

## 供需双弱，周期拐点已至

### ——美国制造业 PMI 点评（2022 年 12 月）

#### 事件：

北京时间 1 月 4 日晚 23:00，美国 ISM 发布 12 月制造业 PMI 数据。

#### 点评：

#### ■ PMI 整体：制造业 PMI 连续第二个月收缩，创两年来新低

美国 12 月制造业 PMI 继续收缩，数值创两年来新低。12 月美国 ISM 制造业 PMI 为 48.4，比 11 月的 49 低 0.6 个百分点，略低于市场预期的 48.5。美国制造业 PMI 在经历了 29 个月的扩张后，目前已连续第二个月处于收缩区间，并且 12 月制造业数值已降至 2020 年 5 月大流行以来的最低水平。

从趋势上看，美国经济下行压力继续加大。从 3 个月移动平均走势看，自 2021 年 3 月以来，美国 PMI 始终处在下降通道中。与历史同期值相比，美国 12 月制造业 PMI 也处于近五年来较差水平。在直接影响 PMI 指数的五个分项指数中，仅有两个（就业和库存）处于扩张区域，大部分分项均回落至收缩区间。

#### ■ PMI 结构：生产需求双弱，供应链改善，通胀加速回落

从生产和需求来看，美国内外需求加速放缓，生产回落。12 月新订单指数录得 45.2，较 11 月的 47.2 回落 2 个百分点。新出口订单指数为 46.2，较前值下降 2.2；库存订单指数略回升 1.4 个百分点至 41.4，但仍处于收缩区间。从生产端看，生产指数为 48.5，与 11 月相比下降 3 个百分点，跌入收缩区间。

通胀加速回落。12 月 PMI 物价指数为 39.4，较 11 月的 43 下降 3.6 个百分点，是 12 月降幅最高的分项，已经回落至 2020 年 4 月以来的最低水平（35.3）。PMI 物价分项领先美国 CPI 增速约 3 到 12 个月，制造业 PMI 领先美国核心 CPI 及核心 PCE 增速约 8 个月。12 月二者均呈现加速回落的趋势。

#### ■ 展望：美国库存周期拐点已现，经济衰退压力渐增

PMI 指标凸显 2022 年 4 季度以来，美国经济衰退压力增强。12 月制造业 PMI 继续落至 50 枯荣线以下，且制造业分项全面走弱，仅就业和自有库存两项略高于 50，新订单和订单库存都明显偏低。结合咨商会综合领先指标来看，美国经济衰退压力还将加大，2023 年 Q1 或再次进入环比负增长阶段。

美国去库存压力加大，经济周期下行的斜率或较大。库存周期向来是经济周期运行的加强项，受到通胀及供应链干扰，美国批发商和零售商的名义库存同比增长皆创下有数据以来的新高。制造业 PMI 中的库存分项领先美国库存周期约 1 至 6 个月，12 月的库存分项加速回落，显示美国库存周期下行的压力将可能加大。

**风险提示：**1. 通胀面临二次反弹风险；2. 货币政策“矫枉过正”；3. 金融压力上行触发流动性风险；

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

陈达飞 分析师 SAC 执业编号：S1130522120002  
chendf@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、制造业 PMI 连续第二个月收缩，创两年来新低.....	3
二、生产需求双弱，供应链改善，通胀加速回落.....	4
三、美国衰退压力加大，库存周期回落.....	5

## 图表目录

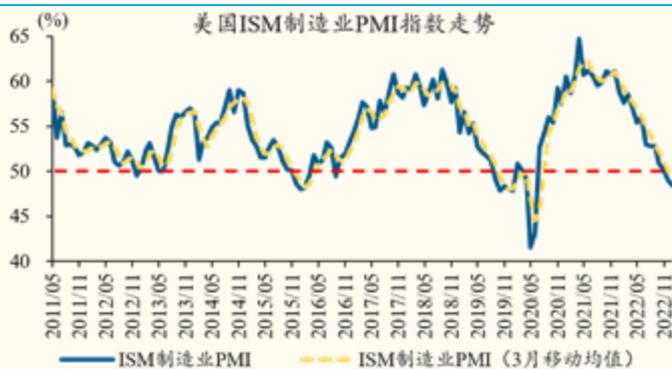
图表 1: 12 月美国制造业 PMI 延续回落.....	3
图表 2: 与历史同期相比，2022 年 12 月 PMI 偏弱 .....	3
图表 3: 除就业和库存外，美国制造业 PMI 各分项普遍下跌 .....	3
图表 4: PMI 主要分项走弱 .....	4
图表 5: 制造业 PMI 多数分项回落至 50 以下.....	4
图表 6: PMI 生产及需求双弱 .....	4
图表 7: 供应链改善，库存略有反弹.....	4
图表 8: PMI 物价分项指数领先 CPI 约 3 到 12 个月.....	5
图表 9: 制造业 PMI 领先核心通胀约 8 个月.....	5
图表 10: 美国 12 月制造业 PMI 继续位于枯荣线以下，显示经济下行压力加大 .....	5
图表 11: PMI 库存指数领先库存周期.....	6
图表 12: 美国库存周期已开始见顶回落.....	6

### 一、制造业 PMI 连续第二个月收缩，创两年来新低

美国 12 月制造业 PMI 继续收缩，数值创两年来新低。12 月美国 ISM 制造业 PMI 为 48.4，比 11 月的 49 低 0.6 个百分点，略低于市场预期的 48.5。美国制造业 PMI 在经历了 29 个月的扩张后，目前已连续第二个月处于收缩区间，并且 12 月制造业数值已降至 2020 年 5 月大流行以来的最低水平。

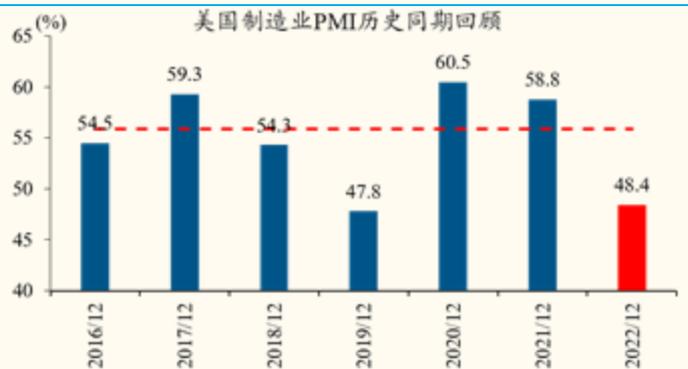
从趋势上看，美国经济下行压力继续加大。从 3 个月移动平均走势看，自 2021 年 3 月以来，美国 PMI 始终处在下降通道中。与历史同期值相比，美国 12 月制造业 PMI 也处于近五年来较差水平。在直接影响 PMI 指数的五个分项指数中，仅有两个（就业和库存）处于扩张区域，大部分分项均回落至收缩区间。

图表 1：12 月美国制造业 PMI 延续回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：与历史同期相比，2022 年 12 月 PMI 偏弱



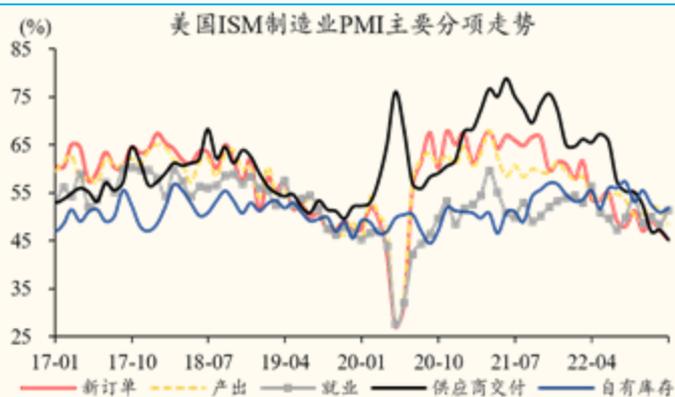
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：除就业和库存外，美国制造业 PMI 各分项普遍下跌

PMI 项目	环比变化	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11
<b>ISM: 制造业 PMI</b>	<b>↓ -0.6</b>	48.4	49	50.2	50.9	52.8	52.8	53	56.1	55.4	57.1	58.6	57.6	58.8	61.1
新订单	↓ -2	45.2	47.2	49.2	47.1	51.3	48	49.2	55.1	53.5	53.8	61.7	57.9	61	61.5
产出	↓ -3	48.5	51.5	52.3	50.6	50.4	53.5	54.9	54.2	53.6	54.5	58.5	57.8	59.4	61.5
就业	↑ 3	51.4	48.4	50	48.7	54.2	49.9	47.3	49.6	50.9	56.3	52.9	54.5	53.9	53.3
供应商交付	↓ -2.1	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2	57.3	65.7	67.2	65.4	66.1	64.6	64.9	72.2
自有库存	↑ 0.9	51.8	50.9	52.5	55.5	53.1	57.3	56	55.9	51.6	55.5	53.6	53.2	54.6	56.8
客户库存	↓ -0.5	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5	35.2	32.7	37.1	34.1	31.8	33	31.7	25.1
物价	↓ -3.6	39.4	43	46.6	51.7	52.5	60	78.5	82.2	84.6	87.1	75.6	76.1	68.2	82.4
订单库存	↑ 1.4	41.4	40	45.3	50.9	53	51.3	53.2	58.7	56	60	65	56.4	62.8	61.9
新出口订单	↓ -2.2	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7	52.9	52.7	53.2	57.1	53.7	53.6	54
进口	↓ -1.5	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7	48.7	51.4	51.8	55.4	55.1	53.8	52.6

来源：Wind、国金证券研究所

图表 4: PMI 主要分项走弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 制造业 PMI 多数分项回落至 50 以下



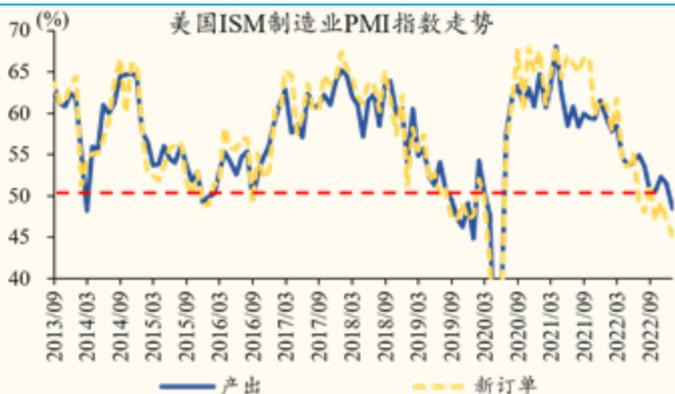
来源: Wind、国金证券研究所

## 二、生产需求双弱，供应链改善，通胀加速回落

从生产和需求来看，美国内外需求加速放缓，生产回落。12 月新订单指数录得 45.2，较 11 月的 47.2 回落 2 个百分点；新出口订单指数为 46.2，较前值下降 2.2；库存订单指数略回升 1.4 个百分点至 41.4，但仍处于收缩区间。从生产端看，12 月生产指数为 48.5，与 11 月相比下降 3 个百分点，跌入收缩区间。值得关注的是，就业指数在 11 月收缩（48.4）后重返扩张区域（51.4），上升 3 个百分点，但就业指数上下波动较大，并不是美国就业人数的良好预测指标。

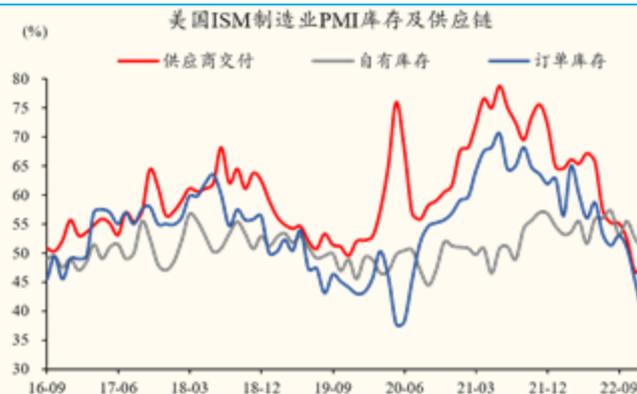
供应链情况改善，库存有所反弹。12 月供应商交付指数为 45.1，比 11 月的 47.2 下滑 2.1 个百分点，这是该分项指数自 2009 年 3 月以来的最低读数（43.2），表明供应链交付速度在加快。库存指数为 51.8，比 11 月的 50.9 高 0.9 个百分点，但从六个月的移动平均趋势来看，库存指数仍处于回落趋势中。

图表 6: PMI 生产及需求双弱



来源: Wind、国金证券研究所

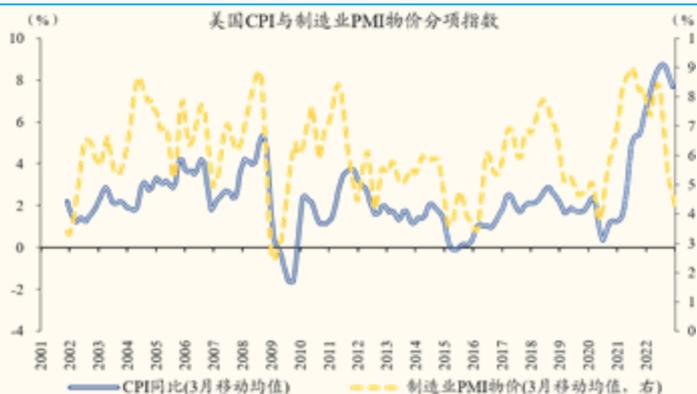
图表 7: 供应链改善，库存略有反弹



来源: Wind、国金证券研究所

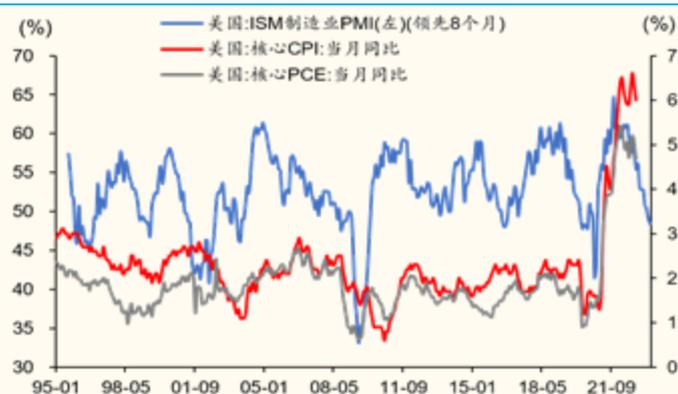
**通胀加速回落。**12 月 PMI 物价指数为 39.4，较 11 月的 43 下降 3.6 个百分点，是 12 月降幅最高的分项。目前物价指数已经回落至 2020 年 4 月以来的最低水平（35.3）。从趋势来看，PMI 物价分项指数领先美国 CPI 增速约 3 到 12 个月，制造业 PMI 领先美国核心 CPI 及核心 PCE 增速约 8 个月。12 月二者均呈现加速回落的趋势，显示美国通胀增速仍可能继续下滑。

图表 8: PMI 物价分项指数领先 CPI 约 3 到 12 个月



来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 制造业 PMI 领先核心通胀约 8 个月

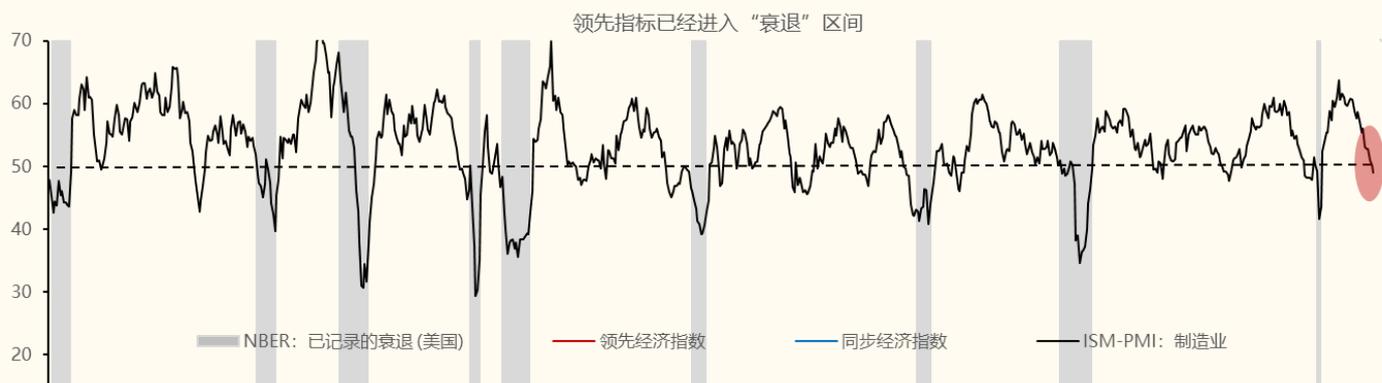


来源: Wind、国金证券研究所

### 三、美国衰退压力加大，库存周期回落

PMI 指标显示美国衰退压力加大。12 月制造业 PMI 继续落至 50 枯荣线以下，且制造业分项全面走弱，仅就业和自有库存两项略高于 50，新订单和订单库存都明显偏低。结合 PMI 及咨商会领先指标来看，美国经济衰退压力正在加大。标谘商会经济领先指标与实际 GDP 增速有一定的领先-滞后关系。咨商会领先指标从年初以来一直处于下行态势，6 个月环比变化率在 8 月份开始跌入负值区间（一级衰退预警），且读数还在扩大（10 月为-3.2%）。经验上，当读数跌倒-5%以下（二级衰退预警），美国经济都出现了衰退。

图表 10: 美国 12 月制造业 PMI 继续位于枯荣线以下，显示经济下行压力加大



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\\_50883](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50883)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>