

超季节性收缩

——宏观经济研究周报

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

2023 年 1 月 2 日

12 月 PMI47，呈现超季节性收缩。从历史上来看，12 月 PMI 通常处于年内较低位置。与 2009 年以来各 12 月 PMI 相比，本年 12 月 PMI 为最低值。生产与需求双双疲软说明目前经济运行压力较大。由于春节位于 1 月，预计下月 PMI 也难以出现较大幅度的修复，未来两月的经济数据或继续下行。

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

制造业 PMI

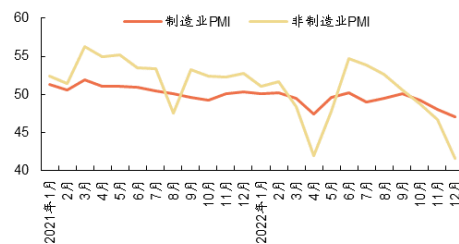
- ◆ 与历史均值差距走阔。12 月制造业 PMI47，前值 48，低于荣枯线并连续三个月下降，低于历史均值 4 个百分点，在充分考虑季节性的基础上绝对值仍然偏弱。
- ◆ 排名历史末位。12 月 PMI 在近 14 年中排名末位，为历年 12 月中最弱。与 2022 年其他各月份相比，12 月 PMI 也为年内最低值，疫情管控优化以及稳增长政策发力尚需时间。
- ◆ 新订单、出口新订单指数年内次低。12 月新订单 PMI43.9，在近 14 年中排名末位，前值 46.4，新订单规模环比降幅有扩大趋势。新出口订单 PMI44.2，为年内次低，在近 14 年中排名末位，未来高息环境对海外需求的挤压或将导致新出口订单指数持续低于荣枯线。
- ◆ 缺乏新订单支撑，在手订单持续消耗。12 月在手订单 PMI43.1，在近 14 年中排名末位，前值 43.4。在手订单规模环比继续收缩，但指数下降幅度趋缓，指示生产降速。
- ◆ 库存去化力度加大。产成品库存 PMI46.6，在近 14 年中排名第 8 位，前值 48.1，库存去化速度加快。结合新订单指数的疲软，企业仍处于“主动去库存”阶段。
- ◆ 生产 PMI 处于历史低位。12 月生产 PMI44.6，在近 14 年中排名末位，前值 47.8，环比降幅继续扩大。1 月受春节影响，预计生产 PMI 将继续下降。
- ◆ 原材料 PMI 回升传递生产降速信号。12 月原材料库存 PMI47.1，较前值 46.7 小幅修复。在生产大幅降速的情景下，企业对原材料的消耗也同比减少，表现为 PMI 降幅收窄。
- ◆ 库存大幅去化下出厂价格的成本弹性增加。12 月出厂价格 PMI49，较前值 47.4 小幅提升。企业预期需求疲软，降价处理在手订单和库存，表现为出厂价格 PMI 低于荣枯线。但库存去化影响下出厂价格的成本弹性增加，12 月原材料价格 PMI51.6，前值 50.7，成本环比上涨，带动出厂价格环比降幅收窄。

非制造业 PMI

- ◆ 非制造业景气度弱于季节性，行业分化。12 月非制造业 PMI41.6，在近 14 年中排名末位，前值 46.7。从趋势上来看，PMI 连续 6 个月下降，10 月以来环比持续收缩。非制造业景气度内部分化显著，建筑业 PMI54.4，全年保持在荣枯线以上；服务业 PMI39.4，环比走低。
- ◆ 新订单 PMI 反映行业需求疲软。12 月建筑业新订单 PMI48.8，前值 46.9，低于荣枯线与历史 12 月平均水平，需求收缩开始显现。12 月服务业新订单 PMI37.4，大幅低于历史均值，前值 41.4，预计 1 月服务业经营压力缓解幅度不大。

风险提示：需求超预期修复、生产超预期回暖。

制造业和非制造业 PMI



资料来源：wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《预期内的回落——10 月美国通胀数据点评》2022-11-11
- 2、《短期扰动难阻趋势回归——宏观经济研究周报》2022-11-15
- 3、《还原汇率指数 捕捉逆周期因子——宏观经济研究周报》2022-11-27
- 4、《中间价形成机制隐含的汇率预测方法——宏观经济研究周报》2022-12-11
- 5、《探底途中——宏观经济研究周报》2022-12-18
- 6、《战在新一轮周期的起点——宏观经济研究周报》2022-12-25

内容目录

1. 制造业 PMI	3
1.1 综合指数	3
1.2 需求端	3
1.3 生产端	4
2. 非制造业 PMI	5
3. 风险提示	6

图表目录

图 1: 2021-22 年各月 PMI	3
图 2: 2009-21 年各月 PMI 均值及 2022 年各月 PMI	3
图 3: 2020 年-22 年各月新订单 PMI	3
图 4: 2020-22 年各月新出口订单 PMI	3
图 5: 2020-22 年各月在手订单 PMI	4
图 6: 2020-22 年各月产成品库存 PMI	4
图 7: 2009-21 年各月生产 PMI 均值及 22 年各月生产 PMI	4
图 8: 2020 年-22 年各月原材料库存 PMI	4
图 9: 2016-22 年 12 月出厂价格 PMI	4
图 10: 2022 年各月出厂价格和原材料价格 PMI	4
图 11: 2022 年各月非制造业 PMI	5
图 12: 2009-22 年 12 月非制造业 PMI	5
图 13: 2009-22 年建筑业新订单 PMI	5
图 14: 2012-2022 年服务业新订单 PMI	5

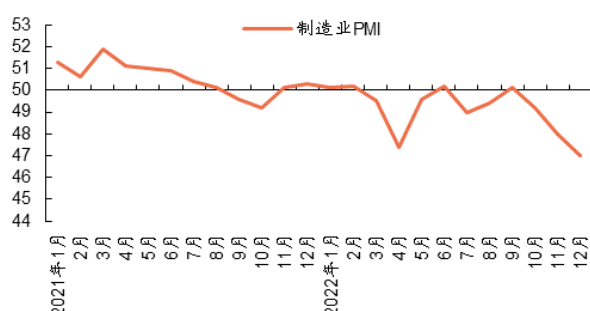
1. 制造业 PMI

1.1 综合指数

与历史均值差距走阔。12月制造业 PMI47，前值 48（图 1），低于荣枯线并连续三个月下降。根据历史数据，年内 PMI 走势有比较强的季节性，春秋季气候适宜，普遍为 PMI 高峰，而年末、春节多为年内低谷（图 2）。12月 PMI 低于历史均值 4 个百分点，在充分考虑季节性的基础上绝对值仍然偏弱。

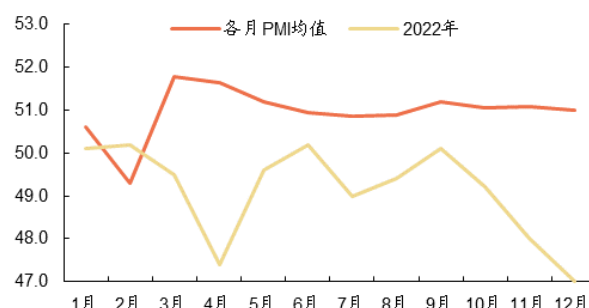
排名历史末位。12月 PMI 在近 14 年中排名末位，为历年 12 月中最弱。与 2022 年其他各月份相比，12月 PMI 也为年内最低值，疫情管控优化以及稳增长政策发力尚需时间。由于 2023 年春节位于 1 月，预计下月 PMI 也难以出现较大程度的修复，未来两月的经济数据或继续下行。

图1：2021-22 年各月 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2009-21 年各月 PMI 均值及 2022 年各月 PMI

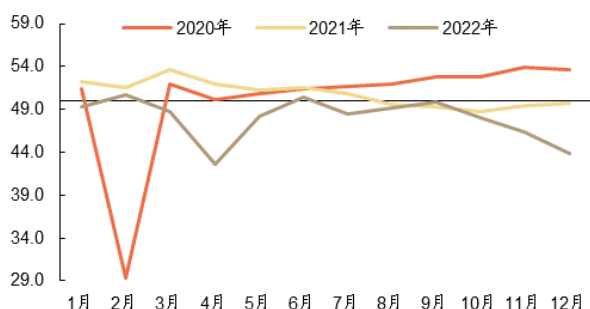


资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 需求端

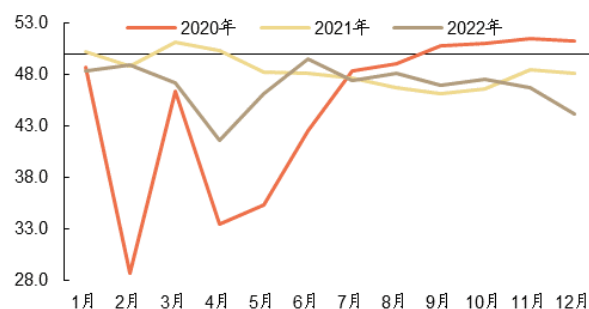
新订单、出口新订单指数年内次低。12月新订单 PMI43.9，前值 46.4，新订单规模环比降幅有扩大趋势（图 3）。与历史相比，新订单 PMI 在近 14 年中排名末位，需求进一步收缩。新出口订单 PMI44.2，为年内次低（图 4），在近 14 年中排名末位，未来高息环境对海外需求的挤压或将导致新出口订单指数持续低于荣枯线。

图3：2020 年-22 年各月新订单 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：2020-22 年各月新出口订单 PMI



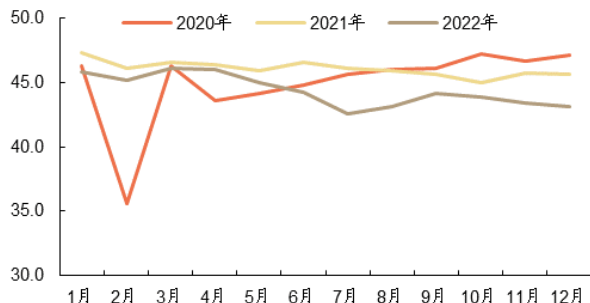
资料来源：Wind，申港证券研究所

缺乏新订单支撑，在手订单持续消耗。12月在手订单 PMI43.1，在近 14 年中排名末位，前值 43.4（图 5）。在手订单规模环比继续收缩，但指数下降幅度趋缓，指示

生产降速。

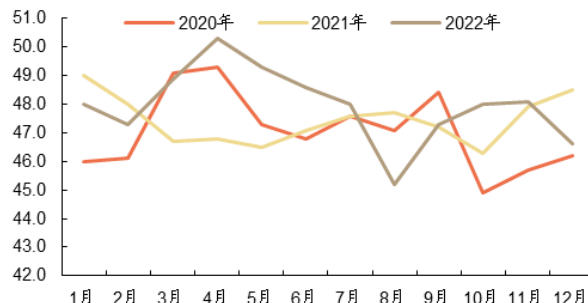
库存去化力度加大。产成品库存 PMI46.6，在近 14 年中排名第 8 位，前值 48.1（图 6），库存去化速度加快。结合新订单指数的疲软，企业仍处于“主动去库存”阶段。

图5：2020-22 年各月在手订单 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：2020-22 年各月产成品库存 PMI



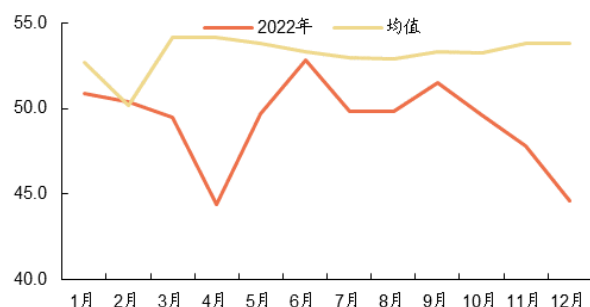
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 生产端

生产 PMI 处于历史低位。12 月生产 PMI44.6，在近 14 年中排名末位，前值 47.8，环比降幅继续扩大（图 7）。1 月受春节影响，预计生产 PMI 将继续下降。

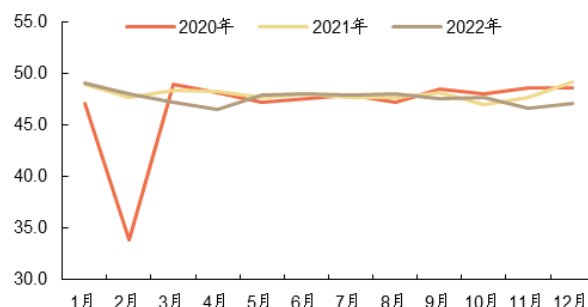
原材料 PMI 回升传递生产降速信号。12 月原材料库存 PMI47.1，较前值 46.7 小幅修复（图 8）。在生产大幅降速的情景下，企业对原材料的消耗也同比减少，表现为 PMI 降幅收窄。

图7：2009-21 年各月生产 PMI 均值及 22 年各月生产 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：2020 年-22 年各月原材料库存 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

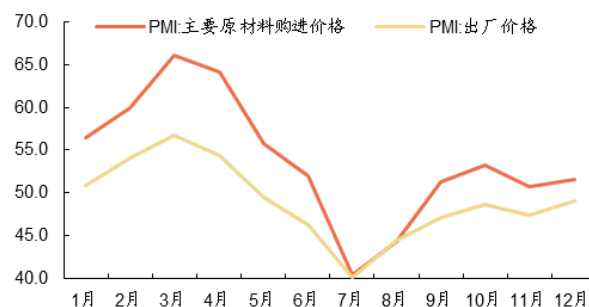
库存大幅去化下出厂价格的成本弹性增加。12 月出厂价格 PMI49，较前值 47.4 小幅提升（图 9）。企业预期需求疲软，降价处理在手订单和库存，表现为出厂价格 PMI 低于荣枯线。但库存去化影响下出厂价格的成本弹性增加，12 月原材料价格 PMI51.6，前值 50.7，成本环比上涨，带动出厂价格环比降幅收窄。

图9：2016-22 年 12 月出厂价格 PMI

图10：2022 年各月出厂价格和原材料价格 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

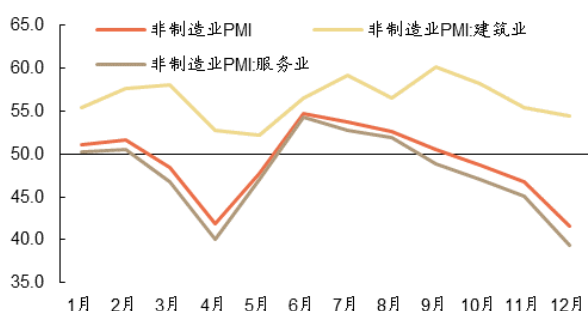


资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 非制造业 PMI

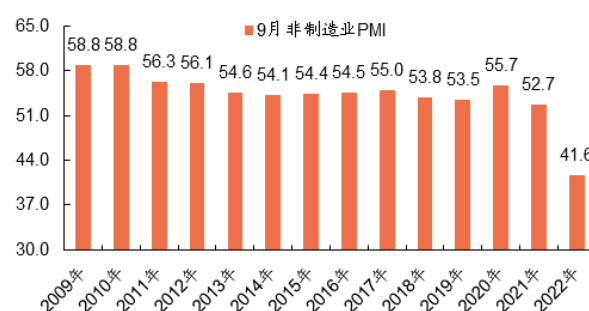
非制造业景气度弱于季节性，行业分化。12月非制造业 PMI41.6，在近14年中排名末位，前值46.7（图12）。从趋势上来看，PMI连续6个月下降，10月以来环比持续收缩（图11）。非制造业景气度内部分化显著，建筑业 PMI54.4，全年保持在荣枯线以上；服务业 PMI39.4，景气度环比走低（图11）。

图11: 2022年各月非制造业 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 2009-22年12月非制造业 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

新订单 PMI 反映行业需求疲软。12月建筑业新订单 PMI48.8，前值46.9，低于荣枯线与历史12月平均水平（图13），需求收缩开始显现。12月服务业新订单 PMI37.4，大幅低于历史均值，前值41.4，预计1月服务业经营压力缓解幅度不大（图14）。

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_50728

