

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

寒冬将过，经济回暖可期

2023年1月1日

- **供需再受疫情感染的短期冲击。**12月上旬起，疫情防控措施迎来变化，制造业再受一轮新冠感染的冲击。其中，生产、需求、就业端的表现都比较弱。第一，在新一轮疫情感染冲击下，制造业生产、新订单和新出口订单都明显走弱。第二，企业利润空间仍受压缩，原材料采购和库存消耗都变慢。制造业企业主要原材料的采购量下降，说明原材料库存指数的上升可能是企业生产活动下滑导致原材料库存消耗变慢。第三，受疫情感染的短期影响，制造业从业人员指数持续下行，劳动力供应不足的现象更加普遍。第四，大中小企业景气度进一步下探，其中，中型企业PMI下降的幅度最大。
- **疫情扰动接近尾声，服务业加快探底运行。**12月非制造业景气水平持续下探主要受新冠病毒大范围感染影响，导致企业生产经营人员下滑。分行业看，1) 服务业景气度深度下挫，创年内新低。从供给端来看，受新冠病毒大范围感染影响，服务业企业用工景气度回落；从需求端来看，服务业市场需求有所减少。往后看，随着疫情防控政策的逐步优化，加之春节临近，社会面人员流动性将逐步改善，餐饮、住宿、文体娱乐以及旅游相关的接触型消费需求在经历短暂阵痛后，将呈现探底回升走势。2) 积极政策支持建筑业景气度高位运行。12月建筑业总体继续保持增长。在推动重大项目建设等各项政策措施带动下，土木工程建筑业企业保持较快施工进度。往后看，投资需求有望继续释放潜力，支撑建筑业维持较高景气水平。
- **寒冬将过，经济回暖可期。**随着疫情防控政策优化，明年经济或将逐步回暖，在春节后经济或将步入正轨。一是疫情感染峰值过后，企业生产经营活动或向正常区间靠拢。12月新冠病毒大范围感染导致企业生产经营活动放缓。目前，防疫措施已经优化，感染峰值过后，明年经济或将逐渐恢复，但明年1月修复的幅度可能有限。根据统计局新闻，调查中多数企业认为，随着疫情形势逐步好转，后期市场走势有望回暖。这显示出企业对市场回暖有信心。二是政策发力扩内需，助力消费活力和潜力不断释放。进入12月，疫情防控政策逐步优化后，沈阳、海口、武汉、上海、广州等多地已发放或计划发放新一批消费券，以加快促进消费市场持续恢复。明年在各项利好因素的带动下，内需将加速修复，明年经济有望重回5%左右。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

目 录

一、供需再受疫情感染的短期冲击	3
二、疫情扰动接近尾声，服务业加快探底运行	6
三、寒冬将过，经济回暖可期	8
风险因素	9

图 目 录

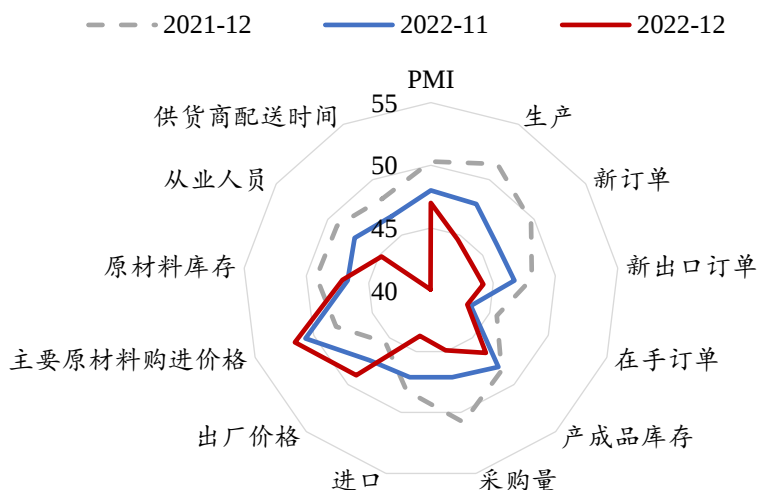
图 1：12 月制造业生产、需求、就业端的表现都较弱	3
图 2：12 月制造业 PMI 的生产、需求、就业端都表现较差	3
图 3：12 月产需两端再度走弱	4
图 4：12 月企业利润空间继续收缩	4
图 5：12 月原材料库存上升，产成品库存下降	5
图 6：大中小企业景气度进一步下降，均在荣枯线下	5
图 7：12 月的经济动能走弱	6
图 8：12 月服务业深度下挫	7
图 9：受天气影响，12 月水泥发运率继续下降	7
图 10：12 月石油沥青开工率受到部分影响	8
图 11：12 月我国企业生产经营活动总体有所放缓	9

一、供需再受疫情感染的短期冲击

12月上旬起，疫情防控措施迎来变化，制造业再受一轮新冠感染的冲击。12月制造业PMI录得47.0%，较11月回落了1个百分点。其中，生产、需求、就业端的表现都比较弱。

第一，在新一轮疫情感染冲击下，制造业生产和需求再度走弱。12月起，全国各大城市陆续迎来感染冲击。受感染扩散的影响，12月制造业生产PMI为44.6%，比11月下降了3.2个百分点。需求方面，制造业新订单PMI为43.9%，比11月下降了2.5个百分点，新出口订单分项也下降2.5个百分点，回落至44.2%，这显示出外需延续弱势。

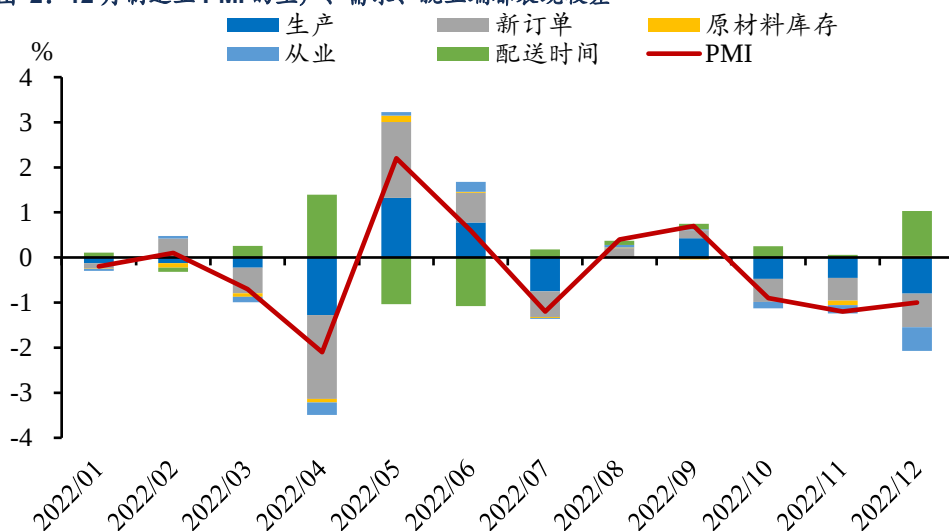
图 1：12月制造业生产、需求、就业端的表现都较弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

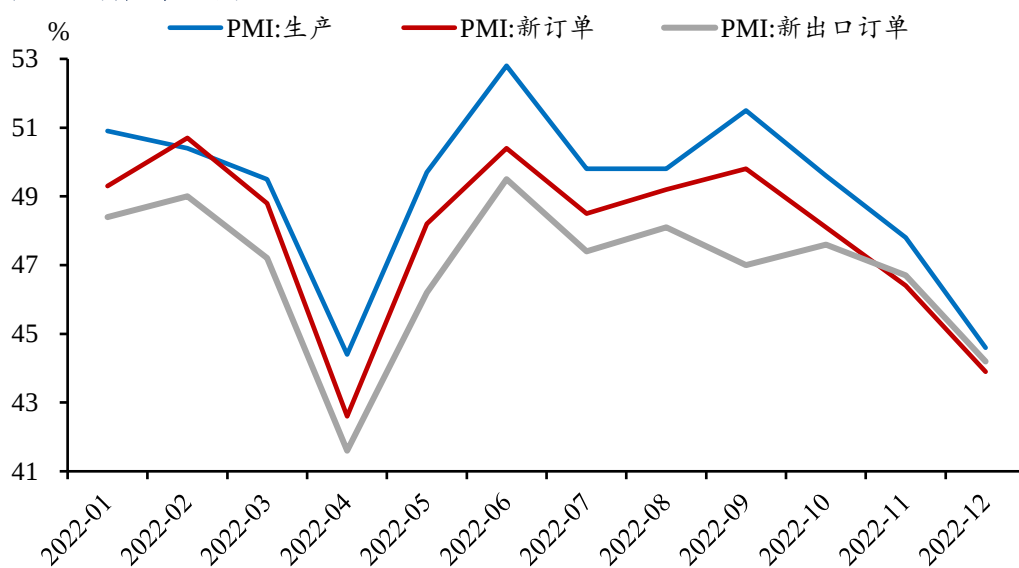
第二，企业利润空间仍受压缩，原材料采购和库存消耗都变慢。12月原材料购进价格和出厂价格都有上升，其中原材料价格指数处于扩张区间，而出厂价格指数处于收缩区间，显示企业的盈利空间仍有压力。制造业企业主要原材料的采购量从11月的47.1%下降到12月的44.9%，而原材料库存指数上升，说明原材料库存指数的上升并非由采购量引起，可能是企业生产下滑导致原材料库存消耗变慢。12月供应商配送时间指数明显下降，比11月回落了6.6个百分点，表明受疫情影响，物流运输人力不足，制造业原材料供应商交货时间有所延长。

图 2：12月制造业PMI的生产、需求、就业端都表现较差



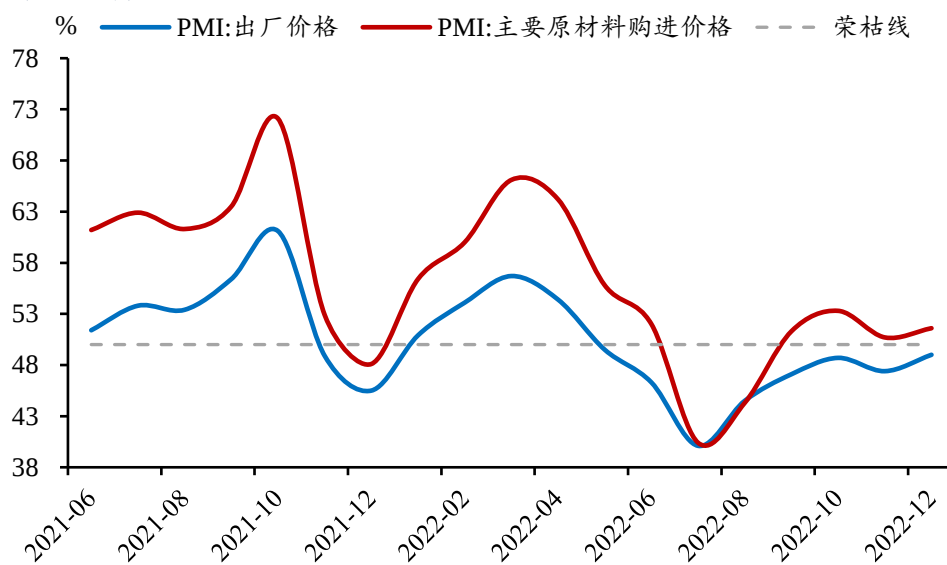
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：12 月产需两端再度走弱



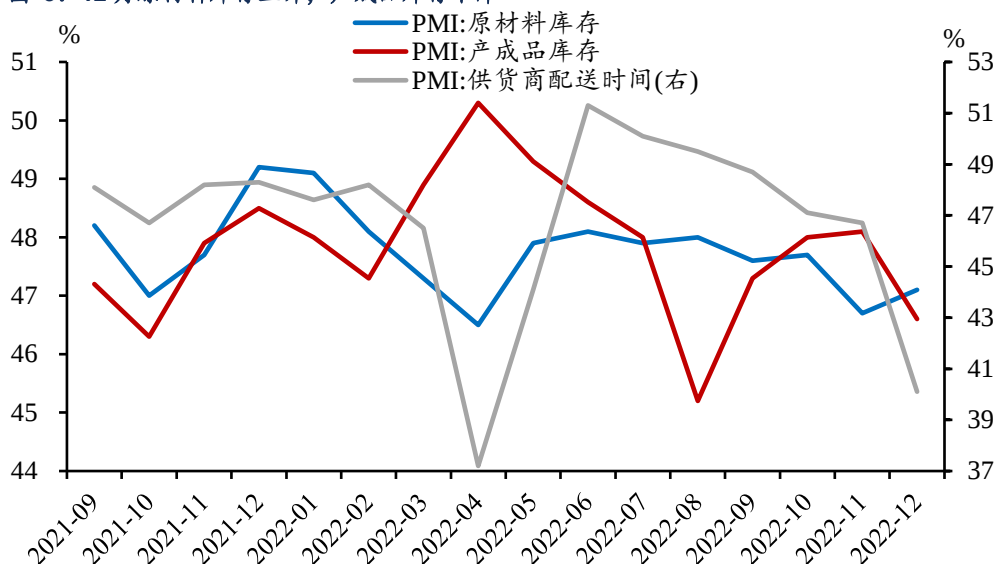
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：12 月企业利润空间继续收缩



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：12 月原材料库存上升，产成品库存下降

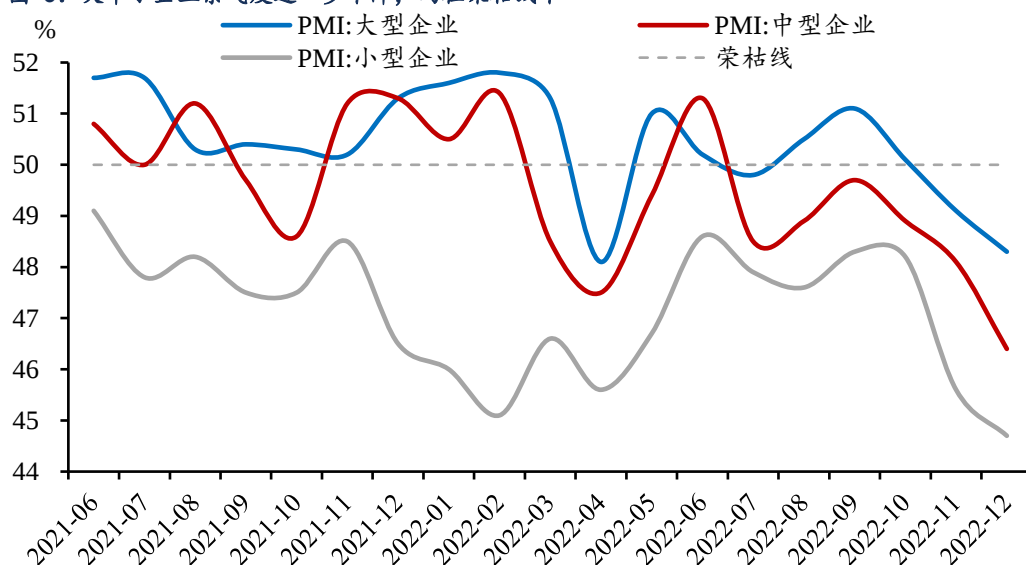


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第三，受疫情感染的短期影响，制造业从业人员指数持续下行。12月制造业从业人员指数为44.8%，较11月下降了2.6个百分点，达到了全年最低点。从业人员指数下降背后的原因是12月多地迎来一轮新冠感染，由于感染范围扩大，企业生产经营人员到岗率不足，经营生产人员景气度水平走弱。劳动力供应不足的现象更加普遍，12月反映劳动力供应不足的企业比重高于11月6.5个百分点。制造业从业人员指数走弱，拖累制造业PMI 0.5个百分点。

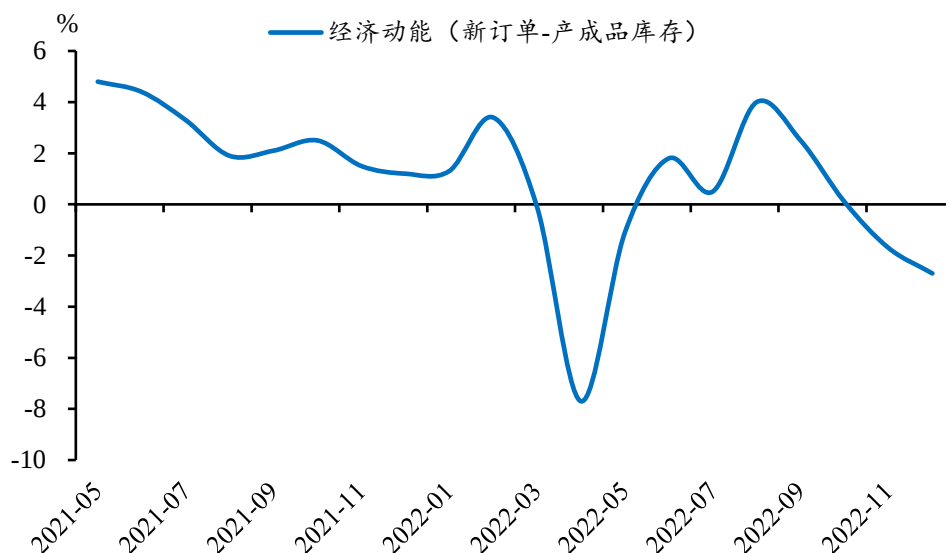
第四，大中小企业景气度进一步下探。12月大中小企业PMI指数连续三个月下降，其中，大型和小型企业PMI分别较11月下降了0.8和0.9个百分点，中型企业PMI下降的幅度最大，下降了1.7个百分点。小企业PMI为44.7%，连续20个月处于收缩区间，现已下降至全年低点。中型企业自2019年12月以来首次出现PMI指数连续四个月处于收缩区间，受到的冲击也相对较大。此外，大中小企业的从业人员指数也都出现明显回落，这与制造业企业反映的劳动力供给不足问题相一致。

图 6：大中小企业景气度进一步下降，均在荣枯线下



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：12 月的经济动能走弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

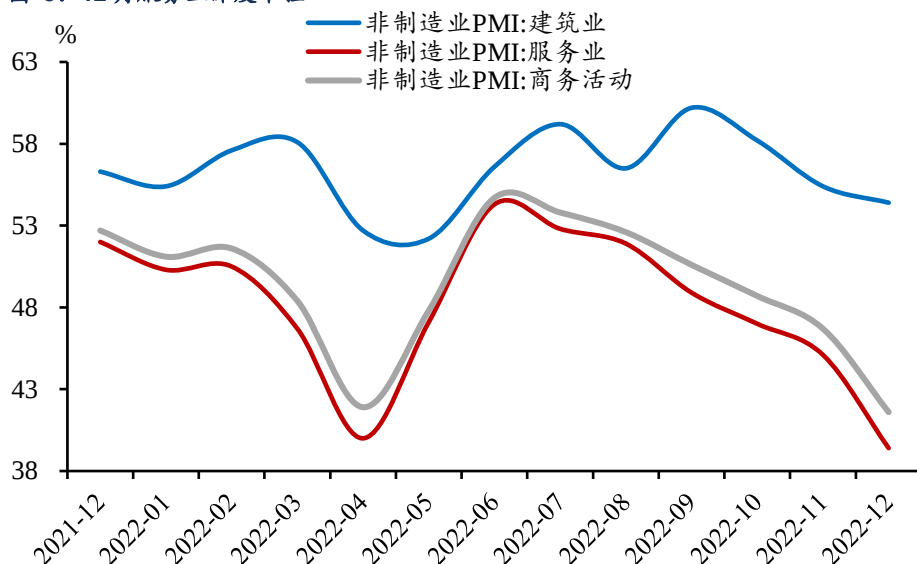
二、疫情扰动接近尾声，服务业加快探底运行

新冠感染范围加大，非制造业再受拖累。12月非制造业商务活动指数为41.6%，比11月下降5.1个百分点，连续6个月环比下降，连续3个月处在收缩区间。12月非制造业景气水平持续下探主要受新冠病毒大范围感染影响，导致企业生产经营人员下滑，12月非制造业从业人员指数为42.9%，较上月下降2.6个百分点，创年内新低。

分行业看，服务业景气度深度下挫，创年内新低，而积极政策支撑建筑业景气度高位运行。

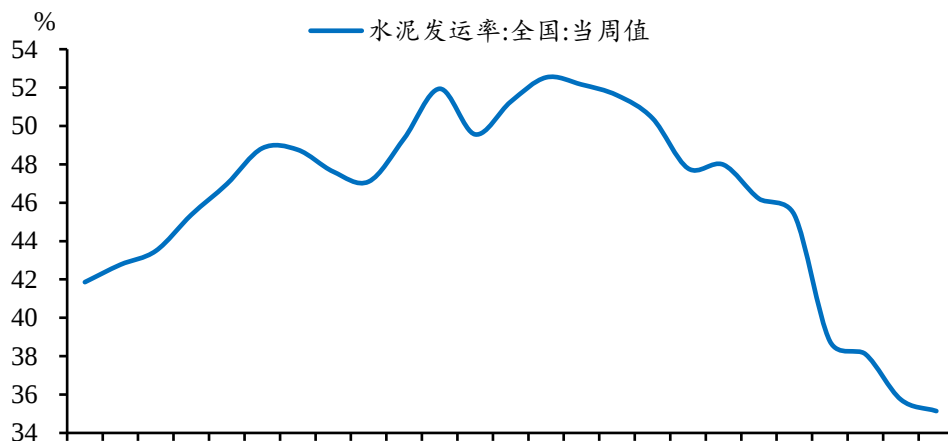
供给受限叠加需求不足，服务业加速探底。12月服务业商务活动指数为39.4%，创出年内新低。对比来看，12月服务业商务活动指数比11月下降了5.7个百分点，业务总量降幅明显扩大，既有服务业供给受限的影响，也有服务业市场需求不足的影响。1)从供给端来看，服务业从业人员指数为42.4%，比上月下降2.8个百分点，表明受新冠病毒大范围感染影响，服务业企业用工景气度回落，导致业务完成量缩减。2)从需求端来看，服务业新订单指数为37.4%，比上月下降4.0个百分点，低于临界点，表明服务业市场需求有所减少。企业调查显示，反映市场需求不足的服务业企业比重为55%，再次刷新自2013年有此项调查以来的历史新高。

疫情影响接近尾声，服务业或将探底回升。从行业情况看，新冠病毒感染人数的增加对服务业活动的短期影响继续显现，餐饮、住宿、零售以及旅游等相关接触型服务业继续弱势运行，商务活动指数低于35.0%。此外，批发业和金融业等生产性服务业活动也较上月有所放缓，商务活动指数较上月均有不同程度下降。往后看，随着疫情防控政策的逐步优化，加之春节临近，社会面流动性将逐步改善，餐饮、住宿、文体娱乐以及旅游相关的接触型消费需求在经历短暂阵痛后，将呈现探底回升走势。2022年12月，航空运输业已经出现初步回升迹象，国内及国际客运航班执飞量均明显恢复，航空运输业商务活动指数升至60.0%以上的高景气区间。

图 8：12 月服务业深度下挫


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

积极政策支持建筑业景气度高位运行。12 月建筑业商务活动指数为 54.4%，比上月下降 1.0 个百分点，但总体继续保持增长。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 57.1%，连续 11 个月位于较高景气区间，表明在推动重大项目建设等各项政策措施带动下，土木工程建筑业企业保持较快施工进度。往后看，12 月土木工程建筑业新订单指数在 53% 以上，环比升幅超过 4 个百分点，一定程度上预示着投资需求有望继续释放潜力，支撑建筑业维持较高景气水平。

图 9：受天气影响，12 月水泥发运率继续下降


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_50736

