

2022 年 12 月 31 日

否极泰来——兼评 12 月 PMI 数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2022 年 12 月官方制造业 PMI 47.0%，前值 48.0%，预期 49.0%；12 月官方非制造业 PMI 41.6%，前值 46.7%。中国企业经营状况指数(BCI)为 45.2%，前值 43.4%。

● 制造业：小幅回落，呈供需双缩、内需弱于外需、产品去库、成本稳定

(1) 防疫优化下第一波冲击提前至年内，12 月制造业景气度小幅回落，供需双缩且内需弱于外需。生产方面，高频数据显示 12 月延续 10 月以来的回落态势，但影响因素各不相同。出口方面，欧美年末消费弱于往期叠加高基数制约，预计 12 月出口为-14%。

(2) 出口同比和出口价值指数系出同源，而出口价值指数可分拆为数量指数和价格指数、实现对出口同比的预测。出口同比=出口价值指数/人民币同比-100%=出口价格指数*出口数量指数/人民币同比-100%。由于出口订单是过去一段时间的集合，人民币同比取 3M 均值时拟合效果最佳，2020 年 3 月以来拟合度达到 99.97%，平均绝对偏差(MAE)为 0.6%。我们预计 12 月数量指数、价格指数、人民币同比分别为 110、86、-8.5%，则 12 月出口同比约为-14%。

(3) 产成品整体去库，下游去化偏慢。工业企业利润数据显示，11 月上游、中游、下游去库比例分别为 56.3%、66.7%、50.0%，疫情拖累消费修复致下游去化进度偏慢，我们预计工业企业“主动去库存”阶段的收束时点可能为 2023 年二季度。

(4) 原材料指数上行，PPI 同比小幅回正。预计 12 月 PPI 环比可能在 0.1%左右，同比回升至 0%左右。PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为-2.6%，负缺口继续缩窄，指向制造业利润在总量上仍承压，但利润传导继续加强。

(5) 各类型企业 PMI 全线走弱。但中国企业经营状况指数(BCI)连续 2 个月小幅回升，或表明小微企业对未来经营生产的预期正在筑底回升。

● 非制造业：“第一次冲击”提前、服务业首当其冲，12 月基建增速或为 11.5%

(1) 服务业：12 月非制造业 PMI 商务活动指数较前值大幅回落了 5.1 个百分点至 41.6%，其中服务业 PMI 降至 39.4%。表征需求的 PMI 服务业新订单指数为 37.4%，表征预期的服务业业务活动预期指数尚未发布，我们认为具体数值可能在 50% 以下。分行业来看，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%。受益于防疫优化、春运临近、回国取消入境隔离等因素，12 月航空运输景气显著改善，PMI 升超 60%。

(2) 建筑业：12 月基建景气度边际下行，预计全年基建增速约为 11.5%。12 月建筑业 PMI 为 54.4%，较前值下行 1.0 个百分点但仍在扩张区间。开工端，12 月末水泥磨机运转率为 32.2%、水泥发运率下滑至 35.1%，均较上月回落近 10 个百分点；受疫情和冬季低温影响，12 月末石油沥青装置开工率降至 27.5%、较前值下滑了 10.1 个百分点，交通道路沥青、建筑沥青双双下行。此外，11 月挖掘机销量同比改善至 15.8%，挖掘机开工小时数同比跌幅扩大至-11.3%，综合来看 12 月基建累计同比可能落在 11.5%左右。

● 否极泰来，1 月复工复产是重要宏观线索

受疫情蔓延等影响，我们测算四季度经济再度承压，2022Q4GDP 同比为 1.6% 左右，全年 GDP 同比为 2.6%。否极泰来，12 月或为经济底，“第一次冲击”提前至年内，2023 年经济增速升超 5.0%难度或不大，元旦后可关注各地复工复产情况。达峰第一周，人流、物流、百度消费指数等指标均有明显改善。1 月复工复产是重要的宏观线索。借鉴海外国家经验，疫情放开后 T+1 季度消费数据波动，T+2、T+3 季度逐步改善。考虑中国本土疫情达峰进度偏快，预计春节后消费可能逐渐企稳复苏。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《“第一次冲击”预演——11 月企业利润点评——宏观经济点评》
-2022.12.28

《元旦后可开始关注各地复工复产情况——宏观周报》-2022.12.25

《各地防疫优化继续闯关，经济会议要求提振信心——宏观周报》
-2022.12.18

目 录

1、制造业：小幅回落，呈“供需双缩、内需弱于外需、产品去库、原材料成本稳定”等特征.....	3
2、非制造业：“第一次冲击”提前、服务业首当其冲，建筑业景气度和开工回落，12月基建增速或为11.5%.....	5
3、否极泰来，1月复工复产是重要宏观线索.....	7
4、风险提示.....	9

图表目录

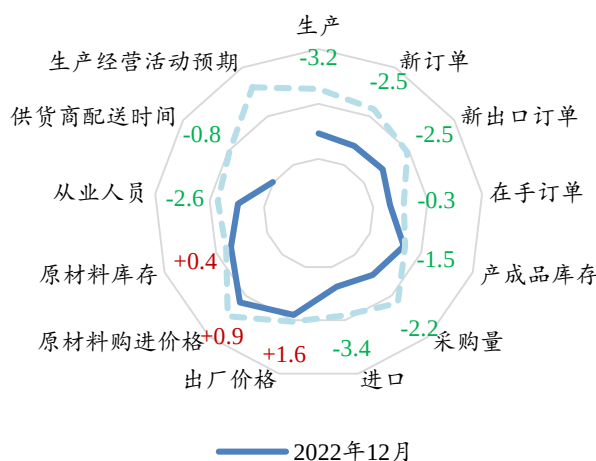
图 1：12月制造业 PMI 小幅回落.....	3
图 2：12月 PTA 开工较快回落.....	4
图 3：12月汽车开工率大幅回落.....	4
图 4：出口金额=出口价值指数/人民币同比.....	4
图 5：出口价格指数与我国 PPI 当月同比正相关.....	4
图 6：服务业景气持续下行.....	6
图 7：建筑业仍在扩张区间、多个分项回落.....	6
图 8：水泥开工小幅回落.....	6
图 9：挖机销量改善、开工下滑.....	6
图 10：石油沥青开工大幅下行.....	7
图 11：重交沥青、建筑沥青双双回落.....	7
图 12：服务业可能拖累四季度 GDP 表现.....	7
图 13：2022 年 Q4 经济增速预测.....	8
图 14：2022 年全年 GDP 增速测算.....	8
图 15：全国发烧指数环比增长 9.3%.....	8
图 16：华北、东北、华中“退烧”情况较好.....	8
图 17：31 省市达峰进度 99.7%.....	9
图 18：362 城市达峰比例 96.8%.....	9
图 19：达峰第一周，百城加权拥堵指数回升.....	9
图 20：达峰第一周，北京等地消费指数明显改善.....	9

2022 年 12 月官方制造业 PMI 47.0%，前值 48.0%，预期 49.0%；12 月官方非制造业 PMI 41.6%，前值 46.7%。中国企业经营状况指数(BCI)为 45.2%，前值 43.4%。

1、制造业：小幅回落，呈“供需双缩、内需弱于外需、产品去库、原材料成本稳定”等特征

(1)防疫优化下第一波冲击提前至年内，12 月制造业景气度小幅回落，供需双缩且内需弱于外需。12 月制造业 PMI 为 47.0%，较前值下滑了 1.0 个百分点；供给端看，PMI 生产为 44.6%、较前值下行 3.2 个百分点，连续 3 个月快速回落；需求端看，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别减少了 2.5、2.5、3.4 个百分点至 43.9%、44.2%、43.7%，内需回落幅度大于外需。

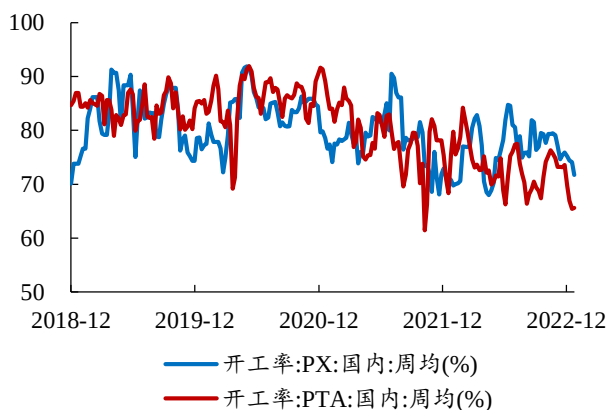
图1：12 月制造业 PMI 小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

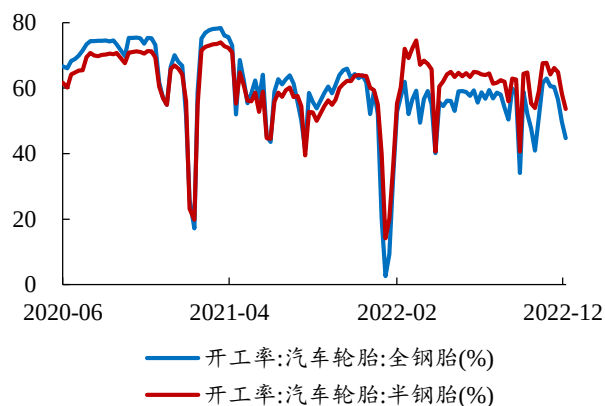
生产方面，高频数据显示 12 月生产延续 10 月以来的回落态势，但影响因素各不相同。我们曾指出“三季度以来，相对于表观疫情（新增确诊+无症状），疫情封控强度对经济的扰动正在加大”，此后 11 月 5 日首提对层层加码“依法依规严肃问责”、20 条疫情防控优化措施以及央地大力整治层层加码，12 月 7 日“新十条”发布后“第一次冲击”提前至年内、冲击 12 月工业生产。具体来看，12 月 PTA 开工率为 65.7%、较前值回落 7.9 个百分点；截止 12 月 29 日，汽车全钢胎和半钢胎开工率大幅回落，较上月下行 15.8、10.6 个百分点至 44.7%、53.6%；12 月秦皇岛港煤炭加速累库；12 月螺纹钢周均产量连续 3 个月下滑；12 月水泥价格续跌。

图2：12月PTA开工较快回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：12月汽车开工率大幅回落

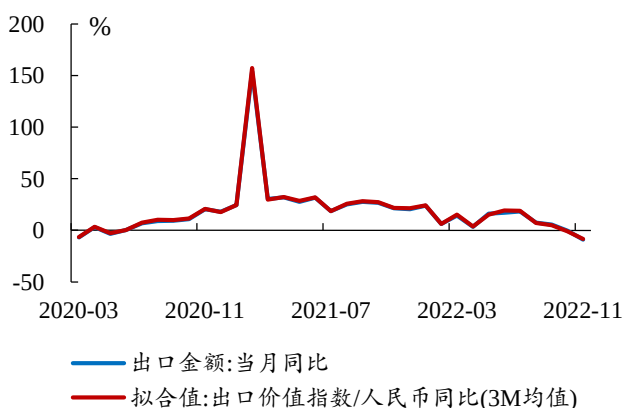


数据来源：Wind、开源证券研究所

出口方面，欧美年末消费弱于往期叠加高基数制约，预计12月出口为-14%。高频数据方面，波罗的海干散货指数(BDI)同比回落31.7%；中国出口集装箱运价指数(CCFI)同比下跌62.0%，连续5个月下行。在《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》中我们根据八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比预计11月中国出口修复有限、好于10月，但11月实际出口同比为-8.9%，因此我们尝试寻找更准确的代理指标。

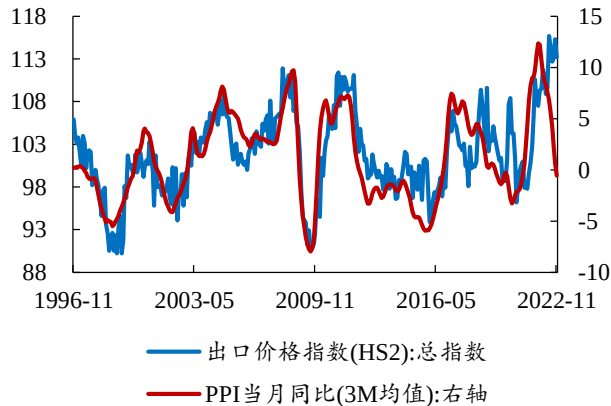
出口同比和出口价值指数系出同源，而出口价值指数可以分拆为数量指数和价格指数，可基于分项实现对出口同比的预测。前者以美元计、后者以人民币计，因此我们可以得到一条公式： $\text{出口同比} = \text{出口价值指数} / \text{人民币同比} - 100\% = \text{出口价格指数} * \text{出口数量指数} / \text{人民币同比} - 100\%$ 。由于出口订单是过去一段时间的集合，我们发现人民币同比取3M均值时拟合效果最佳，2020年3月以来拟合度达到99.97%，平均绝对偏差(MAE)为0.6%。历史数据显示，价格指数与我国PPI当月同比拟合度较高，但2022年PPI下行过快，价格指数与PPI累计同比拟合度较高。我们预计12月数量指数、价格指数、人民币同比分别为110、86、-8.5%，则12月出口同比约为-14%。

图4：出口金额=出口价值指数/人民币同比



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：出口价格指数与我国PPI当月同比正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)产成品整体去库、下游去化偏慢。12月PMI原材料库存、产成品库存分别为47.1%、46.6%，均低于荣枯线，指向企业原材料和产成品仍在去库。从工业企业利润数据来看，11月上游、中游、下游去库比例分别为56.3%、66.7%、50.0%，疫情拖累消费修复致下游去化进度偏慢，我们预计工业企业“主动去库存”阶段的收束时点可能为2023年二季度。

(3)原材料指数上行，PPI同比小幅回正。12月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为51.6%、49%，较前值分别上行了0.9、1.6个百分点。高频数据显示，截至12月16日生产资料价格指数环比回落0.3%，12月南华工业品指数和CRB工业原料现货指数分别环比回升2.7%和1.3%，综合来看，预计12月PPI环比可能在0.1%左右，同比回升至0%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-2.6%（前值-3.3%），负缺口继续缩窄，指向制造业利润在总量上仍承压，但利润传导加强。

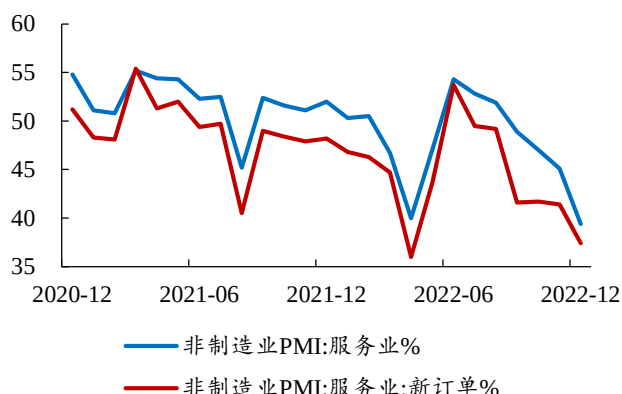
(4)各类型企业全线走弱。12月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别下滑了0.8、1.7和0.9个百分点至48.3%、46.4%和44.7%。12月中国企业经营状况指数(BCI)为45.2%、连续2个月小幅回升，销售、利润、投资、用工前瞻指数均从底部小幅改善，或表明小微企业对未来经营生产的预期正在筑底回升。

2、非制造业：“第一次冲击”提前、服务业首当其冲，建筑业景气和开工回落，12月基建增速或为11.5%

(1)服务业：“第一次冲击”提前、服务业首当其冲。12月非制造业PMI商务活动指数较前值大幅回落了5.1个百分点至41.6%，其中服务业PMI降至39.4%。表征需求的PMI服务业新订单指数为37.4%，表征预期的服务业业务活动预期指数尚未发布，我们认为具体数值可能在50%以下、低于该指标60%的“实际荣枯线”¹。12月服务业PMI新订单和业务活动双弱，其中零售、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%。受益于防疫优化、春运临近、回国取消入境隔离等因素，12月航空运输景气显著改善，PMI升超60%。

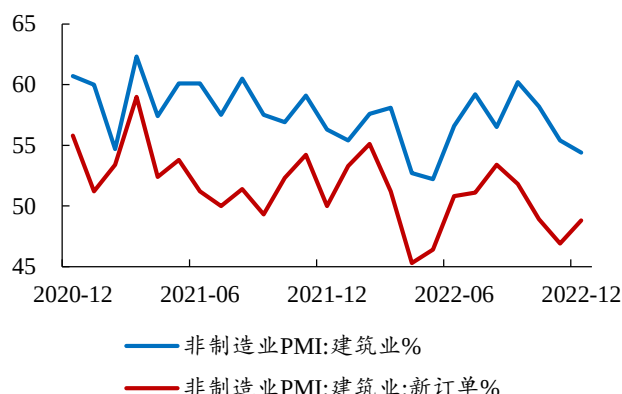
¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》。服务业业务活动预期指数自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2022年疫情期间最低为53.0%，历年均值为59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为60%。

图6：服务业景气持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：建筑业仍在扩张区间、多个分项回落

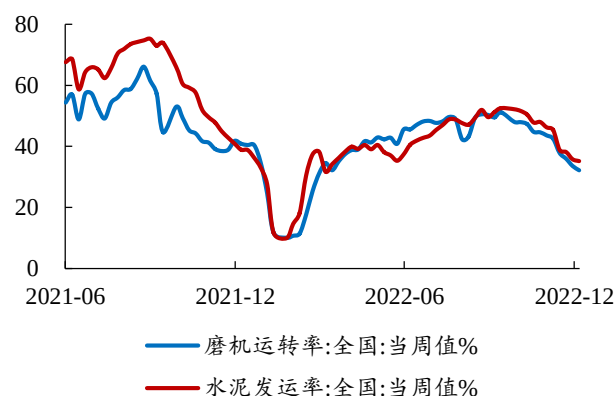


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)建筑业：12月基建景气度边际下行，预计全年基建增速约为11.5%。12月建筑业PMI为54.4%，较前值下行了1.0个百分点但仍在扩张区间，其中新订单指数为48.8%。我们在《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》指出“11月基建累计同比大概率向上但斜率将收窄”，11月实际增速为11.65%、较前值提升了0.26个百分点，修复斜率明显放缓。

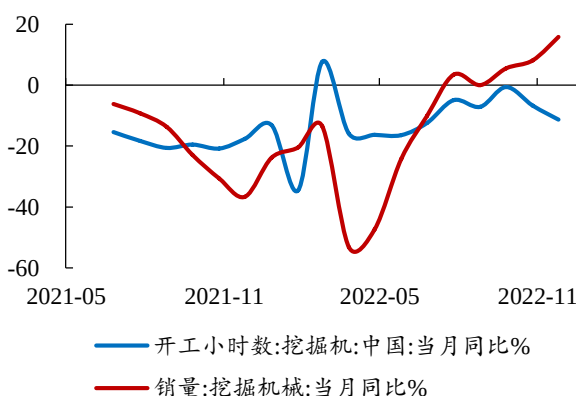
开工端，12月末水泥磨机运转率为32.2%、水泥发运率下滑至35.1%，均较上月回落近10个百分点；受疫情和冬季低温影响，12月末石油沥青装置开工率降至27.5%、较前值下滑了10.1个百分点，交通道路沥青、建筑沥青双双下行。此外，11月挖掘机销量同比改善至15.8%，挖掘机开工小时数同比跌幅扩大至-11.3%，综合来看12月基建累计同比可能落在11.5%左右。

图8：水泥开工小幅回落



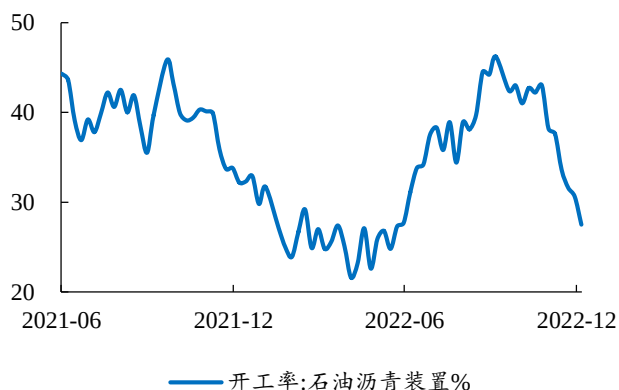
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：挖机销量改善、开工下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 石油沥青开工大幅下行



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 重交沥青、建筑沥青双双回落



数据来源: 钢联数据、开源证券研究所

3、否极泰来，1月复工复产是重要宏观线索

受疫情蔓延等影响，我们测算四季度经济再度承压，2022Q4GDP 同比为 1.6% 左右，全年 GDP 同比为 2.6%。首先，受疫情封控、疫情闯关等影响，10-12 月份服务类指标逐渐下行，我们通过服务业生产指数和其他高频指标测算四季度第三产业 GDP 同比可能在-0.6%左右，因而拖累四季度 GDP 同比至 1.6%左右。其次，进一步延伸至全年 GDP 同比可能在 2.6%左右。

图12: 服务业可能拖累四季度 GDP 表现

结果汇总 (%)	GDP	对四季度经济的拉动	第一产业 (农业)	第二产业	工业	建筑业	第三产业	批发和零售业	交通运输、仓储和邮政业	住宿和餐饮业	金融业	房地产业	信息、软件和信息技术服务业	租赁和商务服务业	其他行业
2022Q4增速预测	1.6		3.8	3.8	3.0	7.2	-0.6	-2.5	-3.1	-5.8	5.1	-5.5	9.7	-2.4	-0.8
10月	3.2	1.1	3.8	5.5	5.0	7.5	1.3	1.0	-0.3	-4.0	5.0	-4.0	10.0	-0.5	1.3
11月	1.4	0.5	3.6	3.4	2.2	8.0	-0.5	-3.0	-3.0	-5.2	5.0	-5.5	10.0	-2.0	-0.4
12月	0.2	0.1	3.9	2.6	1.7	6.0	-2.5	-5.5	-6.0	-8.0	5.3	-7.0	9.0	-4.5	-3.1
分项占GDP比重 (以2021年为准) (%)	100.0		9.7	40.3	32.5	8.0	50.0	9.6	3.8	1.7	7.0	6.1	3.4	3.3	14.5
分项占二/三产比重 (以2021年为准) (%)				80.5	19.9			19.3	7.6	3.3	13.9	12.2	6.8	6.5	29.1
分项对GDP拉动率 (百分点)	1.6		0.4	1.5	1.0	0.6	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	0.4	-0.3	0.3	-0.1	-0.1
历史数据 (%)															
2022-09	3.9		3.4	5.2	4.6	7.8	3.2	1.6	2.6	2.8	5.5	-4.2	7.9	5.4	4.4
2022-06	0.4		4.4	0.9	0.4	3.6	-0.4	-1.8	-3.5	-5.3	5.9	-7	7.6	-3.3	-0.2
2022-03	4.8		6	5.8	6.4	1.4	4	3.9	2.1	-0.3	5.1	-2	10.8	5.1	4.9
2021-12	4		6.4	2.5	3.8	-2.1	4.6	5.9	4	4.7	5.5	-2.9	11.5	5.6	5
2021-09	4.9		7.1	3.6	4.9	-1.8	5.4	7.6	5.9	5.7	4	-1.6	17.1	5.8	5.2
2021-06	7.9		7.6	7.5	8.8	1.8	8.3	9.6	12.7	17.1	4.1	7.1	19.5	5.8	6.2

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50717

