

总量平淡，结构分化

事件：

1 月 30 日，国家统计局公布 1 月 PMI 指数，制造业 PMI 指数录得 50.1%、较上月回落 0.2 个百分点。

点评：

■ **制造业 PMI 季节性回落、不必过度解读，上游原材料加工行业景气持续改善**

制造业 PMI 回落符合季节性规律，不必过度解读。1 月，制造业 PMI 指数录得 50.1%，较上月回落 0.2 个百分点、降幅低于历史均值的 0.3 个百分点，主要缘于生产和新订单季节性回落。分行业来看，下游农副食品，及上游假期不停产的黑色冶炼、有色冶炼、石油加工等行业 PMI 环比回升，其余行业 PMI 多回落。

生产季节性回落，与假期消费及上游有关行业生产景气较高。1 月，PMI 生产指数录得 50.9%，较上月回落 0.5 个百分点、降幅低于历史均值的 0.6 个百分点。分行业来看，食品饮料、文体娱等与春节假日消费相关的行业生产指数高于 52%，生产保持较快增长；同时，上游黑色冶炼、有色冶炼等行业 PMI 指数环比回升，企业采购力度明显加大，采购量指数和原材料库存指数均升至扩张区间。

新订单也季节性回落，而新出口订单有所回升。1 月，PMI 新订单指数录得 49.3%，较上月回落 0.4 个百分点、降幅与历史均值相当；PMI 新出口订单指数录得 48.4%，较上月回升 0.3 个百分点、好于历史同期变化。分行业来看，PMI 新订单回升的行业，也主要集中在下游假日消费有关，及上游原材料加工行业。

■ **小型企业和服务业景气回落，但建筑业新订单回升，稳增长“三步走”进行时**

不同企业景气分化，小型企业景气进一步下滑。1 月，大型企业 PMI 较上月回升 0.3 个百分点，而中型和小型企业 PMI 分别回落 0.8 和 0.5 个百分点，其中，小型企业 PMI 回落至 46%、再度刷新 2020 年 3 月以来新低；中型和小型企业的生产、新订单、新出口订单、生产经营活动预期、采购量等指标均较上月回落。

服务业景气回落、但好于去年同期，疫情反复的影响或趋于减弱。1 月，非制造业 PMI 录得 51.1%，较上月回落 1.6 个百分点、降幅低于 2021 年同期的 3.3%；其中，服务业 PMI 回落 1.7 个百分点，主因线下活动相关的交运、住宿等景气回落。高频数据显示，疫情反复对线下活动的影响或弱于以往，截至 1 月 29 日，春运旅客发送人次近 3.3 亿人次，虽不及正常年份，较 2021 年增长近 50%。

建筑业新订单和活动预期回升，或指向稳增长发力，对经济的提振或滞后显现。1 月，建筑业 PMI 录得 55.4%，较上月回落 0.9 个百分点、降幅低于历史均值的 1.2 个百分点；其中，建筑业新订单和业务活动预期指数，分别较上月回升 3.3 和 4.5 个百分点，或与稳增长加码下，基建等项目增多有关。而年初经济产、需较为低迷，或缘于疫情反复、人员提前返乡等影响下，稳增长传导时滞拉长等。

重申观点：稳增长“三步走”进行时，“经济底”或将出现在 1 季度前后。第一步，货币宽松加码、降准降息落地，地方债提前下达、加快发行等，带动政府融资增多、为稳增长提供资金支持；第二步，以重大项目为代表的基建、产业等项目加快开施工，带动实体需求改善，预计 2 季度边际改善最为明显；第三步，实体需求走出收缩“负循环”、经济预期修复，GDP 增速回归 5-5.5% 的合理区间。

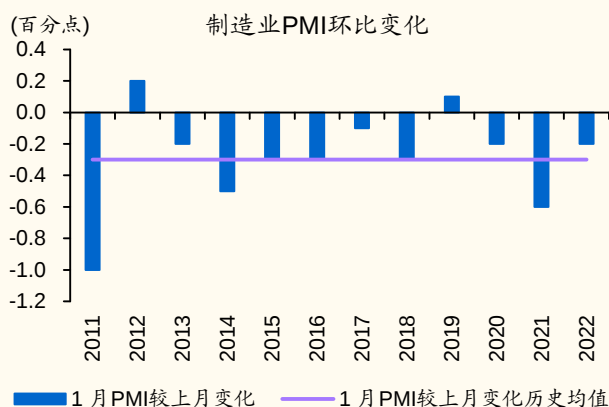
风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

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

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

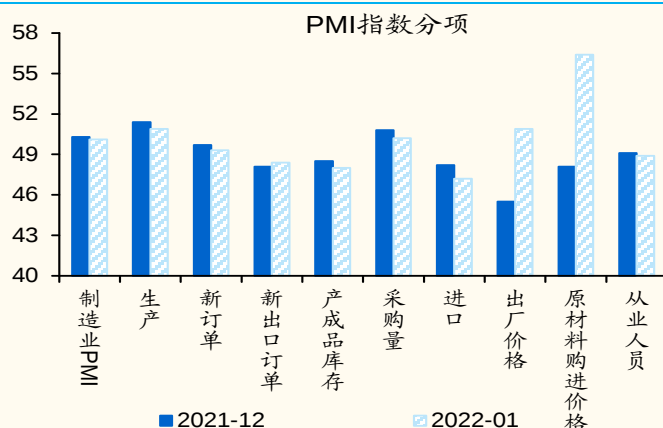
马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 1月, 制造业PMI季节性回落



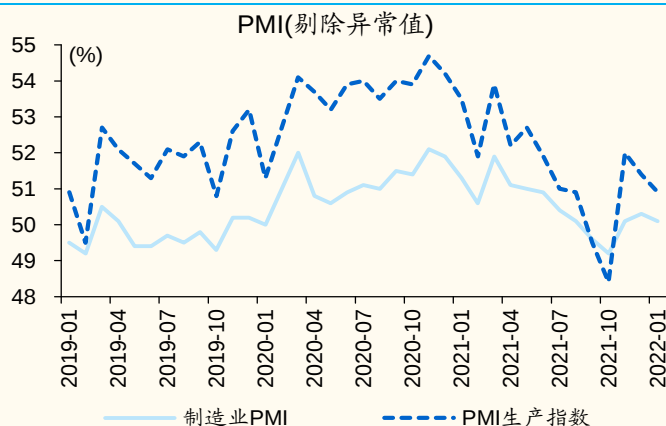
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 1月, 制造业PMI产、需多回落



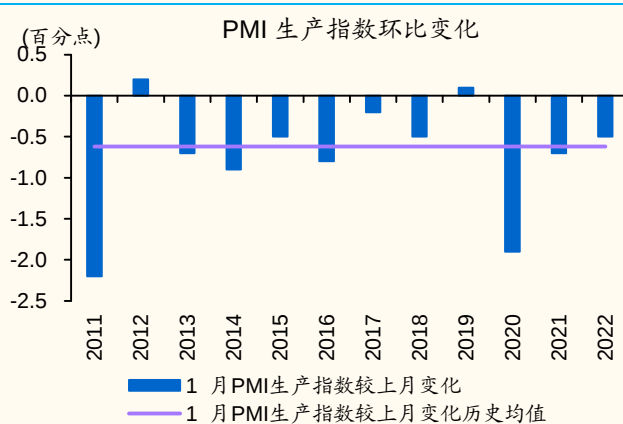
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 1月, PMI 生产指数回落



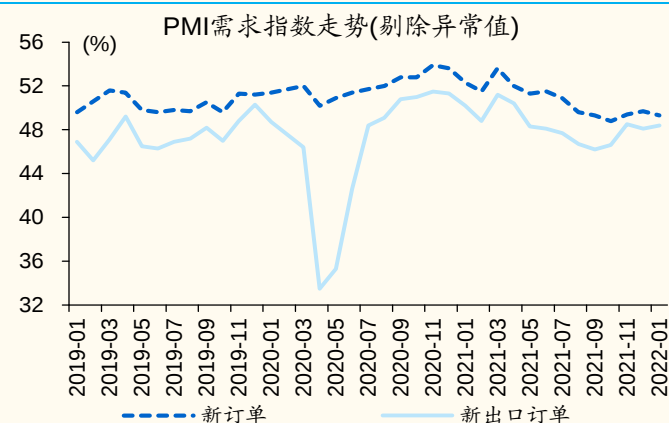
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 1月, 生产指数回落并没有超出季节性规律



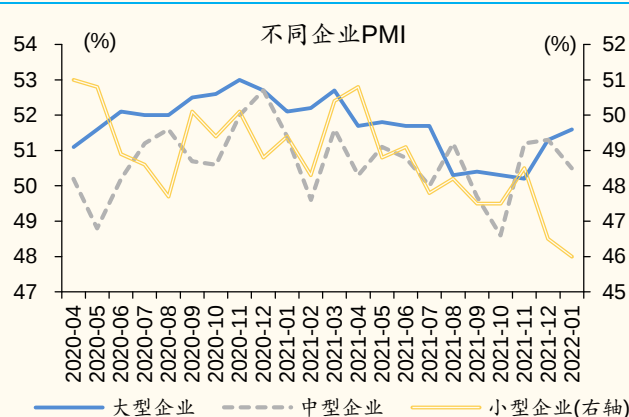
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 1月, 新订单指数回落、新出口订单回升



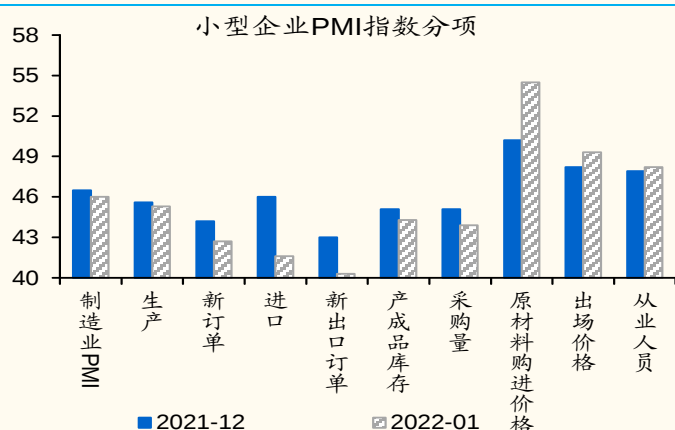
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 1月, 小型企业PMI继续回落



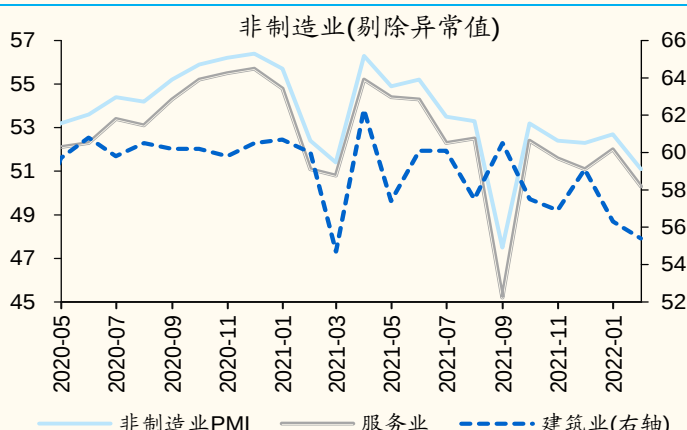
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 1月, 小型企业产、需指标多数回落



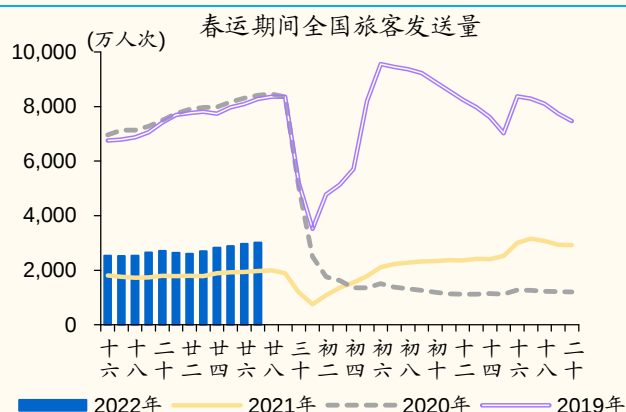
来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 1月, 非制造业PMI回落



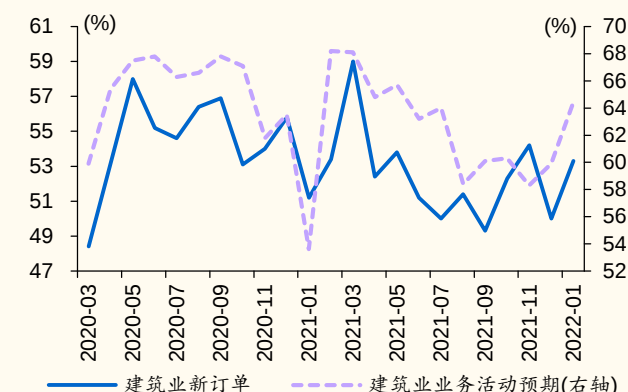
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 2022 年春运旅客发送量高于 2021 年同期



来源: 交通运输部、国金证券研究所

图表 10: 1 月, 建筑业新订单和业务活动预期指数回升



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产经营活动等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下消费等抑制加强; 海外疫情反复, 导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续, 出口替代衰减慢。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402

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_37137

