

上银基金一周早知道|2023 年 12 月 PMI 数据公布，该如何解读？

主讲人介绍



罗项天

上银基金权益投研部研究员

本科毕业于中国人民大学金融学专业，硕士毕业于伦敦大学学院金融学专业。擅长追踪行业趋势并自上而下进行投资研判，目前主要研究方向为光伏、储能、银行等行业。

一、市场概况

进入 2024 年后 A 股连续调整 4 天，上证指数-1.54%、深证成指-4.29%、创业板指-6.12%、沪深 300 指数-2.97%，其中创业板指再创调整新低，全周大跌超 6%，科创 50 指数创历史新低，北向资金累计净流出 55.25 亿元。

经过前期的调整，当前 A 股估值已经达到历史底部区域，建议在结构性放量前，寻找配置机会，具有长期增长动能的行业值得关注。

二、重点关注

1、11月工业企业利润增长明显加快

从当月看，今年7月之前工业企业利润同比持续为负，8月同比回正并上升至17.2%，9-10月增速连续两个月下滑，10月同比为2.7%。而11月利润同比跳升至29.5%，增速较10月份明显加快，录得2012年以来最高值（除2021年3-5月基数受到疫情影响）。我们认为，11月利润增速大幅提高主要有三个原因。

第一，企业降本增效成果显著。根据三因素框架拆解，11月营业收入利润率为7.15%，同比提高1.29个百分点（10月为6.19%，同比提高0.01个百分点），显示利润率对企业利润回升贡献较大。进一步观察成本费用率，1-11月工业企业每百元营业收入中的成本为84.92元，较1-10月下降0.1元；同比来看，成本率较去年同比上升0.12元，上升幅度比上月降低了0.06元，上游能源、原材料等价格偏弱，叠加规模效应不断增强，助力企业单位成本下降。

第二，从行业角度，原材料行业和公用事业表现亮眼。根据统计局通稿，原材料行业利润降幅明显收窄，对工业利润改善贡献较大，带动工业利润降幅收窄1.8个百分点，是贡献最大的行业板块。究其原因，一是去年同期基数较低，二是11月基建投资维持韧性，地产新开工增速回升，使得产业链下游需求整体回暖。另外，受迎峰度冬、电力保供等因素推动，发、售电量增长明显加快，11月全社会用电量同比增长11.6%，较10月加快3.2个百分点；叠加燃料价格同比下降、成本降低，电力热力生产和供应业利润增长58.2%。

第三，投资收益相对集中入账，对利润形成支撑。依照统计局通稿，11月“投资收益相对集中入账”是利润高增的原因之一，但目前统计局尚未公布当月的投资收益数据，因此我们无法计算其对于利润的贡献度。从今年的走势来看，2月投资收益累计同比为-27.4%，随后降幅呈现收窄趋势，10月为-1.5%。需要注意的是，一般而言，投资收益的大月在年中（6月）以及年末（12月），尤其是12月投资收益远高于其他月份，我们认为其原因与年末企业购买的理财等产品回表有关，这也意味着12月较为符合统计局所述“投资收益相对集中入账”的特征。而11月投资收益上升，我们推测可能与统计口径变化等因素导致的错位有关，属于一次性调整。另一个证据在于今年年中投资收益的高峰在5月，而非往年的6月。后续需继续跟踪。

受去年基数较低的影响，当月利润增速大幅跳升，企业利润增速继续向上的趋势依然比较明显，中游>上游>下游。PPI 当月增速、企业产成品库存增速在连续两个月回升后继续出现波动性下行，但营业收入累计增速继续上行，多项指标再次说明多个行业仍处在被动去库存的尾部。

2、12月 PMI 数据：有效需求弱，仍在寻底

(1) 生产指数下行，行业表现分化

12月生产指数回落0.5个百分点至50.2%，订单不足对企业开工意愿有一定抑制作用，寒潮天气也使得一部分户外生产行业开工天数不足。高频数据显示，南方八省日耗煤量环比11月显著上行，高于2021年和2022年同期水平，主要系寒潮天气影响，居民用电需求较大。基建产业链方面，水泥发运率、石油沥青装置开工率较11月均有所下降，符合季节性特征。地产链方面，高炉、焦炉、螺纹钢、纯碱等行业开工率均有所回落。消费品制造业方面，由于冬季需求旺盛，PTA产业链开工率维持在高位，汽车轮胎开工率保持平稳。

(2) 内需外需双弱，订单指数回落

新订单指数回落0.7个百分点至48.7%，其中新出口订单回落0.5个百分点至45.8%，录得年内新低，内需、外需双双回落。国内方面，随着出行链热度逐步正常化，居民消费支出缺乏新的亮点，航班执飞量、电影票房等数据有所回落。地产相关数据出现初步企稳特征，其持续性有待观察。一方面，成交土地总价环比大幅回升，并超出去年同期水平；另一方面，北京、上海进一步优化地产政策之后，30城商品房销售面积呈现稳步回升态势。对于企业，从采购、库存等指标看或仍在去库。12月，采购量、进口、产成品库存、原材料库存指数均有所回落。对于海外，根据中采解读，“出口受季节性影响回落明显。12月份，国外市场需求收缩较为突出。”根据统计局解读，“今年以来欧美等主要经济体制造业持续收缩，12月份美国和欧元区制造业PMI初值分别为48.2%和44.2%。当前外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，调查中部分企业反映，海外订单减少叠加国内有效需求不足是企业面临的主要困难。

(3) 油价震荡下行，价格指数走平

12月主要原材料购进价格指数回升0.8个百分点至51.5%，出厂价格指数回

落 0.5 个百分点至 47.7%，价格指数整体走平。11 月底的 OPEC+会议公布的减产计划相对平淡，且成员国自愿减产的行为缺乏官方约束性，市场对于原油供应的收缩情况总体呈悲观态度，12 月以来，国际原油价格整体保持震荡，月底布伦特原油价格回升至 80 美元/桶附近。地产链工业品价格低位企稳，水泥和钢材价格环比 11 月小幅回升。原材料库存指数下行 0.3 个百分点至 47.7%，产成品库存下降 0.5 个百分点至 47.8%，库存水平低位震荡，补库特征仍不明显。

(4) 国内基建等稳增长政策或持续加强

12 月非制造业 PMI 指数录得 50.4%，前值 50.2%，非制造业景气度小幅回升。2023 年服务消费对经济增长贡献较大，但随着出行链热度逐步正常化，经济基本面进一步的回升向好亟需新的增长动能。8 月份以来，工业稳增长政策陆续下达，生产端前置发力，但需求端政策尚未匹配，订单指数持续回落，PPI 修复进程也受到了一定阻力。12 月增发国债项目清单陆续下达，但由于冬季天气转冷，北方进入开工淡季，水利、管网等基建投资项目较难短期内形成实物工作量。

对后续 PMI 的看法，从领先指标“企业居民存款增速差”来看，未来 3-6 个月 PMI 或仍在寻底中。

3、央行重启 PSL：兼具宽货币和类财政的效果，有望支撑基建投资企稳回升

2024 年 1 月 2 日，根据人民银行货币政策司公布的消息，2023 年 12 月，国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款（PSL）3500 亿元，期末抵押补充贷款余额为 32522 亿元。这也是自 2022 年 11 月净新增抵押补充贷款 3675 亿元后，央行时隔一年再度大规模重启 PSL。

PSL 是央行于 2014 年 4 月推出的一项新型货币政策工具。人民银行通过收取了政策性银行的优质抵押品，如高等级债券资产和优质信贷资产，向其提供低于市场利率的贷款，并引导贷款定向流向国家需要的重点领域。

PSL 的推出主要有供需两方面因素。一方面是货币供给侧原因，2008 年后出口增速下降外汇占款减少，央行需要新的货币工具弥补基础货币缺口。另一方面是需求侧原因，2014 年开始的棚户区改造急需资金，PSL 可为货币化安置提供资金支持。

央行自创立 PSL 以来，主要服务于棚户区改造和流动性补充。2014-2018 年

棚改阶段 PSL 金额快速扩张，2019-2022 年期间基本没有新增，2022 年 9 月短暂重启 PSL，2023 年 12 月再次大规模重启 PSL。

PSL 的核心运作方式为央行通过国开行向地方政府平台发放专项贷款，而地方政府通过回收土地获得卖地收入偿还贷款。PSL 具有利率低、贷款期限较长的特点。

历史上，PSL 曾有效拉动地产需求，推进了地产去库存进程。住宅销售面积累计同比由 2015 年 2 月的-17.8%提升至 2016 年 3 月的 34.2%。地产开发增速提速，2015 年房地产开发投资增速仅有 1%，而 2016 年、2017 年房地产开发投资的增速分别增至 6.90%和 7.00%，提升了近 6 个百分点。PSL 本身作为投放基础货币的渠道，历史上它的投放会导致基础货币增速出现一定的提升，并且通过货币创造带动 M1、M2 增速的上升。例如，2015-2017 三年棚改计划中，M1 的增速上升比较显著，而 2022 年底 PSL 的重启对 M1、M2 的提振作用相对较小，与当时信贷需求较低有关。

本轮 PSL 重启具有宽货币和类财政的效果。预计这些资金将投向保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等房地产新发展模式方面。如果参考 2022 年 PSL 重启的规模，假设此轮 PSL 最终增加 6000 亿，那么这一体量的资金将直接提振固定资产投资 1 个百分点，提振房地产开发投资 5 个百分点，能够对房地产市场起到托举作用，改善信心和预期，提振经济增长。同时 PSL 将等量增加基础货币的投放，按照当前约 8 倍的货币乘数计算，将创造 4.8 万亿的 M2，占当前 M2 的比例约为 1.65%。

三、每周一图

比较项目	常规直流输电	柔性直流输电
换相失败	经常发生	不会发生
滤波器容量	较大	较小或无
无功功率	没有无功控制能力，需补偿装置	有无功控制能力，不需补偿装置
换流站间通讯	需要	不需要
占地	较大	较小
对交流系统依赖性	不能向无源网络送电	可以向无源网络送电
有功功率控制	较快，较灵活	非常快，灵活
工程建设时间	较长	较短
输送功率	较大（300~3000MW）	较小（3~1000MW）
换流站损耗	相对较小（<0.8%）	相对较大（~1%）
单位建造成本	相对较低	相对较高
对直线电缆要求	要求高	要求低
电力电子器件	半控器件：晶闸管	全控器件：IGBT

资料来源：国家电网，东吴证券研究所

柔性直流输电（VSC-HVDC）主要是基于电压源换流器的高压直流输电，是以 IGBT 等全控器件为核心功率器件的第三代直流输电技术。柔性直流输电距今已有三十多年的发展历史，目前已在风电送出、电网互联、无源网络供电和远距离大容量输电等场景取得了充分发展和工程应用，其输电能力已经达到特高压等级。

柔性直流输电系统核心设备包括柔直换流阀、直流控保、柔直换流变。其中，换流阀是直流电和交流电相互转化的桥梁，其核心是将 IGBT 驱动板卡、水熔板等压接在一起组合成的一个完整柔直模块。

与常规直流输电相比，柔性直流输电有一系列突出优势：（1）无需无功补偿，谐波水平低。柔性直流输电采用 IGBT，无需交流侧提供换相电流和反向电压，从而避免了大量的无功消耗，并节省用地；（2）无需依赖有源电网。柔性直流输电受端系统可以是无源网络，因此可以向孤岛供电常规直流系统则需要依靠电网完成换相，需要较强的有源交流系统支撑；（3）无换相失败的风险开通和关断时间可控，与电流的方向无关；（4）适合构成多端系统。柔性直流输电系统可以通过改变单端电流方向来改变潮流的方向，便捷而又快速；（5）传输功率可独立控制。

伴随特高压交直流快速发展，“强直弱交”问题突出，电网安全面临挑战。“强直弱交”的特点会导致系统短路容量较低，电压稳定问题严重，为避免大规模新能源脱网，会采取限制直流输送功率及新能源出力水平的措施。

常规直流输电常常发生“换相失败”“换相”是直流转换为交流的关键环节，由于交、直流系统间的交互影响，受端交流电网常规故障导致的直流换相失败，在对受端造成巨大有功、无功冲击的同时，会将能量冲击传递到送端，严重情况下甚至可能造成送端系统稳定破坏。

构建以新能源为主体的新型电力系统需要灵活的柔性直流输电技术支撑。柔性直流输电技术的可控性、灵活性更强，不需要交流系统支撑换相，甚至可不依赖交流电网，以孤岛方式实现 100%新能源汇集，并可为交流电网提供动态支撑，其规模化应用将随着经济性的进一步改善大大加快，助力新能源接入电网比例大幅提升。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本资料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，并根据自身的投资目标、投资期限、投资经验、资产状况等因素选择与自身风险承受能力相匹配的产品。基金管理人承诺以诚实信用、勤勉尽职的原则管理和运用基金资产，但不保证基金本金不受损失，不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。行业、指数过往业绩不代表基金业绩表现，也不作为基金未来表现的承诺。