



已见“柳暗”，待现“花明”

——12月PMI数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

多重约束下制造业PMI低于预期。12月制造业指数延续10月以来的下降趋势，为2022年的最低数值且低于市场预期。12月随防控措施优化，国内疫情快速传播，在劳动力供给及国内总需求方面均形成一定约束，相应造成本月制造业景气度的下行。具体而言，12月PMI指数表现出以下特征：一是产需不改走弱之势。一方面生产活动因劳动力供给不足放缓，另一方面内外需求持续下降。与此同时，企业增加生产投入的意愿偏弱。二是劳动力供给明显不足。12月国内新冠肺炎感染人数短期内快速增加，这导致部分可到岗劳动人员的缺失，运输人力不足也造成本月物流配送时间有所延长，考虑到该分项计入整体PMI指数的方式，实际有效的PMI指数或低于47.0%的读数。三是价格有所回升。部分大宗商品价格攀升及供给端偏紧对价格形成支撑。四是各类企业景气水平继续回落。疫情感染造成的人员不足及市场需求的收缩对中小企业的拖累更加严重。

非制造业因疫情扰动明显收缩。12月非制造业商务活动指数同样低于市场预期，为2022年全年的最低读数，主要受到疫情扰动下服务业景气度大幅下降的拖累。本月处于疫情防控措施优化后感染人数短期内迅速冲高的阶段，与之联系紧密的服务业景气水平相应也回落明显。基建支撑下建筑业活动指数则保持一定韧性，连续11个月位于较高景气水平。防疫措施优化叠加稳投资政策落地显效，基建相关施工条件、项目储备及资金支持方面均有一定保障，其高景气有望在明年得以延续。

经济回升确定性较强。12月PMI数据反映出了疫情反弹后的第一波冲击，整体经济处于底部运行状态，较11月承压更甚，也符合我们在11月PMI数据点评中提出的“经济压力在年内难以缓解”的观点。本月各地感染人数随多项疫情防控优化措施落地而快速冲向高峰，国内供需两端所受制约因此加重，居民预期也待修复，叠加外部环境复杂严峻，全球经济压力较大，外需支撑进一步削弱，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力仍存。我们认为明年经济回升的确定性较强，一是因为疫情反弹造成的强扰动不具有持续性。他国经验表明，随第一轮疫情达峰，经济所受拖累也将逐渐减弱，而国内感染人数的扩张速度相对较快，并且12月国内地铁客运量、城市拥堵指数等高频数据

表明部分放开较早城市居民的生活半径已步入恢复阶段，我们预计第一轮冲击持续至明年 1 月，后续即使疫情出现反复，所达到的峰值及其对经济干扰的程度都将走弱，市场预期也将逐步修复；二是“**扩大内需**”相关政策保障力度较大。外需走弱下经济动能转向国内需求，12 月中央经济工作会议强调“扩内需”，全国财政工作会议及央行货币政策委员会四季度例会也均提出要着力扩大国内需求，稳增长积极政策的实施显效有望增强经济复苏动能。

风险提示：1.疫情影响不确定性。2. 地缘冲突超预期。

目录

1. 数据	5
2. 多重约束下制造业 PMI 低于预期	5
3. 非制造业因疫情扰动明显收缩	7
4. 经济回升确定性较强	8

图表目录

图表 1：12 月制造业 PMI 持续低于预期.....	5
图表 2：12 月劳动力供给收缩明显.....	6
图表 3：12 月价格有所回升.....	6
图表 4：12 月大中小型企业景气度进一步下降.....	7
图表 5：12 月非制造业商务活动指数持续处于收缩区间.....	7

1. 数据

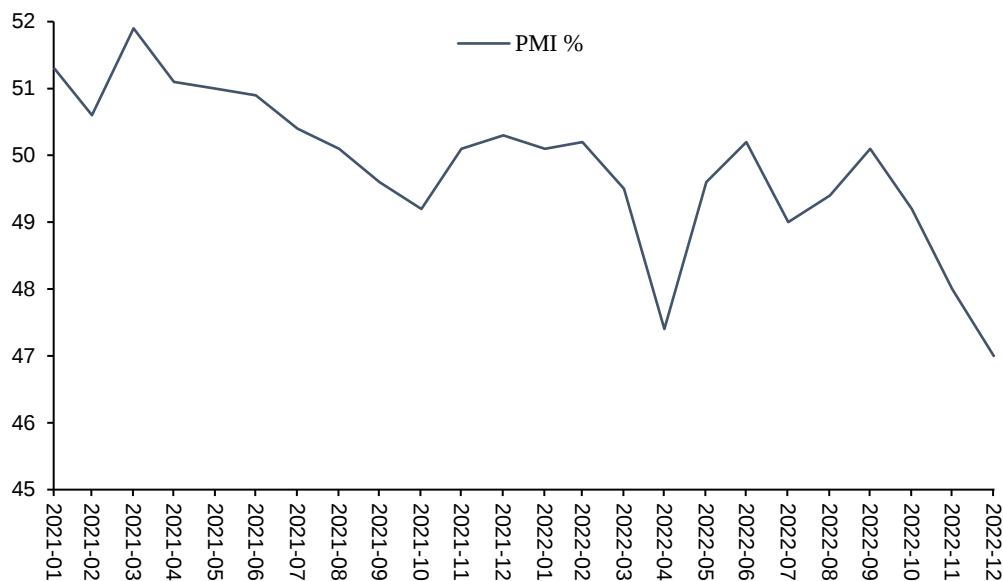
中国 12 月制造业 PMI 指数 47.0%，预期 48.0%，前值 48.0%。

中国 12 月非制造业 PMI 指数 41.6%，预期 45.0%，前值 46.7%。

2. 多重约束下制造业 PMI 低于预期

12 月制造业指数延续 10 月以来的下降趋势，相比上月回落 1 个百分点至 47.0%，为 2022 年的最低数值且低于市场预期。12 月随防控措施的优化，国内疫情快速传播，在劳动力供给及国内总需求方面均形成一定约束，相应造成本月制造业景气度的下行。

图表 1：12 月制造业 PMI 持续低于预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，12 月 PMI 指数表现出以下特征：

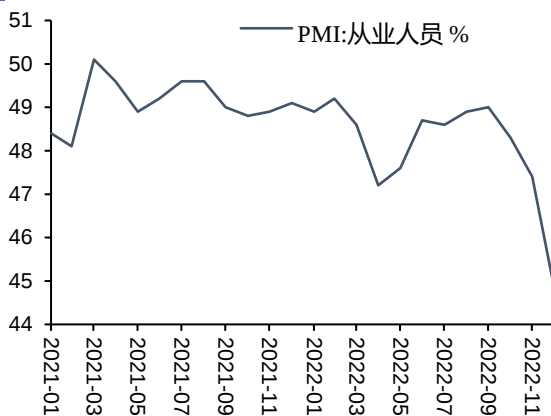
一是产需不改走弱之势。一方面生产活动放缓，12 月生产指数为 44.6%，相比 11 月下降 3.2 个百分点，本月生产走弱主要是因为 12 月国内感染人数激增，人员到岗率偏低，统计局的企业调查显示，反映劳动力供给不足的企业比重较上月增加 6.5 个百分点至 14.2%。具体行业来看，装备制造业及高基数制造业生产活动的收缩相对明显，较 11 月降幅均超过 6 个百分点。**另一方面需求持续下降**，企业调查结果显示反映市场需求不足的企业比重为 53.8%，连续 6 个月位于 50% 以上。新订单指数比上月下降 2.5 个百分点至 43.9%，其中内外需求均继续收缩，一是全球经济增长放缓及国内供给受限影响我国出口表现，新出口订单指数录得 44.2%（前值 46.7%）；二是疫情扰动下国内需求仍较疲软，进口指数录得 43.7%（前值 47.1%）。与此同时，**企业增加生产投入的意愿偏弱**，12 月采购量指数仅录得 44.9%（前值 47.1%），原材料库存则因生产活动的放缓略有抬升，相比上月增加 0.4 个百分点至 47.1%，继续低于临界值。生产收紧下产成品库存消耗则有所加快，相比上月下降 1.5 个百分点至 46.6%。

二是劳动力供给明显不足。随诸多防控优化措施的推出，12 月国内新冠感染人数短期内快速

增加，这导致部分可到岗劳动人员的缺失，也增强了物流运输方面的约束，本月从业人员指数降至 44.8%，低于上月 2.6 个百分点，相应拖累制造业 PMI 指数 0.5 个百分点。运输人力不足也造成本月物流配送时间有所延长，供应商配送时间指数降至 40.1%，较 11 月大幅下降 6.6 个百分点，考虑到该分项计入整体 PMI 指数的方式，配送时间指数的大幅降低正向拉动 PMI 约 1 个百分点，这可能造成本月制造业 PMI 的虚增，实际有效的 PMI 指数或低于 47.0% 的读数。

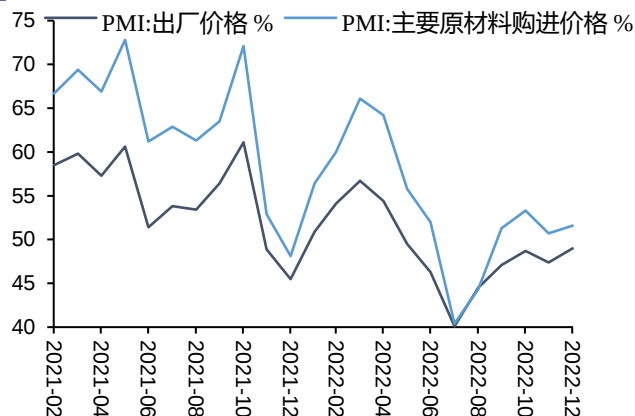
三是价格有所回升。12 月主要原材料购进价格及出厂价格分别录得 51.6%、49.0%，与 11 月相比各自增加了 0.9、1.6 个百分点。一方面，本月部分大宗商品价格攀升，带动主要原材料购进价格指数上行，另一方面 12 月生产活动的放缓造成供给端处于偏紧状态，其边际走弱的程度较需求更为突出，因此对出厂价格形成一定支撑。

图表 2：12 月劳动力供给收缩明显



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：12 月价格有所回升



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

四是各类企业景气水平继续回落。12 月大中小型企业生产经营活跃度在收缩区间内进一步下降，分别录得 48.3%、46.4%、44.7%。较 11 月各下降 0.8、1.7 和 0.9 个百分点。整体而言，中小企业所受冲击较为明显，疫情感染造成的人员不足及市场需求的收缩对两者生产的拖累相比大型企业更加严重。

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_50806

