

核心观点

韦志超
首席经济学家
SAC 执证编号: S0110520110004
weizhichao@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152692

黄煜阳
研究助理
huangyuyang@sczq.com.cn
电话: 86-10-81152672

相关研究

- 宏观经济周报: 疫情快速攀升, 市场情绪低迷
- 国内提振信心, 海外加息放缓
- 11 月经济数据: 基本面仍弱, 预期向好

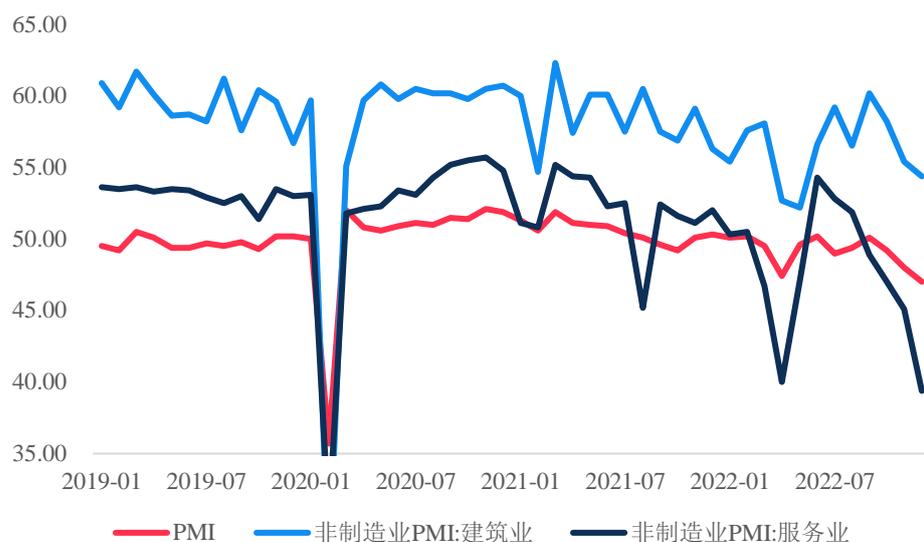
- **经济再度探底, 12 月比 4 月更弱。**12 月 PMI 读数反映了经济低迷的情形, 制造业、建筑业、服务业 PMI 分别录得 47.0%、54.4% 和 39.4%, 较前值分别下降 1.0、1.0 和 5.7 个百分点。制造业和服务业比 4 月更弱, 显示经济再度探底。在 PMI 构成中排除疫情期间失真的供货商配送时间, 结果同样显示本轮疫情对经济的影响比 4 月更大。
- **PMI 全面走弱, 服务业相比于制造业和建筑业更弱。**在疫情过渡阶段, 服务业首当其冲。生产走弱的同时, 需求也在全面收缩。12 月新订单、新出口订单、在手订单 PMI 分别录得 43.9%、44.2%、43.1%, 较前值分别下降 2.5、2.5、0.3 个百分点。倒算的国内订单指数为 43.8%, 较前值下降 2.5 个百分点, 内外需下降的幅度相当。
- **经济边际回升, 股市周内微涨。**高频数据反映经济在触底回升, 12 月可能是经济的一个底部。随着经济边际好转, 万得全 A 和南华工业品指数周内分别上涨 1.5% 和 2.9%, 中债 10 年期国债收益率上行 1 个 BP。风格指数方面, 成长上涨幅度明显高于消费, 可能反映了从放开预期转到放开现实, 市场在等待强力催化剂。
- **预期转向现实。**虽然 2023 年元旦国内出游人次为 2019 年同期的 42.8%, 仅好于 2020 年疫情之后的清明假期, 但是近期多个城市开始显示修复迹象, 最早受到冲击的城市如保定等已率先开始恢复, 后续经济逐渐修复的确定性较大。
- **后市展望。**A 股经过一段时间的调整, 估值已有充分优势, 且基本面和风险偏好的修复仍在进行, 随着防疫政策调整到位, 市场将从博弈预期转向跟踪现实, 从近期政策定调来看, 经济修复概率大, 因此可以对股市乐观, 对债市保守。10 年国债收益率中枢有望升至 3.0%-3.1%, 趋势比较明确, 短期可能在 2.9% 左右波动。股债变化的时点均难以准确判断, 需提前布局。

风险提示: 疫情发展超预期; 政策不及预期; 海外扰动超预期

1 经济再度探底，12月比4月更弱

12月经济走弱在意料之中，PMI 读数反映了经济低迷的情形，制造业 PMI、建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 47.0%、54.4%和 39.4%，较前值分别下降 1.0、1.0 和 5.7 个百分点。制造业 PMI 和服务业 PMI 指标比 4 月更弱，经济再度探底。

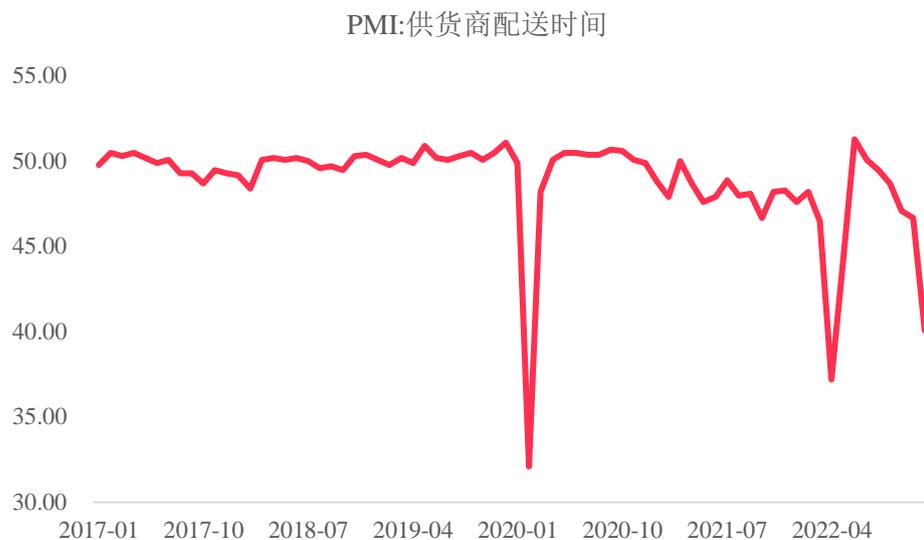
图 1：经济再度探底（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

进一步排除 PMI 的结构性因素。通常情况下，供货商配送时间 PMI 越小意味着配送时间越长，反映经济需求较好，因此“100-供货商配送时间”对 PMI 数据贡献更大。但是在疫情扰动下，该读数失去了指向意义。因此，通过构造不含供货商配送时间的 PMI 来观察经济运行情况。

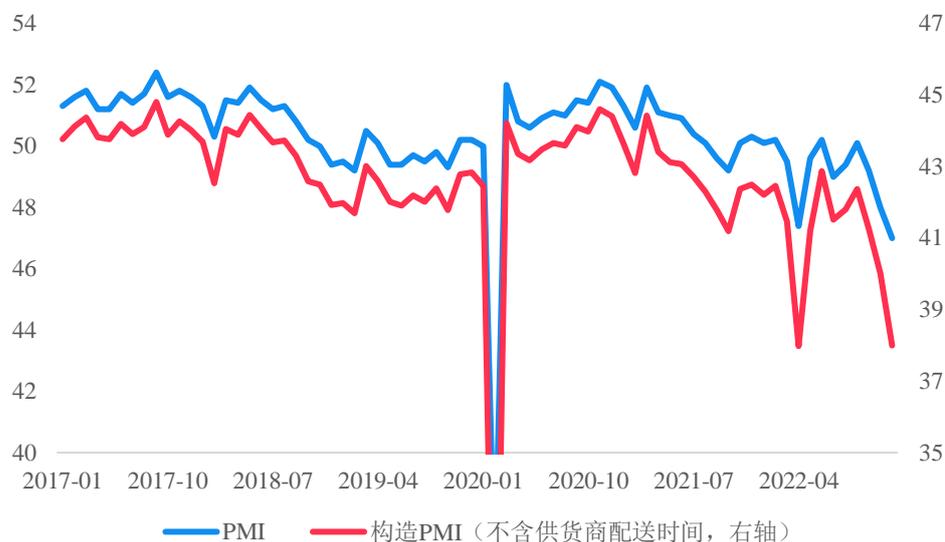
图 2：供货商配送时间失去指示意义



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

相较于原 PMI，重新构造的 PMI 显示 12 月经济情况环比 11 月恶化程度更深，且数值与 4 月份的读数一样，均为 38.0%，再次探底。因此，在一定范围内排除掉 PMI 数据的结构性因素之后，本轮疫情对经济的冲击仍然不弱于 4 月疫情。

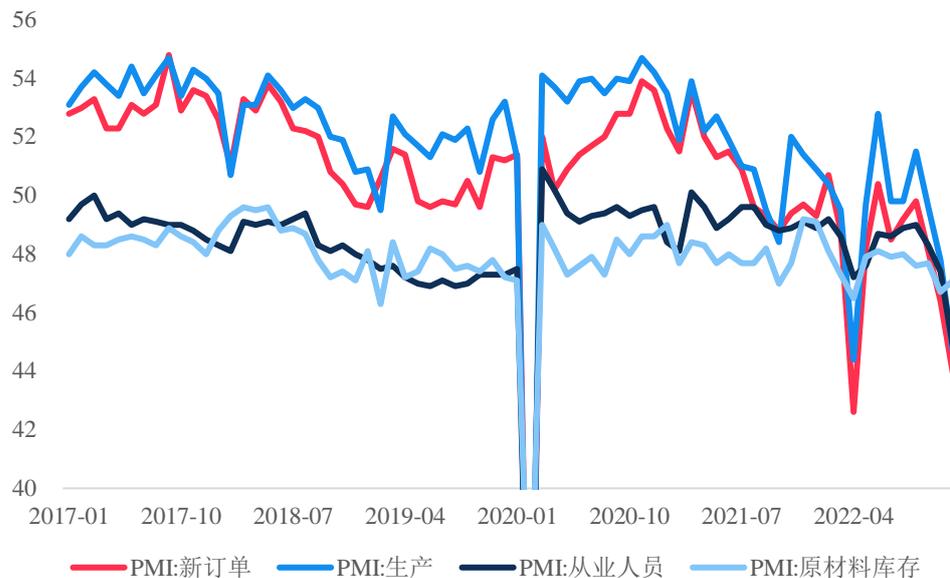
图 3：构造制造业 PMI（不含供货商配送时间）



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

制造业 PMI 分项普遍走低，其中生产 PMI、从业人员 PMI、新订单 PMI 分别录得 44.6%、44.8%、43.9%，较前值分别下降 3.2、2.6、2.5 个百分点。

图 4：制造业 PMI 分项普遍走弱 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

生产走弱的同时，需求也在全面收缩。12月新订单 PMI、新出口订单 PMI、在手订单 PMI 分别录得 43.9%、44.2%、43.1%，较前值分别下降 2.5、2.5、0.3 个百分点。

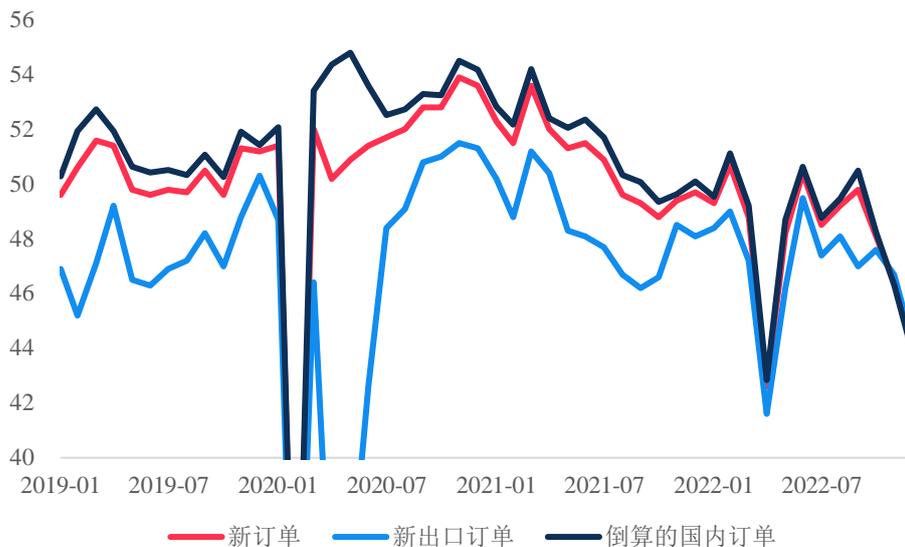
图 5：订单全面走弱



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

将 PMI 新订单指数拆解为新出口订单 PMI 和国内订单 PMI，12月倒算的国内订单指数为 43.8%，较前值下降 2.5 个百分点，内外需下降的幅度相同。

图 6：内外需走弱程度相当



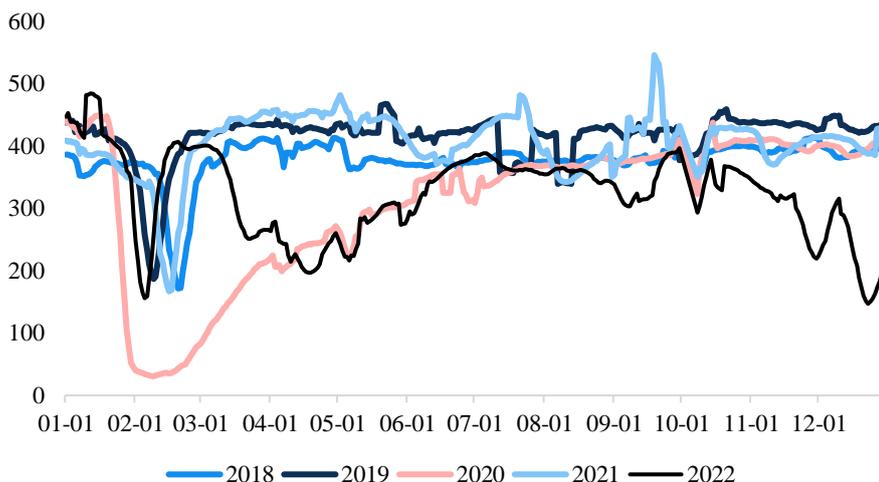
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 经济边际修复，市场等待催化

高频数据反映经济在触底回升，全国主要城市地铁平均客运量和整车货流指数从 12 月下旬开始有所反弹，12 月可能是经济的一个底部。

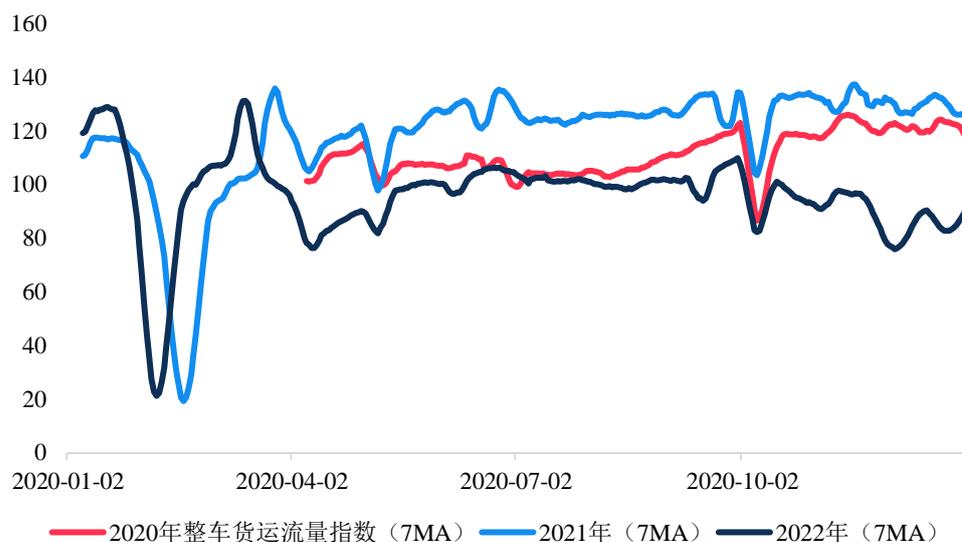
图 7：全国主要城市地铁平均客运量 12 月低点比 4 月低点更小

全国主要城市地铁平均客运量：7MA



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

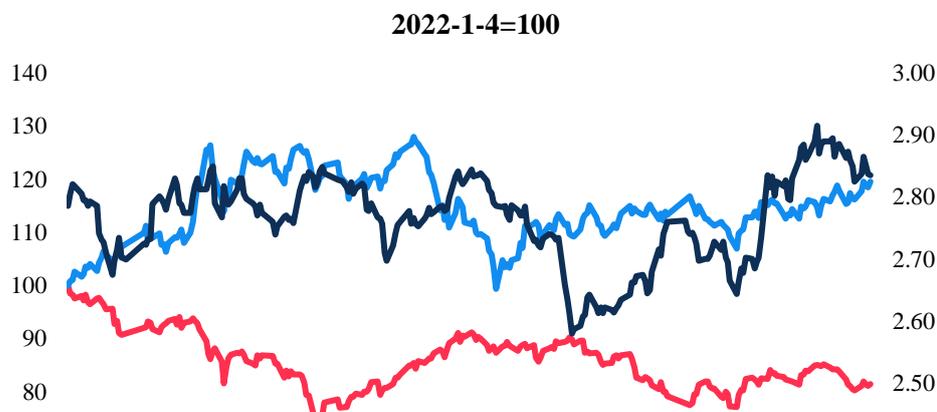
图 8：整车物流指数走弱



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

随着经济边际修复，万得全 A 和南华工业品指数周内分别上涨 1.5%和 2.9%，中债 10 年期国债收益率上行 1 个 BP。

图 9：股债商走势



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_50955

