

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

从寒冬走向复苏的迹象已现

2023年2月1日

- **感染峰值过后，制造业景气度明显修复。**制造业PMI重新回到扩张区间，生产端和需求端明显回暖，而新订单回暖是制造业景气度修复的主要贡献。供需两端回暖属于感染峰值过后的反弹，这与去年4月疫情冲击后的修复相类似。不同的是，今年1月新订单和从业人员的景气度修复力度更强。一是疫情防控措施优化和春节等因素带动终端需求回升。二是感染峰值过后，员工短缺情况有明显改善。1) 在市场需求方面，新订单和新出口订单表现分化，显示出需求端承压正转向内需改善。2) 在库存和价格方面，随着制造业企业主要原材料采购量的增加，原材料库存也在上升。需要注意的是，企业投入价和出厂价仍在背离。分规模看，大型企业率先修复至扩张区间，而中、小企业仍在收缩区间。
- **服务业触底反弹显示疫情影响或接近尾声。**非制造业景气水平触底回升，能再回扩张区间主要源于服务业的明显修复。从疫情本身考虑，春运期间，疫情未出现明显反弹，新冠阳性率也在降低，这轮疫情感染对服务业的影响或已接近尾声。1) 消费场景恢复再加上春节消费需求改善，服务业表现触底反弹。随着社会面人员流动的恢复和春节消费需求的释放，接触型服务业表现明显修复。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重返扩张区间，酒店、民宿等住宿餐饮消费加速修复，表明居民消费意愿明显增强。2) 建筑业景气度保持增长，反弹力度不及服务业。建筑业总体继续保持增长，新订单高增说明疫情感染峰值过后建筑业市场需求也有改善，但疫情对服务业的影响程度要高于对建筑业的扰动，因此在消费场景修复时服务业的反弹力度反而更大。
- **从寒冬走向复苏的迹象已经出现。**寒冬已过，经济迈向复苏的迹象初步显现。可以看到感染达峰后，疫情对经济的影响正在逐步退去，经济增长的动能也逐步释放。目前来看，制造业和非制造业企业对后续经济活动预期较为乐观，反映企业信心明显增强，生产经营活动恢复势头强劲，经济持续修复的前景可期。但这是经济复苏的初步迹象，我国经济恢复的基础还需要强化，政策面呵护仍然重要。一是制造业和非制造业的加速回暖建立在年底加速探底的基础上。二是假期过后，春节对市场需求的提振或会逐渐弱化。尽管出口订单降幅收窄，但仍在收缩区间，出口压力仍较大。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

目 录

一、感染峰值过后，制造业景气度明显修复	3
二、服务业触底反弹显示疫情影响或接近尾声	6
三、从寒冬走向复苏的迹象已现	8
风险因素	8

图 目 录

图 1：制造业景气度全面复苏	3
图 2：制造业市场需求的修复力度好于生产	4
图 3：新出口订单和新订单表现分化	4
图 4：投入价和出厂价格表现背离	5
图 5：供货商配送时间边际改善	5
图 6：大企业重回景气区间	6
图 7：经济动能明显回升	6
图 8：服务业明显反弹	7
图 9：1 月新冠病毒阳性率逐步下跌	7
图 10：非制造业业务活动预期增强	8

一、感染峰值过后，制造业景气度明显修复

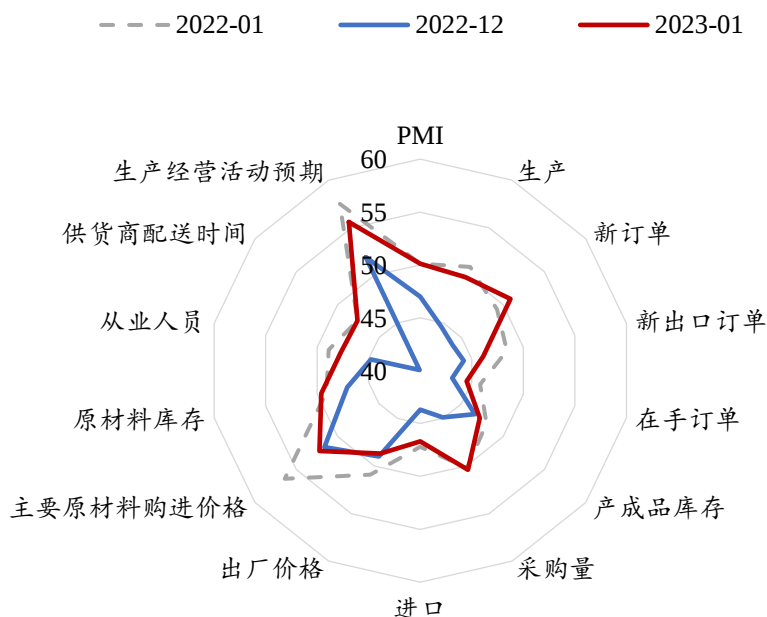
1 月制造业 PMI 重新回到扩张区间，录得 50.1%，较 12 月修复了 3.1 个百分点。其中，生产端和需求端明显回暖，制造业市场需求的修复力度要好于生产，新订单回暖是制造业景气度修复的主要贡献。

产需两端回暖属于峰值过后的修复。1 月制造业生产 PMI 回升至 49.8%，修复了 5.2 个百分点，新订单 PMI 为 50.9%，修复了 7 个百分点。观察 2022 年 4 月表现，在 4 月疫情冲击后，经济景气度出现类似修复。与 4 月分项表现相一致，新订单、生产、从业人员、原材料库存都对制造业景气度表现起正向贡献。不同的是，2023 年 1 月新订单和从业人员的景气度修复力度更强。

一是疫情防控措施优化和春节等因素带动终端需求回升。春节假期对企业生产景气度有干扰，但能提振终端需求。1 月新订单的表现既有消费场景恢复下的假日提振，也有部分源自上期低基数下的回升。从行业情况看，农副食品加工、医药、通用设备、铁路船舶航空航天设备等 9 个行业的生产指数和新订单指数均位于扩张区间，其中医药制造业产需增长明显，两个指数均升至 65.0% 以上高位景气区间。

二是感染峰值过后，员工短缺情况有明显改善。12 月大面积新冠感染使得从业人员指数明显下挫，从业人员紧缺一度给物流配送等方面产生负面影响。1 月新冠感染痊愈后，各规模企业反映劳动力供应不足的比重较 12 月明显下降，员工短缺制约生产的情况有明显缓解。在基数影响下，1 月制造业企业的用工景气度上升，作为环比数据的从业人员 PMI 也明显改善。

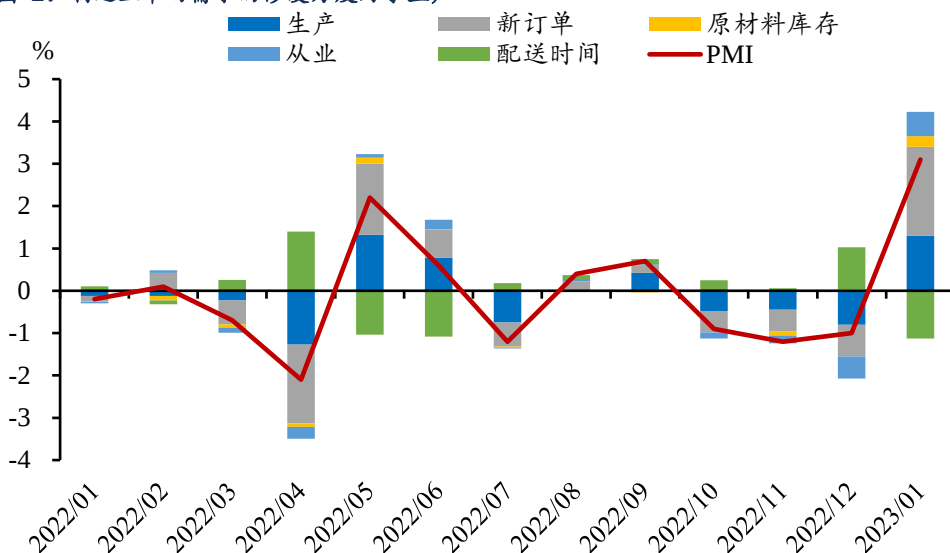
图 1：制造业景气度全面复苏



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

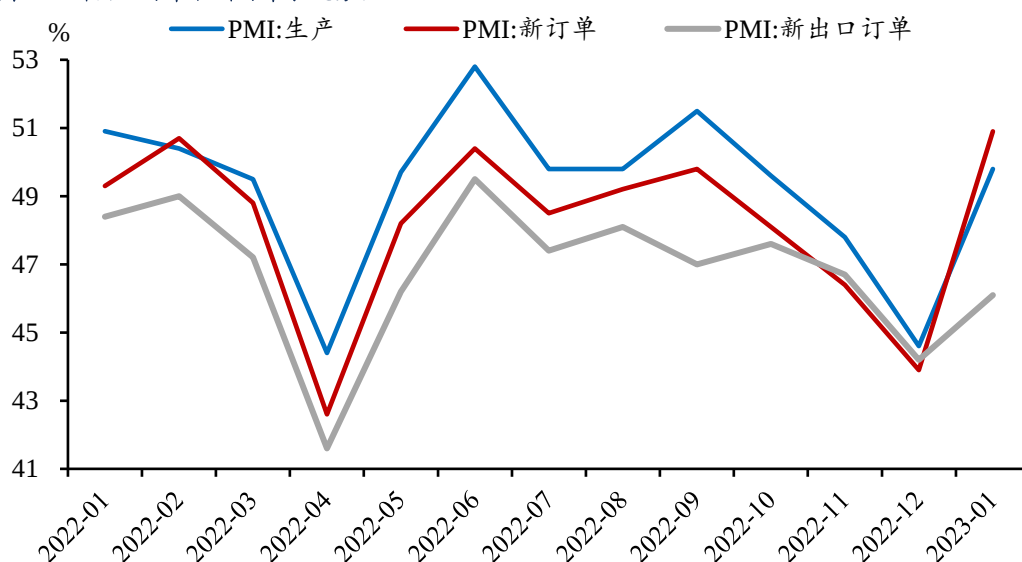
制造业市场需求的修复力度要好于生产。这是因为春节效应对生产 PMI 指数有负向影响，在春节假日期间企业的生产活动减少，但是居民对消费品的需求增加，因此制造业市场需求的修复力度更大。在市场需求方面，新订单和新出口订单表现分化。1 月的新订单指数重回扩张区间，制造业市场需求有所回升；而新出口订单指数虽然有了边际改善，但是仍在收缩区间运行。新订单和新出口订单的表现分化，显示出需求端承压正转向内需改善。

图 2：制造业市场需求的修复力度好于生产



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

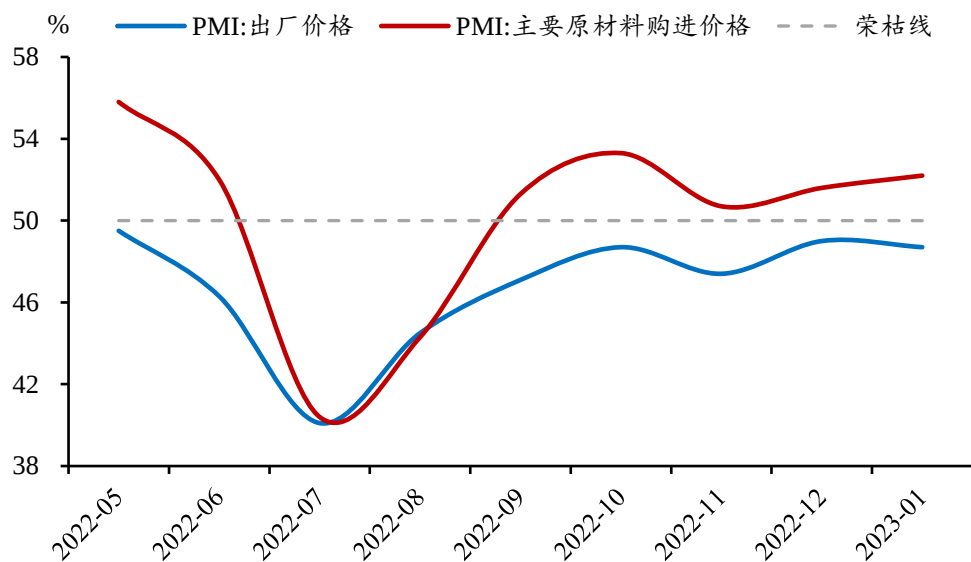
图 3：新出口订单和新订单表现分化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

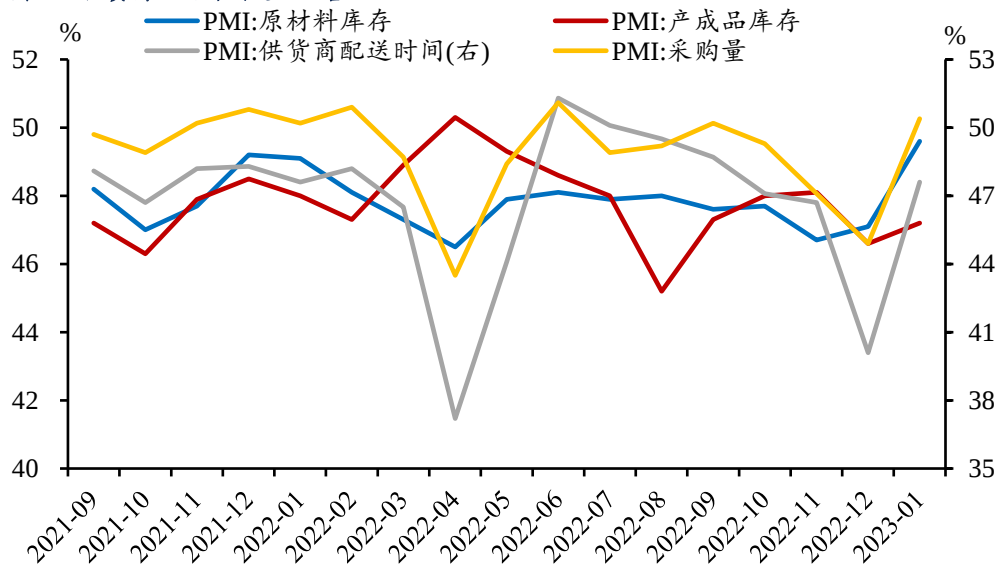
制造业原材料供应商交货时间延长情况有所改善。12月物流运输人力不足，制造业原材料供应商交货时间有所延长。1月各地陆续走出新冠感染高峰后，供应商配送时间延长的情况有所改善。制造业企业主要原材料采购量也修复至1月的50.4%，随着采购量的增加，原材料库存指数也在上升。需要注意的是，投入价和出厂价仍在背离。其中，原材料价格指数继续在扩张区间上升，而出厂价格指数则在收缩区间进一步下降，显示企业的盈利压力仍在。分规模看，大型企业率先修复至扩张区间。大企业 PMI 重回临界点以上，录得 52.3%，前值为 48.3%，中、小企业 PMI 分别为 48.6%和 47.2%。

图 4：投入价和出厂价格表现背离



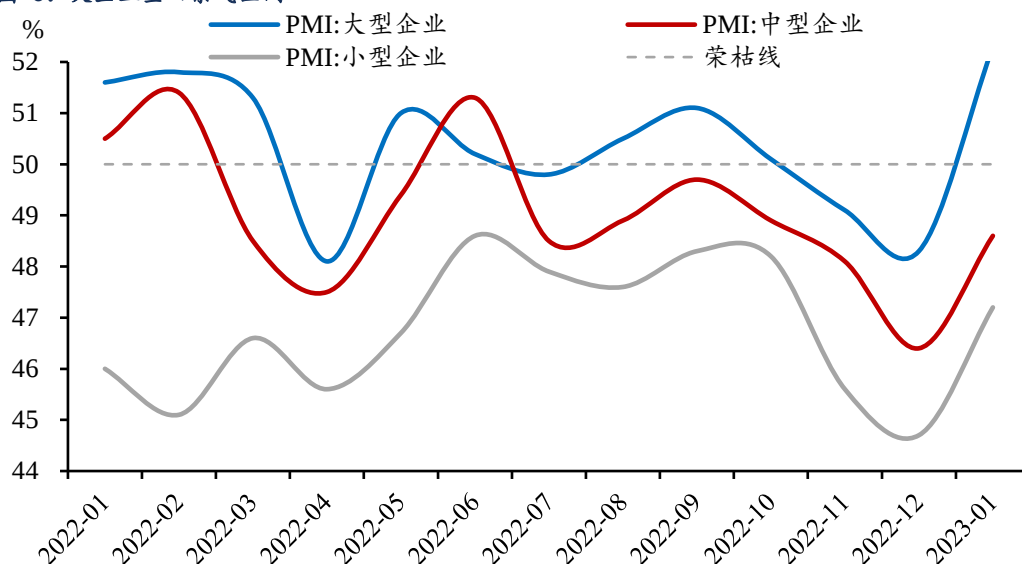
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：供货商配送时间边际改善



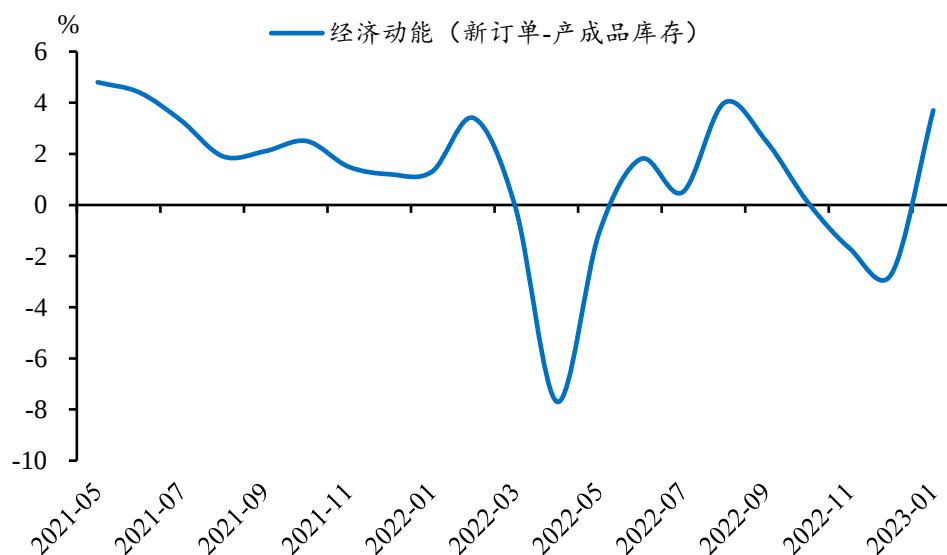
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：大企业重回景气区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：经济动能明显回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

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_51769

