

经济年内二次摸底 春季回归修复可期

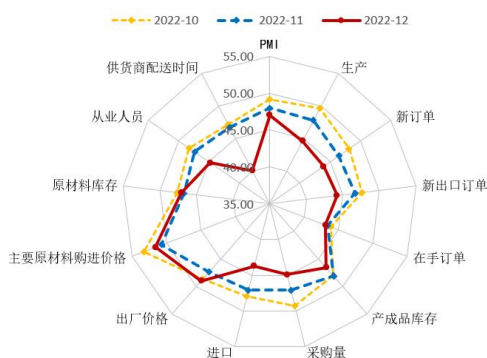
——12月 PMI 数据点评

■ 内容摘要

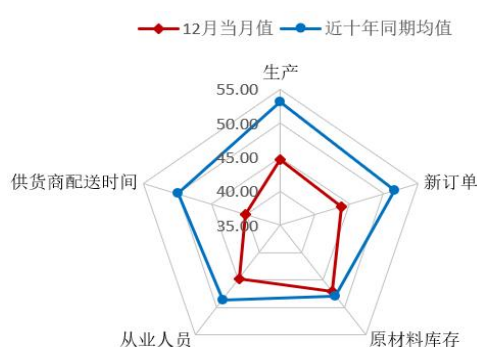
12月，制造业 PMI 环比再回落 1.0 个百分点至 47%，不及预期，感染达峰集中加剧经济景气的收缩程度。生产端对 PMI 的环比降幅贡献大于需求端，供应偏紧对市场价格有一定支撑。

12月，非制造业 PMI 环比大幅下降 5.1 个百分点至 41.6%，收缩程度超 4 月。12月服务业 PMI 创年内新低，是非制造业 PMI 持续走低的主因；而建筑业 PMI 仍处较高景气区间。详见报告分解。

制造业 PMI 分项指标概览



制造业 PMI 扩散指数历史同期水平比较



数据来源：iFind，一德宏观战略部

■ 核心观点

- 12月，在感染达峰影响下国内经济景气收缩加深，甚至超过今年 4 月疫情的影响程度。制造业供需两端承压，需求持续偏弱，而感染集中达峰导致到岗人员不足短期冲击生产进一步下滑。加上四季度外需持续走弱，内外施压使得国内经济出现二次摸底，年内 GDP 增长或难突破 3。伴随第一波感染在明年 1-2 月会基本消退，企业生产恢复及终端需求改善预期增强，经济秩序将回归修复之路。同时，经济重启需稳增长政策支撑，近期会议也多提到扩内需侧重消费，财政加力提效及货币精准有力，预计 2023 年全面稳增长政策及结构性货币政策手段仍将延续，对基建和制造业影响较大的政策性开发性金融工具会延续加码，PSL 资金支持有增量空间，促消费等结构性再贷款等措施有望成为主要拉动。2022 年低利率水平下，货币总量空间收窄，但住房消费低迷下，2023 年一季度非对称调降 LPR 仍存可能来降低消费成本。

肖利娜

期货从业资格号：

F3019331

投资咨询从业证书号：

Z0013350

报告制作时间：

2022 年 12 月 31 日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38 号

目 录

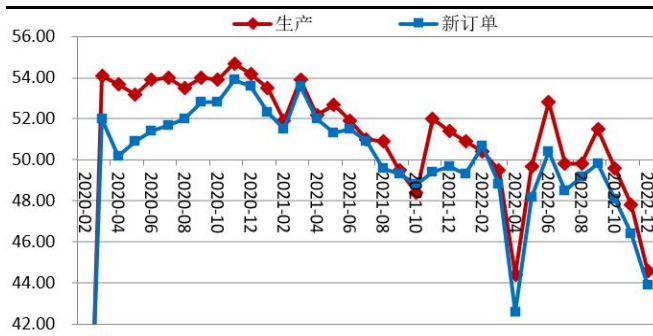
1. 生产收缩大于需求 非正向被动补库存	1
2. 非制造收缩超 4 月 感染达峰压制服务业	3
3. 经济年内二次摸底 春季回归修复可期	4
免责声明	5

1. 生产收缩大于需求 非正向被动补库存

12月，国内经济景气延续收缩且程度进一步加深，甚至低于今年4月的景气态势，防控优化调整后全国各地城市第一波感染在12月底都基本达峰，对经济短期影响扩大。制造业PMI环比再回落1.0个百分点至47%，不及预期的48%，12月以来感染达峰集中加剧经济景气的收缩程度。

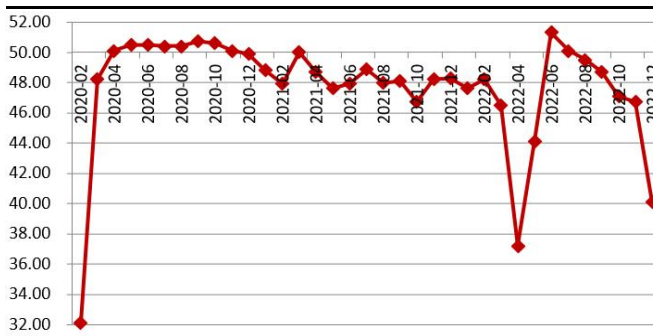
分项指标上，12月，制造业PMI供需两端持续放缓，生产和新订单指数分别较上月环比回落3.2和2.5个百分点至44.6%和43.9%，供需水平与历史同期缺口加大（见图1）。12月生产端对PMI的环比降幅贡献大于需求端，显示11月和12月生产活动受感染人数逐步爬坡至达峰的影响更为明显，人员到岗率下降，从业人员指数下降2.6个百分点至44.8%，拖累生产韧性，预计12月工业增加值增速会延续走低。之外，12月供应配送时间指数40.1%，较上月回落6.6个百分点，仅次于今年4月和2020年2月的情况（见图2），防控优化后的感染达峰城市涉及全国层面且时间较为集中，对物流运输也造成较大的人力不足现象，配送时间明显延长，但考虑感染后的恢复周期，预计明年1月会有所改善。

图1：中采制造业PMI生产和新订单指数



资料来源：iFind，一德宏观战略部

图2：中采制造业PMI供应商配送时间指数



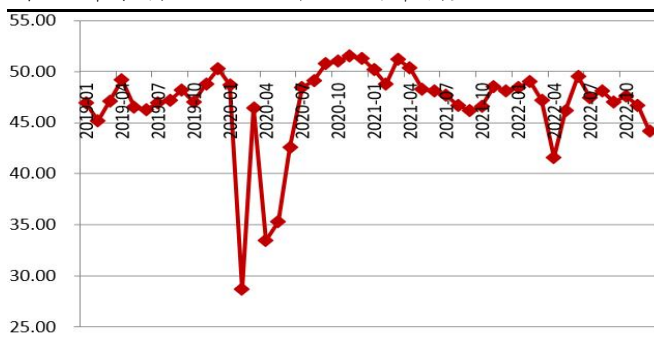
资料来源：iFind，一德宏观战略部

之外，12月，新出口订单指数为44.2%，较上月回落2.5个百分点，四季度内出受外需回落影响持续下滑（见图3）。随着海外主要经济体景气收缩，欧美衰退预期仍在，预计至少2023年上半年国内出口下行态势不变。行业上，受出口影响较大的装备制造、高技术制造业等行业PMI指数较上月下降超6个百分点。

不同规模企业中，大中小企业景气均有放缓，持续在收缩区间，中小型企业降幅

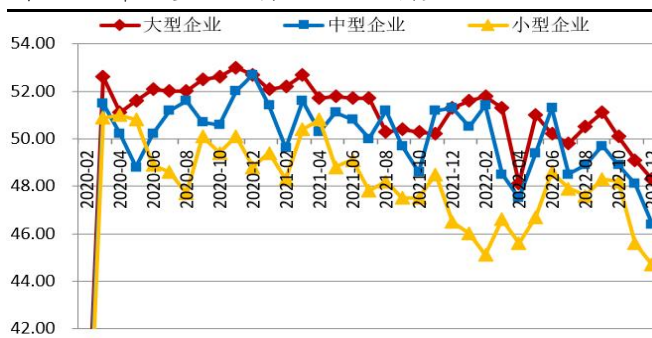
更大。12月，大、中、小型企业分别环比回落0.8、1.7和0.9个百分点至48.3%、46.4%和44.7%（见图4）；三者产需均呈下滑，其中生产延续上月的大幅下滑态势，需求虽弱但生产人员到岗率不足更为明显，显示国内感染集中达峰短期冲击影响大，而出口下行态势将持续影响2023年中小型企业景气度，而年初大型企业景气有望回升。

图3：中采制造业PMI新出口订单指数



资料来源：iFind，一德宏观战略部

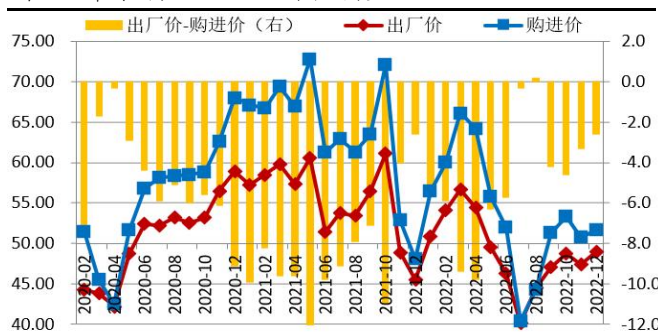
图4：大中小型企业制造业PMI指数



资料来源：iFind，一德宏观战略部

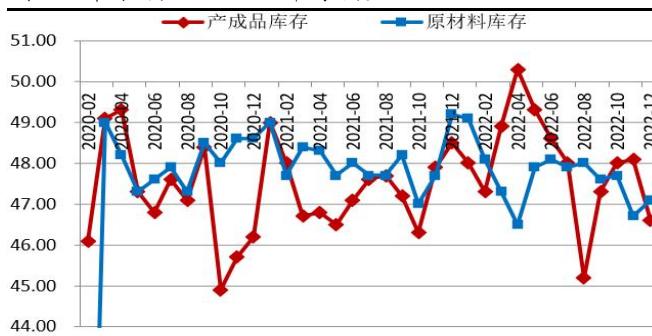
12月，制造业PMI价格指数较上月有所回升，主因需求收缩态势不改下，但生产端下降速度更快，供应偏紧对市场价格有一定支撑。12月，主要原材料购进价格和出厂价格指数分别较上月回升0.9、1.6个百分点至51.6%和49%，预计12月PPI环比增速会有所回升高于11月的0.1%。12月出厂价-购进价剪刀差收窄，显示政策促进制造业企业经营改善下，企业利润承压略有放缓，但近期第一波感染还未结束，对企业利润的抑制作用短期难消，同时终端消费品制造业价格指数双双下降，预计12月工业企业利润承压概率仍大，有进一步向下可能，其中下游消费业盈利或仍有拖累（见图5）。

图5：中采制造业PMI价格指数



资料来源：iFind，一德宏观战略部

图6：中采制造业PMI库存指数



资料来源：iFind，一德宏观战略部

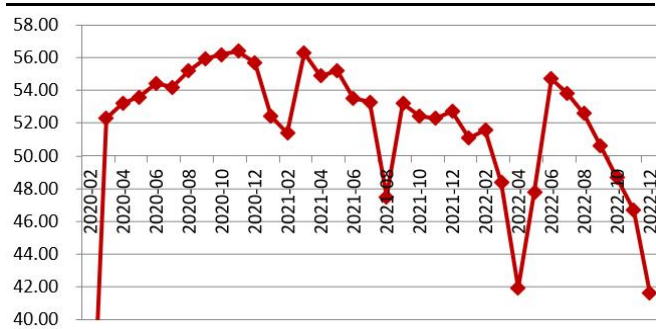
制造业库存指数12月仍呈分化，但与上月不同的是12月制造业原材料购库存指数47.1%，环比回升0.4个百分点；产成品库存指数环比明显回落1.5个百分点至46.6%

(见图 6)。另外，采购量指数环比回落 2.2 个百分点至 44.9%，企业采购力度进一步减弱，显示终端需求延续放缓，在感染影响下企业生产也承压放缓，制造业企业生产的减少大于需求的不足，形成产成品去库、原材料微涨的非正向被动补库阶段。后期伴随第一波感染结束，需求改善预期会推动重回正向的被动去库周期，大概率或在春节后明年一季度末看到。

2. 非制造收缩超 4 月 感染达峰压制服务业

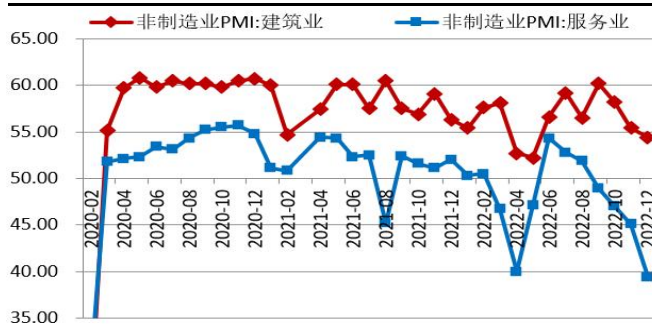
12 月，非制造业 PMI 环比大幅下降 5.1 个百分点至 41.6%，非制造业景气收缩程度超 4 月（见图 7）。结构上，服务业 PMI 大幅回落 5.7 个百分点至 39.4%，创年内新低，也是自 7 月以来连续下滑，显示疫情下服务业承压显著，是非制造业 PMI 持续走低的主因；而 12 月建筑业 PMI 回落 1.0 个百分点至 54.4%，仍处较高景气区间（见图 8）。12 月，建筑业中土木工程建筑业商务活动指数为 57.1%，虽有回落但连续 11 个月位于较高景气区间，表明政策推动下基建投资的支撑作用强，短期地产承压及服务业修复还需时日下其维稳的对冲拉动作用仍将持续。另外，12 月感染攀升下零售、道路运输、住宿、餐饮、居民服务等接触性聚集性行业商务活动指数均低于 35.0%，是拖累总体服务业景气持续下滑的主因。但随着 12 月底全国各地感染均已达峰，明年 1 月第一波感染会基本消退，加之政策的进一步放宽，叠加春节临近，国内及国际客运航班执飞量会进一步恢复，航空运输业会保持高景气，而旅游出行等生活性服务业业务总量会有所改善。综合看，在建筑业 PMI 保持扩张而服务业景气预期逐步修复下，非制造业景气在明年年初会由底部逐渐回暖。

图 7：中采非制造业 PMI



资料来源：iFind，一德宏观战略部

图 8：建筑、服务业 PMI



资料来源：iFind，一德宏观战略部

3. 经济年内二次摸底 春季回归修复可期

12月，在感染达峰影响下国内经济景气收缩加深，甚至超过今年4月疫情的影响程度。制造业供需两端承压，需求持续偏弱，而感染集中达峰导致到岗人员不足短期冲击生产进一步下滑。加上四季度外需持续走弱，内外施压使得国内经济出现二次摸底，年内GDP增长或难保破3。伴随第一波感染在明年1-2月会基本消退，企业生产恢复及终端需求改善预期增强，经济秩序将回归修复之路。同时，经济重启需稳增长政策支撑，近期会议也多提到扩内需侧重消费，财政加力提效及货币精准有力，预计2023年全面稳增长政策及结构性货币政策手段仍将延续，对基建和制造业影响较大的政策性开发性金融工具会延续加码，PSL资金支持支持有增量空间，促消费等结构性再贷款等措施有望成为主要拉动。2022年低利率水平下，货币总量空间收窄，但住房消费低迷下，2023年一季度非对称调降LPR仍存可能来降低消费成本。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn