

“凛冬将过”

事件：

12 月 31 日，国家统计局公布 12 月 PMI 指数，制造业 PMI 指数录得 47%、较上月回落 1 个百分点。

点评：

■ 疫情、外需等拖累 PMI 创新低，伴随疫后修复渐近，经济将走出“凛冬”

制造业和非制造业 PMI 均创新低，疫情冲击显著。12 月，制造业和非制造业 PMI 分别录得 47% 和 41.6%、均创 2020 年 3 月以来新低，其中，制造业 PMI 连续 3 个月回落、期间降幅达 3.1 个百分点，降幅超过上半年疫情期间的 2.8 个百分点，生产、新订单和从业人员拖累明显，后者低于 2022 年 4 月水平；与线下活动相关的零售、住宿餐饮、道路运输等景气回落，指向疫情对经济冲击加大。

除疫情冲击外，外需走弱的拖累或进一步加大。12 月，新出口订单较上月回落 2.5 个百分点至 44.2%、仅次于 2022 年 4 月值，不同企业新出口订单均回落，小型企业回落幅度最大、达 6 个百分点，指向外需走弱对出口的拖累加速显现。主要港口集装箱吞吐量、CCFI 等高频指标下滑，透露出类似信号；较早公布的越南 12 月出口同比-14.1%、低于前值的-1.3%，亦指向全球贸易收缩拖累加剧。

低迷数据中亦有积极信号，稳增长仍在“续力”中，叠加疫后修复渐近，经济将走出“凛冬”。尽管疫情对建筑业施工产生影响，建筑业新订单结束连续 3 个月回落，12 月逆势增加 1.9 个百分点，指向稳增长“续力”，落地或在 2023 年初加快。近期高频数据显示，疫情扩散较早的地区经济活动已开始逐步修复，北京、河北等地人流、物流均有回升，高炉开工率、某连锁餐饮等产需指标边际改善。

重申观点：疫情冲击、出口加速下滑等因素共振下，经济短期或仍有下行惯性。但展望 2023 年，经济不宜过于悲观，全年 GDP 增速或在 5.5% 左右；宏观主线转向内需增长为主，驱动包括：新时代“朱格拉周期”启动带来的制造业投资强劲，稳增长“续力”带来的基建投资韧性，疫后修复及地产链的拖累减弱等。

■ 常规跟踪：制造业产需继续走弱，服务业和建筑业拖累非制造业 PMI 回落

制造业 PMI 产需继续走弱，产成品库存下降、原材料库存累积。12 月，制造业 PMI 较上月回落 1 个百分点至 46%，其中，生产回落 3.2 个百分点至 44.6%，新订单回落 2.5 个百分点至 43.9%；产成品库存连续 3 个月累积后首次回落、12 月较上月回落 1.5 个百分点至 46.6%，同时采购量持续下降、原材料库存有所累积。

不同企业景气均回落，中小型企业回落较大。12 月，大、中、小型企业 PMI 分别回落 0.8、1.7 和 0.9 个百分点至 48.3%、46.4% 和 44.7%，其中大型企业 PMI 仍高于 2022 年 4 月值，而中、小型企业创 2020 年 3 月以来新低；主要分项来看，中型企业生产和新订单回落幅度较大，小型企业新出口订单回落幅度最大。

非制造业 PMI 加速回落，服务业和建筑业 PMI 均有拖累。12 月，非制造业 PMI 较上月回落 5.1 个百分点至 41.6%，其中，服务业 PMI 连续下滑 6 个月、12 月较上月下降 5.7 个百分点至 39.4%；建筑业 PMI 连续 3 个月回落、12 月回落 1 个百分点至 54.4%，除受疫情对劳动力和施工的影响，也受到地产低迷拖累。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

- 1、疫情、外需等拖累 PMI 创新低，伴随疫后修复渐近，经济将走出“凛冬” .3
- 2、常规跟踪：制造业供需继续走弱，服务业和建筑业拖累非制造业回落.....4

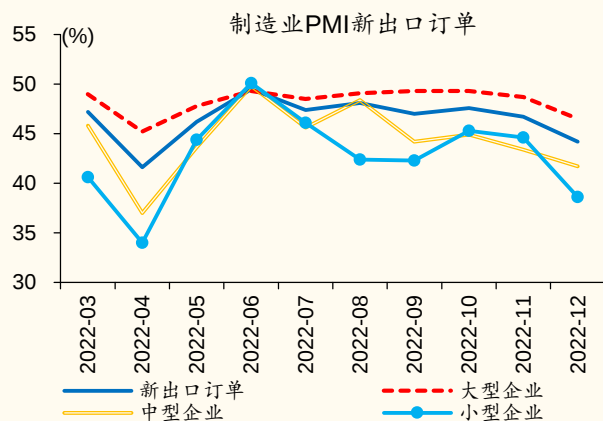
图表目录

图表 1：制造业和非制造业 PMI 持续回落	3
图表 2：12 月，PMI 从业人员显著下降	3
图表 3：制造业 PMI 新出口订单回落	3
图表 4：12 月，越南出口降幅扩大	3
图表 5：建筑业 PMI 新订单逆势回升	4
图表 6：北京、河北货运物流见底回升.....	4
图表 7：北京地铁客运量见底回升.....	4
图表 8：某餐饮连锁全国流水恢复强度回升.....	4
图表 9：12 月，制造业 PMI 超季节性下降	5
图表 10：12 月，PMI 多数分项均回落	5
图表 11：12 月，不同企业 PMI 均回落	5
图表 12：12 月，中小型企业 PMI 产、需回落幅度较大.....	5
图表 13：12 月，非制造业 PMI 加速回落.....	6
图表 14：近期，沥青开工率持续回落.....	6

1、疫情、外需等拖累 PMI 创新低，伴随疫后修复渐近，经济将走出“凛冬”

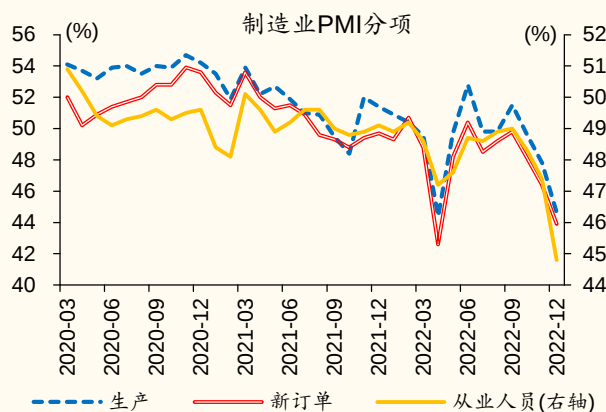
制造业和非制造业 PMI 均创新低，疫情冲击显著。12 月，制造业和非制造业 PMI 分别录得 47% 和 41.6%，均创 2020 年 3 月以来新低，其中，制造业 PMI 连续 3 个月回落、期间降幅达 3.1 个百分点，降幅超过上半年疫情期间的 2.8 个百分点，生产、新订单和从业人员拖累明显，且后者低于 2022 年 4 月水平；与线下活动相关的零售、住宿餐饮等景气明显回落，皆指向疫情对经济冲击加大。

图表 1：制造业和非制造业 PMI 持续回落



来源：Wind、国金证券研究所

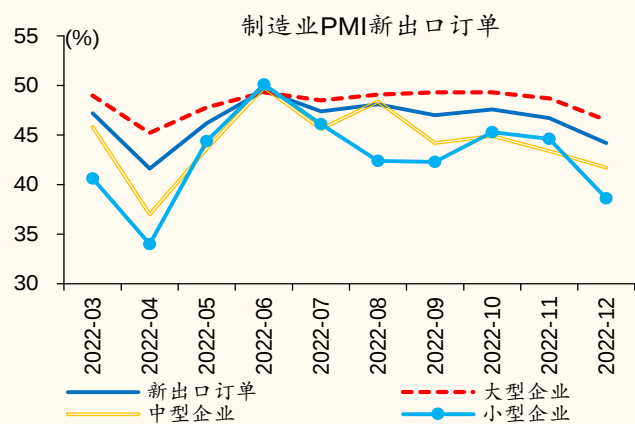
图表 2：12 月，PMI 从业人员显著下降



来源：Wind、国金证券研究所

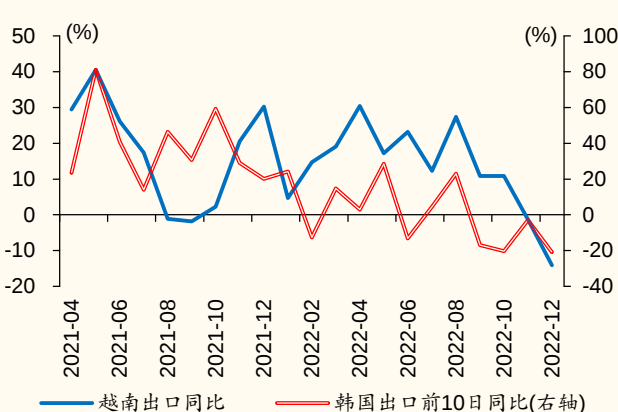
除疫情冲击外，外需走弱的拖累或进一步加大。12 月，新出口订单较上月回落 2.5 个百分点至 44.2%，仅次于 2022 年 4 月值，不同企业新出口订单均回落，小型企业回落幅度最大、达 6 个百分点，指向外需走弱对出口的拖累加速显现。主要港口集装箱吞吐量、CCFI 等高频指标下滑，透露出类似信号；较早公布的越南 12 月出口同比-14.1%、低于前值的-1.3%，指向全球贸易收缩的拖累加剧。

图表 3：制造业 PMI 新出口订单回落



来源：Wind、国金证券研究所

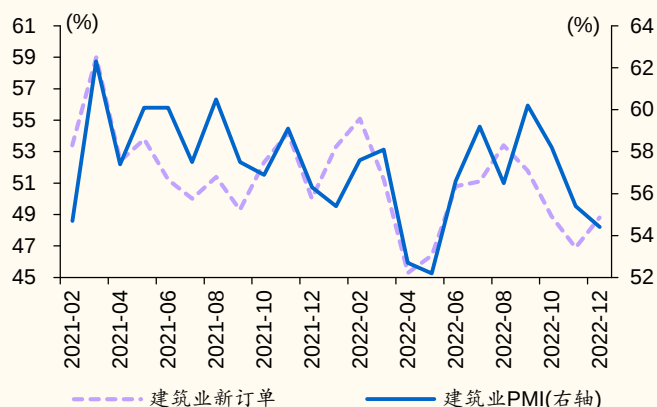
图表 4：12 月，越南出口降幅扩大



来源：Wind、国金证券研究所

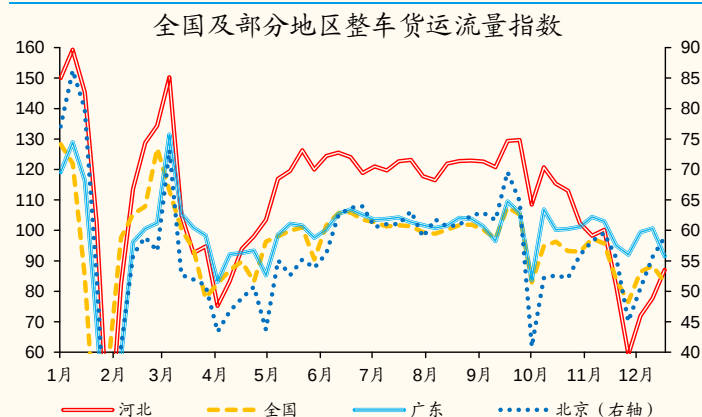
低迷数据中亦有积极信号，稳增长仍在“续力”中，叠加疫后修复渐近，经济将走出“凛冬”。尽管疫情对建筑业施工产生影响，建筑业新订单结束连续 3 个月回落，12 月逆势增加 1.9 个百分点，指向稳增长“续力”，落地或在 2023 年初加快。近期高频数据显示，疫情扩散较早的地区经济活动已开始逐步修复，北京、河北等地人流、物流均有回升，高炉开工率、某连锁餐饮等产需指标边际改善。

图表 5：建筑业PMI新订单逆势回升



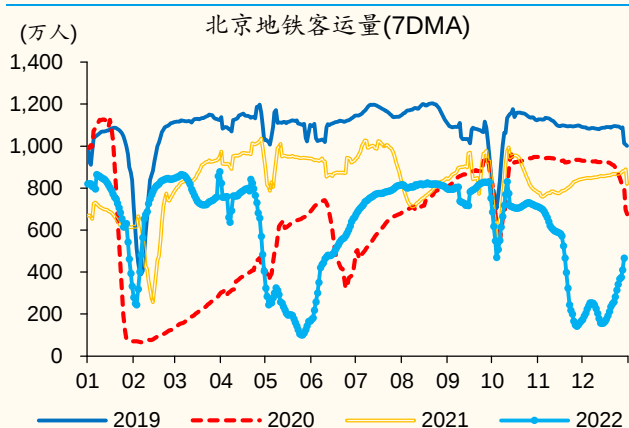
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：北京、河北货运物流见底回升



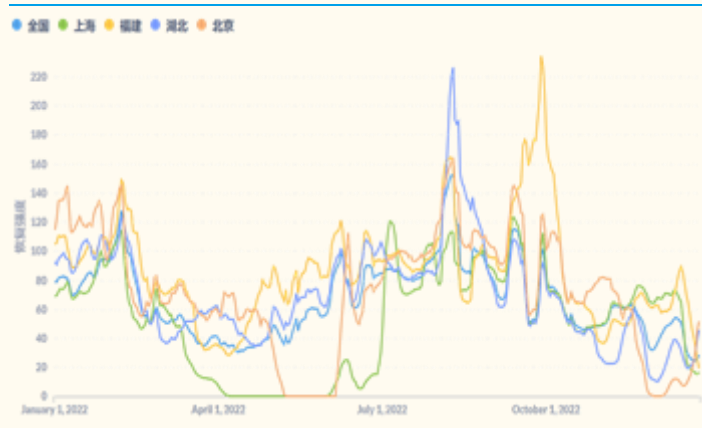
来源：G7 物联、国金证券研究所

图表 7：北京地铁客运量见底回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：某餐饮连锁全国流水恢复强度回升



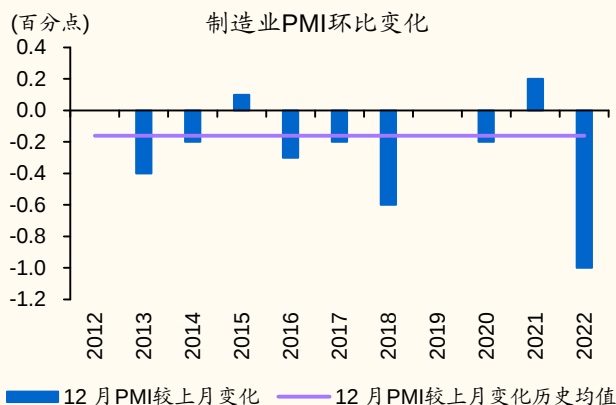
来源：国金数字未来 Lab、国金证券研究所

重申观点：疫情冲击、出口加速下滑等因素共振下，经济短期或仍有下行惯性。但展望 2023 年，经济不宜过于悲观，全年 GDP 增速或在 5.5% 左右；宏观主线转向内需增长为主，驱动包括：新时代“朱格拉周期”启动带来的制造业投资强劲，稳增长“续力”带来的基建投资韧性，疫后修复及地产链的拖累减弱等（详情参见《2023 年，新时代“朱格拉周期”元年》）。

2、常规跟踪：制造业产需继续走弱，服务业和建筑业拖累非制造业回落

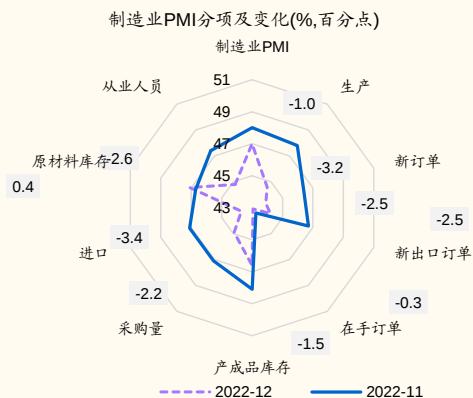
制造业 PMI 产需继续走弱，产成品库存下降、原材料库存累积。12 月，制造业 PMI 较上月回落 1 个百分点至 46%，其中，生产回落 3.2 个百分点至 44.6%，新订单回落 2.5 个百分点至 43.9%；产成品库存连续 3 个月累积后首次回落、12 月较上月回落 1.5 个百分点至 46.6%，采购量持续下降、原材料库存有所累积。

图表 9: 12月, 制造业PMI超季节性下降



来源: Wind、国金证券研究所

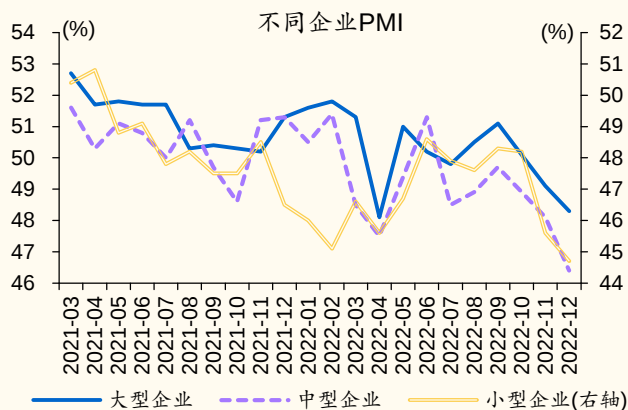
图表 10: 12月, PMI多数分项均回落



来源: Wind、国金证券研究所

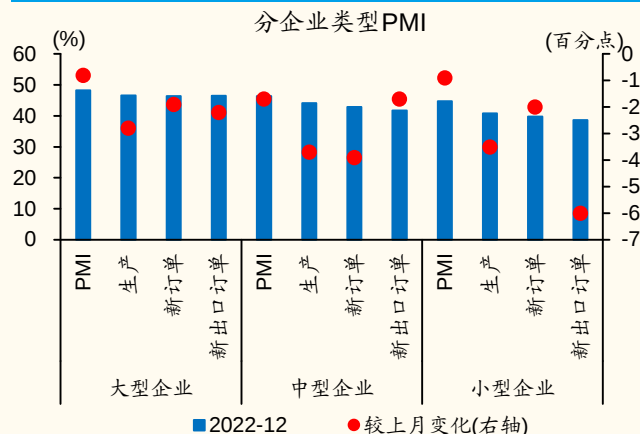
不同企业景气均回落, 中小型企业回落较大。12月, 大、中、小型企业 PMI 分别回落 0.8、1.7 和 0.9 个百分点至 48.3%、46.4%和 44.7%, 其中大型企业 PMI 仍高于 2022 年 4 月值, 而中、小型企业创 2020 年 3 月以来新低; 主要分项来看, 中型企业生产和新订单回落幅度较大, 小型企业新出口订单回落幅度最大。

图表 11: 12月, 不同企业PMI均回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 12月, 中小型企业PMI产、需回落幅度较大



来源: Wind、国金证券研究所

非制造业 PMI 加速回落, 服务业和建筑业 PMI 均有拖累。12月, 非制造业

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_50781

