

2023 年 01 月 31 日

宏观研究团队

服务消费“M”型修复的线索——兼评 1 月 PMI 数据

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2023 年 1 月官方制造业 PMI 50.1%，前值 47.0%，预期 50.0%；1 月官方非制造业 PMI 54.4%，前值 41.6%。中国企业经营状况指数(BCI)为 49.7%，前值 45.2%。

● 制造业：重返荣枯线上，需求好于供给、内需强于外需

(1) 疫情快速达峰退坡、春节后加快返工，1 月制造业景气度改善，需求改善好于供给、内需强于外需。生产方面，高频数据显示疫情“第一次冲击”对工业生产的冲击逐步消退，但受春节假日因素影响，供给改善力度稍低于需求。“PMI 新订单-PMI 进口”剪刀差走扩指向内需较快改善且内需优先创造国内订单。

(2) 出口方面，2023 上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌，预计 1 月出口为 -9.6%。海外需求回落已体现为出口“量”的萎缩，但价格水平仍较坚挺。2023 年出口压力趋增，节奏可能为“上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌”，有待进一步稳内需、扩内需。11 月以来沿海多个省市组团包机抢订单，此外中央层面稳外贸政策将持续发力。我们预计 1 月出口增速为 -9.6%。

(3) 产成品整体去库，原材料指数上行，PPI 同比降幅缩窄。预计 1 月 PPI 环比可能在 0.3% 左右，同比在 -0.2% 左右。PMI 出厂价格与原材料购进价格的负缺口走扩，指向制造业利润在总量上仍承压、且利润传导受阻。

(4) 各类型企业 PMI 全线修复。大型企业改善最快，1 月中国企业经营状况指数(BCI)连续 3 个月回升，销售、利润、用工前瞻、融资指数改善幅度较大，小微企业经营生产或将重返荣枯线。

● 非制造业：春节消费推升服务业 PMI，重大项目提前发力改善建筑业新订单

(1) 服务业：春节消费全面改善、关注服务消费弹性。服务业需求和预期双双走强。分行业来看，前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数迅速改善。相对于社零主要反映商品消费，我们跟踪的百度地图消费指数更多反映服务消费，同时也是 2023 年弹性最大的分项之一。春节期间（除夕至初五），全国消费指数环比改善 31.1%，为 2022 年 11 月中旬的 164%。其中，一线、二线、三四线分别达到 2022 年 11 月中旬的 119%、150%、211%。分场景来看，旅游>商场>餐饮>观影>免税，且全面超过 2022 年。根据国家税务总局增值税发票数据显示，2023 年春节商品消费和服务消费同比分别增长 10% 和 13.5%，2023 年更应关注服务消费。

(2) 建筑业：1 月新订单快速改善，1-2 月基建增速仍可期。近期多个省市重大项目集中开工，推升 PMI 新订单指数大幅回升了 8.6 个百分点至 57.4%。其中河南、陕西、福建分别新开工 1271、795、280 个，总投资额 15650、5646、3948 亿元。向后看，基建仍为稳增长重要抓手，2023 年 1-2 月基建增速仍可期。

● 服务消费“M”型修复的线索

在春节消费全方位超越 2022 年、部分恢复至疫前水平之际，我们提示消费结构可能发生变化，这一点值得探究和思考。比如，数据表明春节旅游人均消费水平下降，部分地区服务消费呈现“M”型修复。(1)2023 年春节旅游收入、旅游人次恢复至 2019 年的 73%、89%，代表高端消费的海南离岛免税人均购物金额 2021、2022、2023 年分别为 1.08、1.03、0.99 万元，指向人均消费水平趋于下行。(2)我们比较了春节期间三亚各等级酒店价格涨幅，曲线从 2019 年的线性递增至 2022、2023 年的 U 型（两头高、中间低），五星级和低星级涨幅较大，或指向中端出现了一定的消费降级。

消费“量”的快速修复体现了“新十条”放松管控、疫情达峰以来居民消费和出行意愿的好转，但“质”相对不足则有待于居民可支配收入回升和消费政策加码。1 月 28 日国常会提出“推动消费加快恢复成为经济主拉动力”，向后看需密切关注消费增量举措，可能有消费相关政策讨论、出台。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《国企改革成效与中特估值下的投资思路——宏观经济专题》-2023.1.30

《政策将“加力扩消费”——宏观周报》-2023.1.29

《地方两会：高质量“温补”——宏观经济专题》-2023.1.29

目 录

1、制造业：重返荣枯线上，需求好于供给、内需强于外需.....	3
2、非制造业：春节消费超预期推升服务业 PMI，重大项目提前发力改善建筑业新订单.....	5
3、服务消费“M”型修复的线索.....	7
4、风险提示.....	8

图表目录

图 1：省、城市分别于 12 月 25 日、12 月 29 日完全达峰.....	3
图 2：93%省市、84%城市退坡至 2022 年 1-2 月水平.....	3
图 3：1 月制造业 PMI 分项普遍改善.....	3
图 4：春节后 PTA 开工率快速改善.....	4
图 5：春节期间汽车轮胎开工率介于 2021、2022 之间.....	4
图 6：预计 1 月出口增速-9.6%.....	4
图 7：春节消费改善至 2022 年 11 月的 164%.....	6
图 8：消费活动随春运进行城际迁移.....	6
图 9：2023 年春节消费场景修复均超 2022 年.....	6
图 10：春节消费超预期推升服务业景气向好.....	6
图 11：建筑业新订单快速改善.....	6
图 12：水泥开工下滑但好于 2022 年春节.....	7
图 13：挖机销量回落.....	7
图 14：石油沥青开工见底回升.....	7
图 15：重交沥青先于建筑沥青回升.....	7
图 16：三亚酒店春节涨价曲线异化.....	8

2023 年 1 月官方制造业 PMI 50.1%，前值 47.0%，预期 50.0%；1 月官方非制造业 PMI 54.4%，前值 41.6%。中国企业经营状况指数(BCI)为 49.7%，前值 45.2%。

1、制造业：重返荣枯线上，需求好于供给、内需强于外需

(1)疫情快速达峰退坡、春节后加快返工，1 月制造业景气度改善，需求改善好于供给、内需强于外需。1 月制造业 PMI 为 50.1%、较前值改善了 3.1 个百分点，自 2022 年 10 月以来重返荣枯线上；供给端看，PMI 生产为 49.8%、较前值改善了 5.2 个百分点；需求端看，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别改善了 7.0、1.9、3.0 个百分点至 50.9%、46.1%、46.7%，“PMI 新订单-PMI 进口”剪刀差衡量国内订单水平，1 月该指标迅速走扩，指向内需较快改善且内需优先创造国内订单。供需均改善，但受春节假日因素影响，供给改善力度稍低于需求。

图1：省、城市分别于 12 月 25 日、12 月 29 日完全达峰

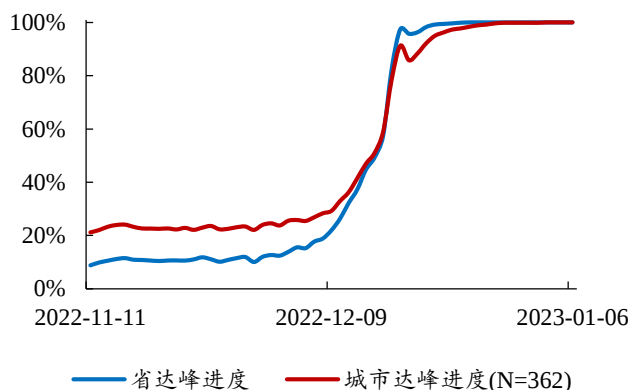
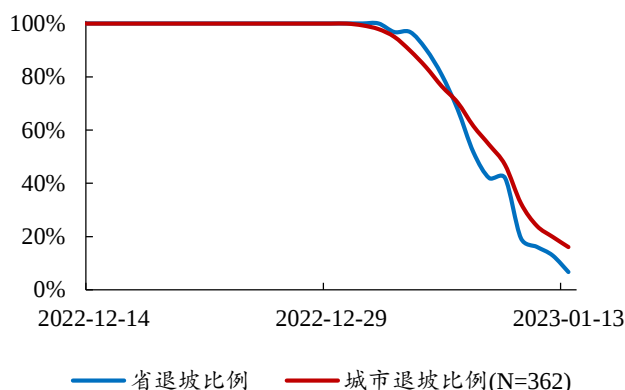


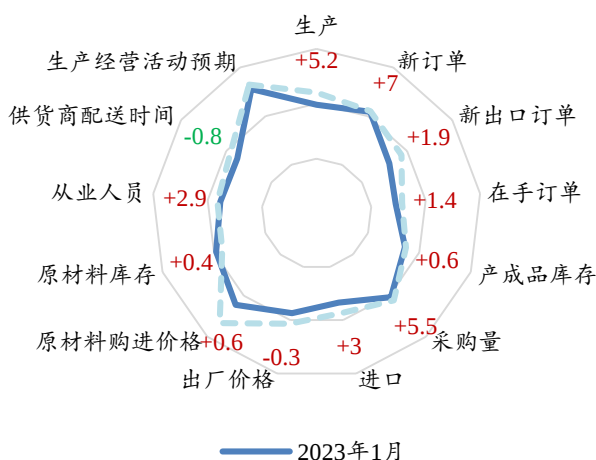
图2：93%省市、84%城市退坡至 2022 年 1-2 月水平



数据来源：百度指数、开源证券研究所；注：达峰进度为连续变量，计算为当日百度指数/达峰日百度指数，达峰后标记为 1。

数据来源：百度指数、开源证券研究所；注：退坡比例为 01 变量，疫情完全退坡标记为 0，此前标记为 1。

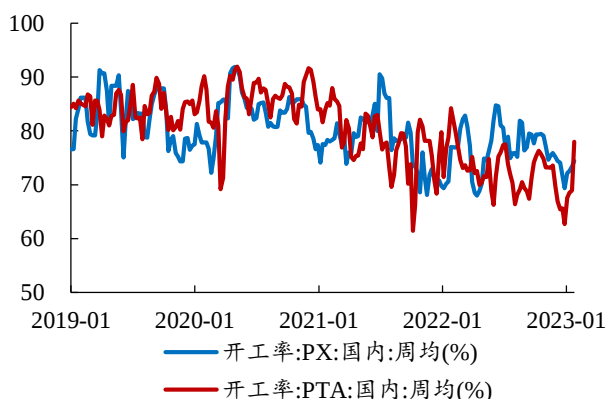
图3：1 月制造业 PMI 分项普遍改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

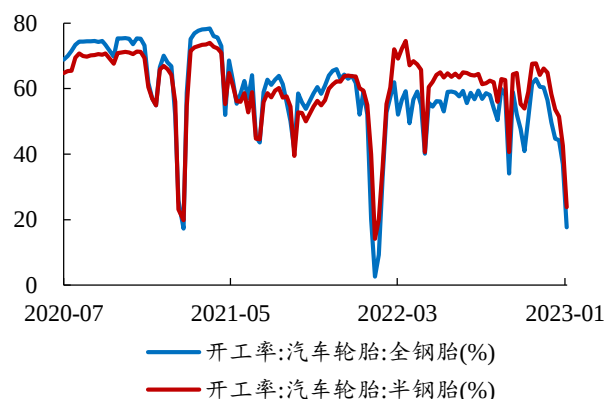
生产方面，高频数据显示疫情“第一次冲击”对工业生产的冲击逐步消退。具体来看，1月PTA开工率为74.7%、快速收复疫情“失地”（2022年10、11、12月分别为73.4%、70.2%、62.1%）；截至1月19日，汽车全钢胎和半钢胎开工率回落至17.6%、23.8%，与往年春节同期相比高于2022年、低于2021年；我们跟踪的煤炭库存、螺纹钢周均产量、水泥价格等指标尚未更新至春节后，无法反映供给修复情况。

图4：春节后 PTA 开工率快速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

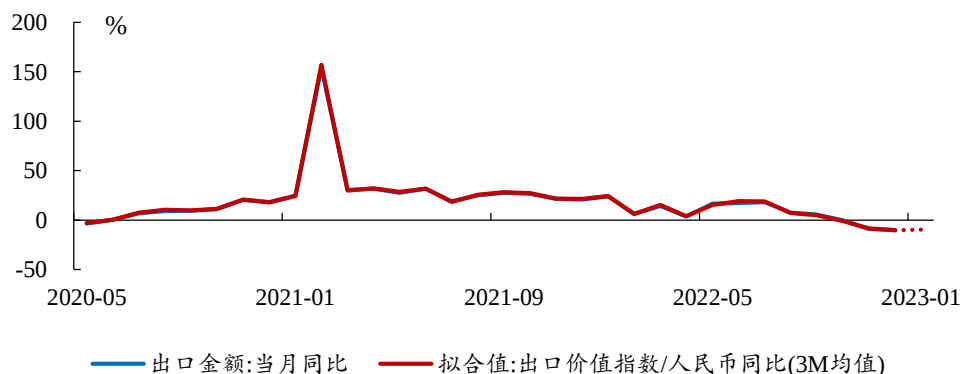
图5：春节期间汽车轮胎开工率介于 2021、2022 之间



数据来源：Wind、开源证券研究所

出口方面，2023 上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌，预计 1 月出口为-9.6%。高频数据方面，中国出口集装箱运价指数(CCFI)同比下跌 67.0%，连续 7 个月下行。在《否极泰来——兼评 12 月 PMI 数据》中我们基于出口数量指数和出口价格指数预测出口同比：出口同比=出口价值指数/人民币同比-100%=出口价格指数*出口数量指数/人民币同比 3M 均值-100%。12 月出口同比为-9.9%、预测值为-14%，差异在于我们高估了出口价格指数的下行幅度。海外需求回落已体现为出口“量”的萎缩，但价格水平仍较坚挺。2023 年出口压力趋增，节奏可能是“上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌”，需要进一步稳内需、扩内需。11 月以来沿海为主的多个省市组团包机抢订单，此外中央层面稳外贸政策将持续发力、确保经济平稳运行。我们预计 1 月出口增速为-9.6%。

图6：预计 1 月出口增速-9.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)原材料和产成品仍去库、原材料指数上行，PPI 同比降幅收窄。1 月 PMI 原材料库存、产成品库存分别为 49.6%、47.2%，均低于荣枯线，指向企业原材料和产成品仍在去库。1 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别为 52.6%、48.7%，较前值分别变动了 0.6、-0.3 个百分点。高频数据显示，截至 1 月 13 日生产资料价格指数环比回落 0.45%，1 月南华工业品指数环比回升 2.1%，综合来看，1 月原油、铜、螺纹钢等大宗商品环比涨价，我们预计 1 月 PPI 环比可能在 0.3% 左右，同比为 -0.2% 左右。此外，PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为 -3.5%（前值 -2.6%），负缺口走扩指向制造业利润承压。

(3)各类型企业全线修复。1 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别回升了 4.0、2.2、2.5 个百分点至 52.3%、48.6%、48.2%，大型企业改善最快。1 月中国企业经营状况指数（BCI）为 49.7%、连续 3 个月回升，销售、利润、用工前瞻、融资指数改善幅度较大，分别回升了 9.6、7.0、4.6、3.6 个百分点，小微企业经营生产或将重返荣枯线。

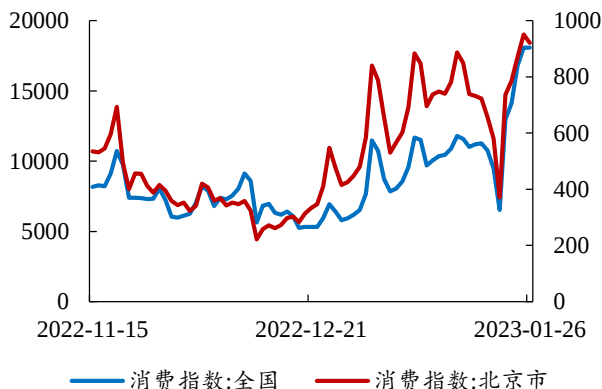
2、非制造业：春节消费超预期提升服务业 PMI，重大项目提前发力改善建筑业新订单

(1)服务业：春节消费全面改善、关注服务消费弹性。1 月非制造业 PMI 商务活动指数较前值大幅改善了 12.8 个百分点至 54.4%，其中服务业 PMI 升至 54.0%。表征需求的 PMI 服务业新订单指数为 51.7%，表征预期的服务业业务活动预期指数为 64.3%、高于该指标 60%的“实际荣枯线”¹，春节假日消费全面改善推动服务业需求和预期双双走强。分行业来看，21 个行业中有 15 个位于扩张区间，前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数均高于上月 24.0 个百分点以上。

相对于社零主要反映商品消费，我们跟踪的百度地图消费指数更多反映服务消费，同时也是 2023 年弹性最大的分项之一。春节期间（除夕至初五），全国消费指数环比改善 31.1%，为 2022 年 11 月中旬的 164%。其中，一线、二线、三四线分别环比改善 17.5%、22.3%、47.5%，达到 2022 年 11 月中旬的 119%、150%、211%，返乡大迁徙与春节旅游对应了消费活动的城际迁移。

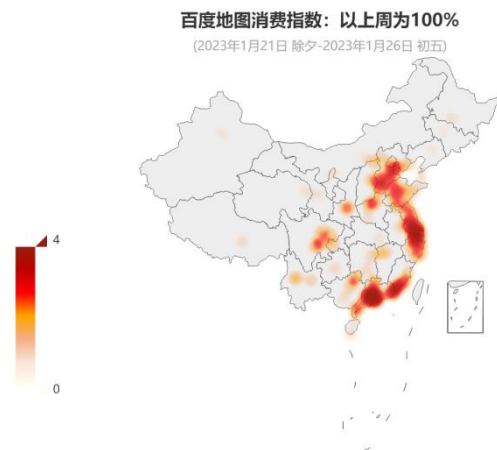
¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评 11 月 PMI 数据》。服务业业务活动预期指数自 2012 年以来仅有一次低于 50%（2020 年 2 月），2022 年疫情期间最低为 53.0%，历年均值为 59.5%，且统计局在解读该指标时常会提到“60.0%高景气区间”，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为 60%。

图7：春节消费改善至 2022 年 11 月的 164%



数据来源：百度地图、开源证券研究所

图8：消费活动随春运进行城际迁移



数据来源：百度地图、开源证券研究所

春节消费分场景来看，旅游>商场>餐饮>观影>免税，且全面超过 2022 年（详见《寻找消费超预期——春节海内外要闻》）。国家税务总局增值税发票数据显示，2023 年春节商品消费和服务消费同比增长 10%、13.5%，2023 年更应关注服务消费。

图9：2023 年春节消费场景修复均超 2022 年

场景	细项	口径	2023	2019春节为100%	2022春节为100%
旅游	收入(亿元)	文化和旅游部	3758.43	73%	130%
	人次(亿人)	文化和旅游部	3.08	89%	123%
	客流量(2500+旅游景点)	百度慧眼	49363.49		170%
商场	客流量(2000+商场)	百度慧眼	36019.92		128%
餐饮	收入(亿元)	中国烹饪协会		102%	125%
	餐(海底捞)收入(亿元)	久谦	10.25		118%
	饮(喜茶)收入(亿元)	久谦	0.96		122%
观影	收入(亿元)	猫眼电影	67.62	116%	112%
	人次(亿人)	猫眼电影	1.28	98%	112%
免税	收入(亿元)	海口海关	15.6		106%
	人次(万人)	海口海关	15.7		110%

数据来源：Wind、文化和旅游部、百度慧眼、中国烹饪协会、久谦、海口海关、开源证券研究所

图10：春节消费超预期推升服务业景气向好

图11：建筑业新订单快速改善

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_51670

