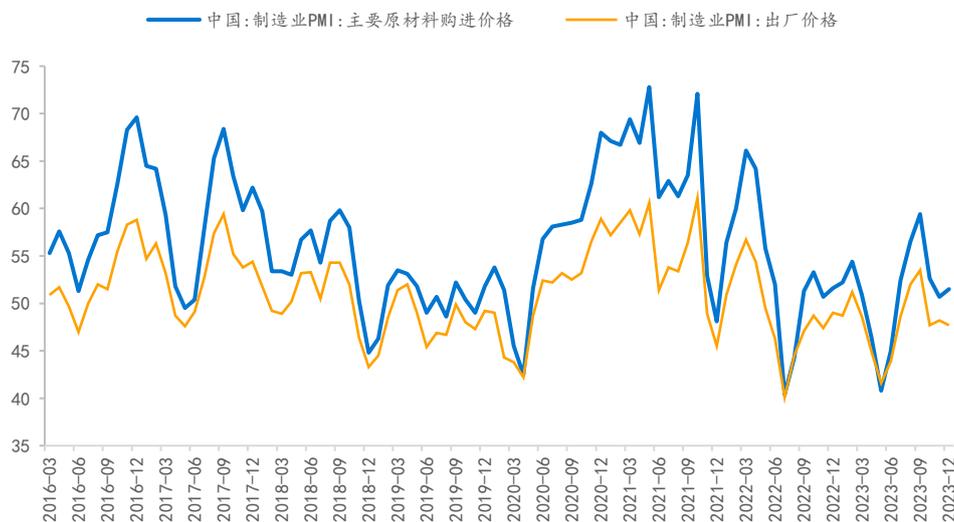
资料来源：Wind，联储证券研究院

图10 12月原材料价格扩张、产成品价格收缩局面逆转



资料来源：Wind，联储证券研究院

图11 12月延续原材料价格扩张、产成品价格收缩局面

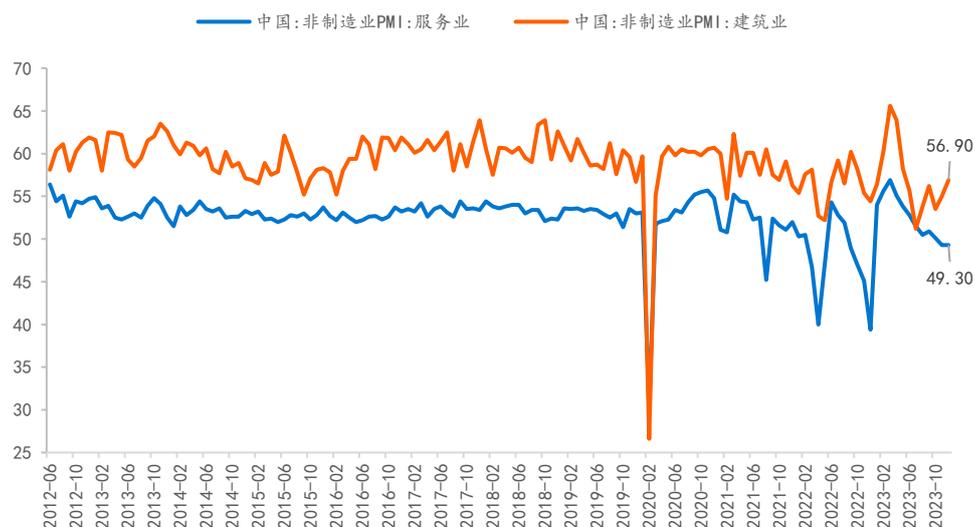


资料来源：Wind，联储证券研究院

3. 国内非制造业：服务业续创年内新低，建筑活动预期高

12月服务业 PMI 录得 49.3，与前值一致，保持年内最低；建筑业 PMI 录得 56.9，较前值升 1.9pct。

图12 12月服务业 PMI 续创年内新低，建筑业 PMI 继续在扩张区间波动

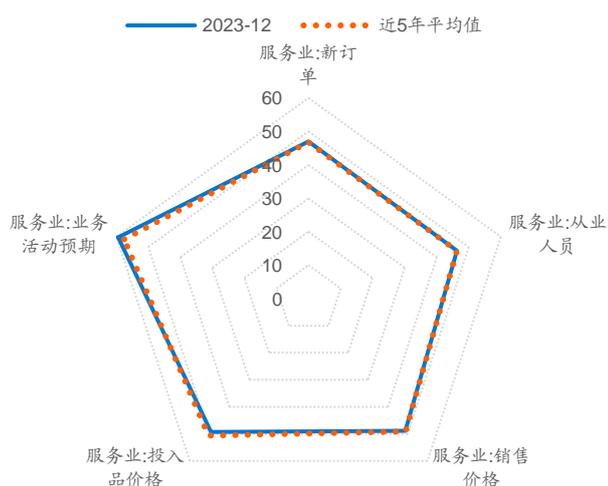


资料来源: Wind, 联储证券研究院

服务业 PMI 方面，12月各构成项持平往年，仅业务活动预期小幅下滑，或与2024年春节假期相对较晚有关。12月服务业各构成项中，新订单、从业人员、销售价格、投入品价格、业务活动预期分别为47.4、47.2、49.9、52.3、57.8，较近5年平均值降0.10pct、-0.40pct、1.20pct、0.10pct、0.10pct。

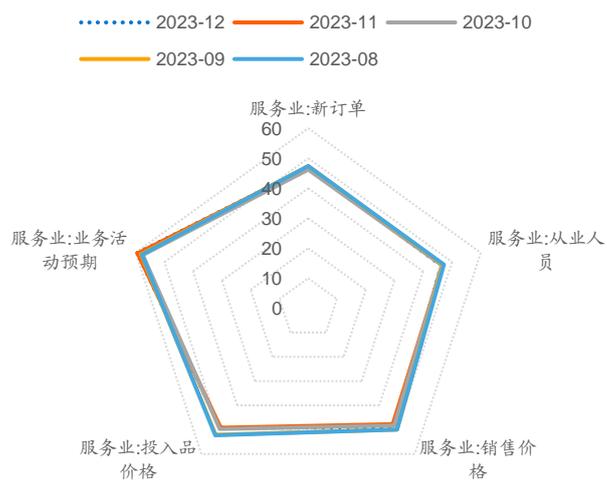
分行业看，12月全国破纪录低温，整体出行相关服务业景气低迷，邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险景气继续升温。根据统计局数据，受近期寒潮等因素影响，部分与出行消费相关的服务行业市场活跃度偏弱，其中水上运输、航空运输、住宿、居民服务等行业商务活动指数低于46.0%；邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、保险等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间。

图13 12月服务业 PMI 基本持平季节性



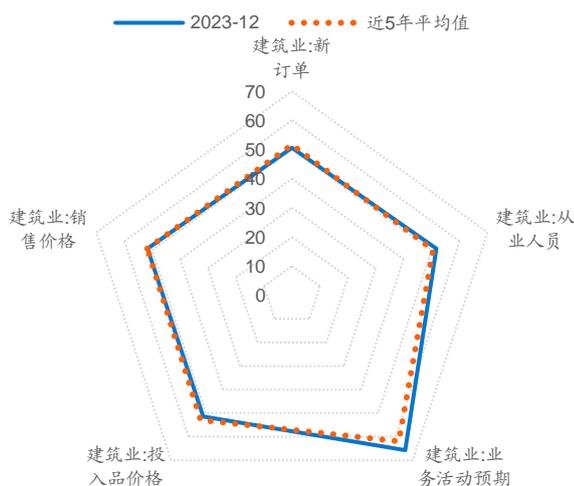
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图14 12月服务业 PMI 从业人员继续下行，其他项收缩放缓



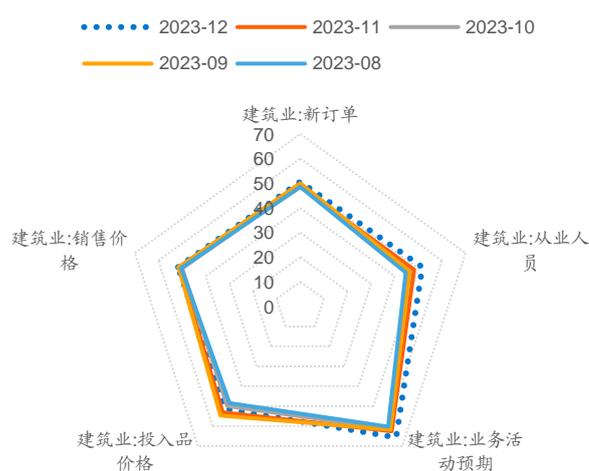
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图15 12月仅建筑业活动预期低于季节性，其他基本持平



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图16 12月建筑业从业人员收缩放缓，活动预期继续扩张



资料来源: Wind, 联储证券研究院

建筑业 PMI 方面，12月多数项持平季节性，仅建筑业活动预期低于季节性，但活动预期较前月大幅扩张，与部分企业在春节假期前加快施工进度有关。12月建筑业 PMI 各分项中，新订单、从业人员、业务活动预期、投入品价格、销售价格分别为 50.6、51.7、65.7、51.4、51.7，较前月升-1.02pct、1.18pct、3.74pct、-1.58pct、-0.08pct。未来几个月进入建筑业淡季，PMI 能否保持扩张区间，需进一步观察近期地产政策落实。

4. 总结

回顾全年，在全球主要经济体高利率环境下，整体制造业处在低迷状态，尤其是欧洲制造业 PMI 创疫情以来次低。9月以来，随着美联储、欧央行等陆续释放加息暂停的信号，欧洲低景气度小幅缓解，但中美日韩需求仍受制于高利率，制造业在荣枯线下震荡。

近期建议关注韩国汇率和整体半导体产业投资机会。韩国出口与半导体周期波动高度一致，受益全球半导体周期筑底，2023年韩国制造业景气度持续修复，12月制造业 PMI 录得 49.9，已接近荣枯线位置，后续继续上行的概率较高。韩国是典型出口导向型经济，出口占 GDP 约 50%，出口提振有望改善韩元汇率，建议关注韩元兑美元汇率和半导体投资机会。

5. 风险提示

制造业需求恢复不及预期、服务业需求继续走弱、地缘政治风险、红海局势升级风险、海外经济出现超预期衰退、海外二次通胀风险等。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路1366号富士康大厦9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路5号院中建财富国际中心27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000