

探底之旅

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

核心观点：

12 月制造业 PMI 仅为 47%，低于预期的 47.8%，较 11 月回落 1 个百分点，连续 4 个月下滑，创年内新低。从计算规则来看，新订单和生产分项合计拉低 1.55 个百分点，主要的支撑力量来自于供应商配送时间。12 月供应商配送时间分项仅为 40.1%，较 11 月下降 6.6 个百分点，若该分项维持不变，则 12 月制造业 PMI 仅为 46%。

12 月非制造业 PMI 仅为 41.6%，较 11 月下降 5.1 个百分点，创 2020 年 2 月以来最低水平。分项来看，新订单指数下降 3.2 个百分点至 39.1%，新出口订单指数下降 1.6 个百分点至 44.5%，内外需皆疲弱。

当前整体的情况是，经济正在探底，政策力度有望加大。从高频数据来看，可能至暗时刻已经来临，各大城市流动性将在 1 月有所恢复。但疫情的扰动绝不可能如此一蹴而就，二次感染依然存在，加之毒株仍处于变异过程中，而我们又将在 1 月下旬迎来春节，届时可能将再度引发新一波深入农村的大面积感染潮。因此，在可预见的 1-2 月，经济仍有可能继续处于深度黑暗中。

风险提示：防疫政策走向 病毒变异情况

目录

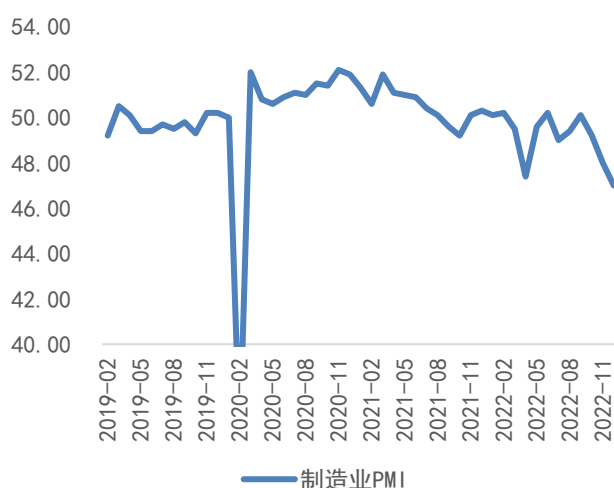
第 1 章	探底之旅.....	3
1.1.	制造业 PMI 继续下探	3
1.2.	非制造业 PMI 更为弱势.....	5
1.3.	政策定调更加积极	6
	免责声明.....	11

第1章 探底之旅

1.1. 制造业 PMI 继续下探

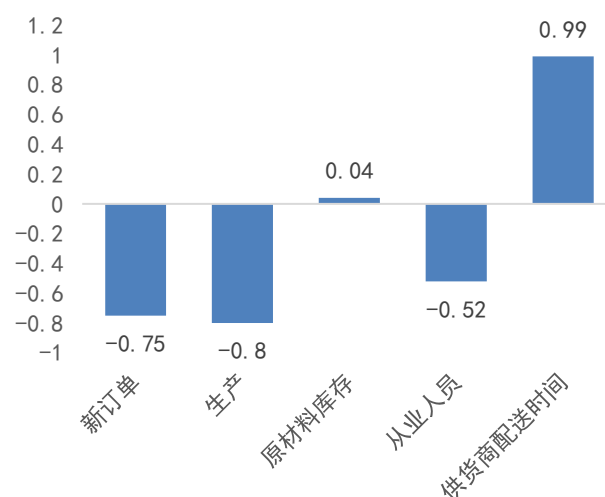
12月制造业PMI仅为47%，低于预期的47.8%，较11月回落1个百分点，连续4个月下滑，创年内新低，也就是说比4月的制造业PMI更低。从计算规则来看，新订单和生产分项合计拉低1.55个百分点，主要的支撑力量来自于供应商配送时间。12月供应商配送时间分项仅为40.1%，较11月下降6.6个百分点，若该分项维持不变，则12月制造业PMI仅为46%。

图 1.1.1：制造业 PMI 连续 4 个月下滑（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：供应商配送时间拉高了制造业 PMI



数据来源：Wind 南华研究

从分项来看，供需双弱，新订单指数回落 2.5 个百分点至 43.9%，生产指数回落 3.2 个百分点至 44.6%，均创今年 4 月以来新低，凸显政策转向后，疫情感染高峰期逼近对企业组织生产和产品需求的影响。从回落幅度来看，对生产的影响略高于对需求的影响。产成品库存分项下降 1.5 个百分点不及新订单指数分项，以此衡量的经济动能进一步走弱。

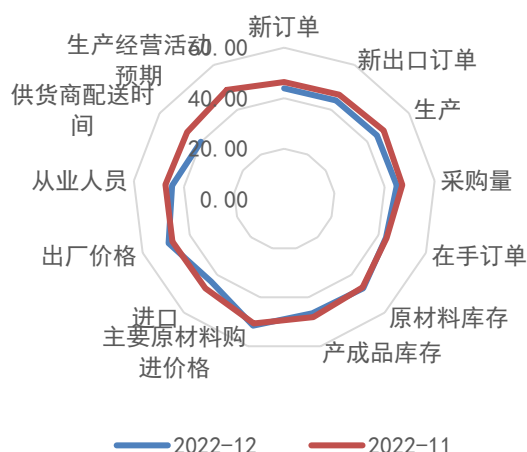
新出口订单下滑 2.5 个百分点至 44.2%，外需下滑已成定局，但疫情影响下供应链的不畅也构成了一定影响。进口分项下滑 3.4 个百分点至 43.7%，内需下滑幅度较外需更加严重。

然而主要原材料购进价格指数分项则逆势上升 0.9 个百分点至 51.6%，成为仅有的仍处于扩张区间的分项，出厂价格上升 1.6 个百分点至 49%，尽管如此，但原材料端较上月上升，而出厂价格则继续处于收缩区间，表明制造业企业成本压力依然较大。

从业人员指数为 44.8%，较上月下降 2.6 个百分点，为 2020 年 3 月以来的最低水平。多地企业到岗率有所下降，影响到企业生产活动。企业调查显示，反映劳动力供给不足的企业比重为 14.2%，较上月上升 6.5 个百分点。

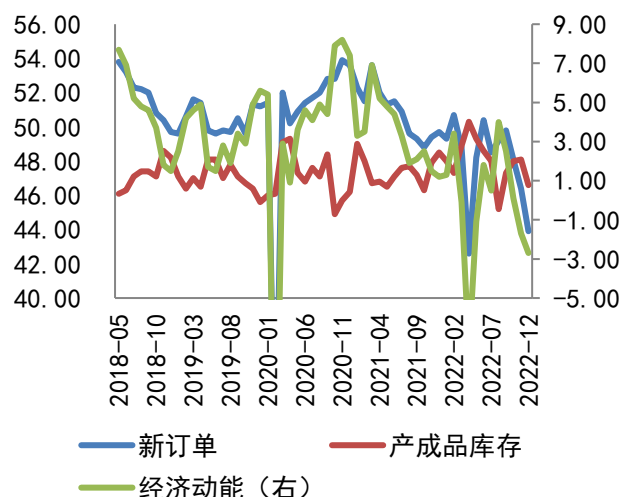
生产经营预期活动指数未公布。

图 1.1.3 各分项指数大多走弱 (%)



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.4 经济动能进一步走弱 (%)



数据来源：Wind 南华研究

分企业类型来看，大中小企业制造业 PMI 全线下跌，其中大企业 PMI 下跌 0.8 个百分点至 48.3%，中企业 PMI 下跌 1.7 个百分点至 46.4%，小企业 PMI 下跌 0.9 个百分点至 44.7%。大企业整体应对能力更强，小企业更为灵活。从绝对值水平来看，小企业制造业 PMI 仅为 44.7%，创 2020 年 2 月以来新低，经营困境可见一斑。

表 1.1.1：大中小型企业制造业 PMI 及分项变化 (%)

名称	大型企业	变化	中型企业	变化	小型企业	变化
制造业 PMI	48.3	-0.8	46.4	-1.7	44.7	-0.9
生产	46.6	-2.8	44.1	-3.7	40.8	-3.5
新订单	46.4	1.9	42.9	0.2	39.8	-2.5
原材料库存	48.9	-3	47.2	0.2	43.2	-2.5
从业人员	44.9	-3	44.2	-2.9	45.4	-1.3
供应商配送时间	40.6	-6.2	40.2	-6.5	38.8	-7.7
新出口订单	46.5	-2.2	41.7	-1.7	38.6	-6
进口	44.7	-2.6	41.5	-3.5	42.3	-9.6
采购量	44.4	-1.6	40.1	-1.3	44.7	-4.7
主要原材料购进价格	52.7	3.5	50.7	0.8	50.4	-4.6
出厂价格	50.3	4.4	47.7	0.3	48.1	-2.3

产成品库存	48.0	-1.2	46.9	-2	43.1	-1.6
在手订单	45.7	0.1	40.5	-2.3	40.9	1.4

数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.5: 大中小型企业制造业 PMI 全线走弱 (%)



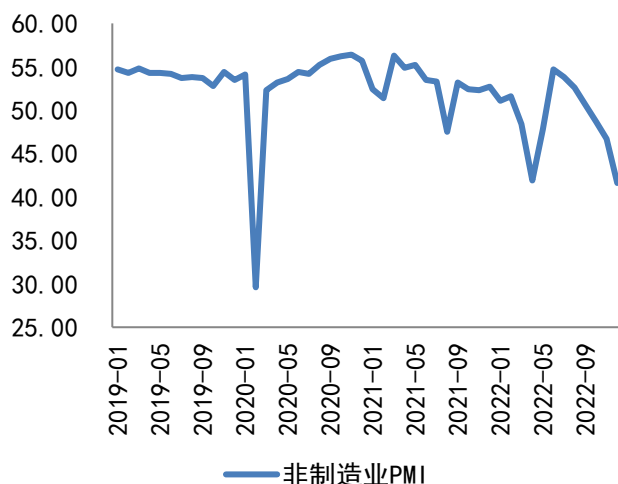
资料来源: Wind 南华研究

1.2. 非制造业 PMI 更为弱势

12月非制造业PMI仅为41.6%，较11月下降5.1个百分点，创2020年2月以来最低水平。分项来看，新订单指数下降3.2个百分点至39.1%，新出口订单指数下降1.6个百分点至44.5%，内外需皆疲弱。投入品价格下降0.7个百分点至49.2%，销售价格指数则下降1.2个百分点至47.5%，销售价格降幅较投入品价格大，企业利润受到挤压。从业人员指数下降2.6个百分点至42.9%，人员到岗不足影响较大。

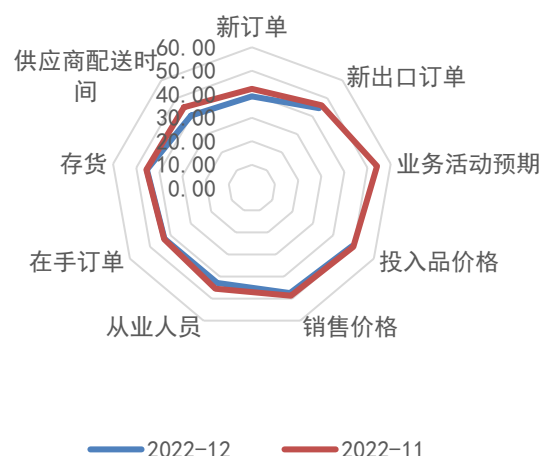
分行业来看，建筑业商务活动指数为54.4%；服务业商务活动指数为39.4%。21个行业中，航空运输业、土木工程建筑业、房屋建筑业、电信广播电视和卫星传输服务业和金融业等6个行业高于50%；建筑安装装饰及其他建筑业、邮政业、批发业、装卸搬运及仓储业和铁路运输业等15个行业低于50%。

图 1.2.1 制造业 PMI 探底 (%)



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2 各分项走弱 (%)



数据来源：Wind 南华研究

1.3. 政策定调更加积极

12 月 30 日，央行公布四季度货币政策例会。从内容上看，更加重视当前的困难，譬如“国内经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。”表述也更加积极，譬如“着力稳增长稳就业稳物价，着力支持扩大内需，着力为实体经济提供更有力的支持”，“保持信贷总量有效增长”，下一阶段则要“加大宏观政策调控力度，大力提振市场信心”。

对于地产行业的表述较多，用词上也突破以往的基调，发力点描述更加具体，明确要做好“改善优质头部房企资产负债状况…做好新市民、青年人等住房金融服务…”。

表 1.2.1：三、四季度货币政策例会内容对比

	四季度例会 1230	三季度例会 0929
前期评价	2022 年以来我国坚持统筹疫情防控和经济社会发展，有效实施宏观政策，最大程度稳住经济社会发展基本盘。 稳健的货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期，切实服务实体经济，有效防控金融风险。 贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币政策传导效率增强，贷款利率明显下降，人民币汇率双向浮动、弹性增强，在合理均	今年以来我国坚持统筹疫情防控和经济社会发展，有效实施宏观政策，最大程度稳住经济社会发展基本盘。 稳健的货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期，切实服务实体经济，有效防控金融风险。 贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币政策传导效率增强，贷款利率稳中有

	衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。	降，人民币汇率预期总体平稳，双向浮动、弹性增强，发挥了宏观经济稳定器功能。
国内外经济金融形势分析	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境动荡不安，国内经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济总体延续恢复发展态势，但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。
政策定调	要坚持稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，	要全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节。
货币政策	加大稳健货币政策实施力度，要精准有力，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，增强信心，攻坚克难，着力稳增长稳就业稳物价，着力支持扩大内需，着力为实体经济提供更有力的支持。 进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。 用好政策性开发性金融工具 重	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，攻坚克难，为实体经济提供更有力的支持，着力稳就业和稳物价，稳定宏观经济大盘。 进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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_50769

