

曲折回升开始，不确定性减弱

1月PMI点评

核心内容：

- **PMI数据情况** 2023年1月份中采制造业PMI指数50.1，比去年12月份回升3.1，低于近年均值0.4，重新进入扩张区间。非制造业PMI录得54.4，比12月份上行12.2，高于近年均值1.9；建筑业PMI录得56.4，比上个月上行2.0，低于近年均值2.0。中采先进制造业EPMI录得50.9，比上月上行4.1，高于近年均值1.2。PMI的回升基本符合预期。
- **制造业订单恢复强于生产，供给侧限制大于需求端** 1月份制造业PMI在疫情达峰的背景下如期反弹，产需均有回复且需求强于生产，产成品库存存在供给限制下仅小幅上行，原材料类购进价格明显上升。疫情的快速达峰除了带来需求的环比回升外，也缓和了供给端的瓶颈：雇员的逐步恢复助力生产上行，配送时间也有所加快，不过制造业供给端目前受到的压制大于需求端，是未来改善的重点。需要注意（1）1月内需环比改善更多是环比修复而非全面复苏，53%的企业依然表示需求不足，短期新订单扩张会受限制；（2）私人部门预期逐步改善、部分超额储蓄释放和消费政策使上半年需求复苏概率较高，进一步带动生产。
- **库存保持低位，购进价格改善，有望向主动补库存过渡** 产成品库存回升0.6至47.2，原材料指数上行2.5至49.6。1月产成品库存分化，整体变动不大，需求强于生产防止库存上升，下月生产依然有较大改善空间；多个行业原材料库存回升，一方面由于采购增加，另一方面生产偏弱也导致原材料积累。在生产的短期压制下，1月库存仍体现出被动变化的特征，但随着未来的产需改善，有望向主动补库存过渡。购进价格的回升和采购量50.4（+0.6）的上行一致，其回升反映企业在为产需的继续回升做准备；同时，价格的上行也会加快PPI拐点的确认。
- **生产和消费服务均大幅改善，建筑业仍有支撑** 1月非制造业显著回升，主要由于上期的低基数以及疫情达峰后对地产与日常消费场景的限制显著降低：非制造业全国经营活动状况大幅上行12.8至54.4，高于近年均值1.9。服务业经营活动状况回升14.6至54.0，高于近年同期均值，新订单上升14.2至51.6，价格和就业环比也有改善。建筑业上行，在基建、保交楼和积压装修需求下维持高景气度；房地产销售增速仍偏低，但需求环比显著上行。
- **不确定性的减弱与曲折回升的号角** 第一轮疫情的达峰好于预期，二次感染按照过往经验外推至少要等到年中才会出现。外需下滑的确定性较高，但美欧经济的韧性似乎意味着对出口增速的预期存在改善空间。中央和地方对经济和财政的积极定调也使基建投资的稳定和地产企稳回升的概率提升。目前看，内需的改善更多是修复性的，而非全面的复苏，私人资产负债表的再扩张、超额储蓄的缓慢释放和预期的抬升都需要时间，也需要相关政策的支持。尽管如此，PMI的反弹已经吹响了曲折回升的号角，也是数据跟上强预期的第一步，随着2022年面临的不确定性进一步弱化，资产定价还有改善空间。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

核心风险：疫情二次感染超预期、海外经济衰退提前

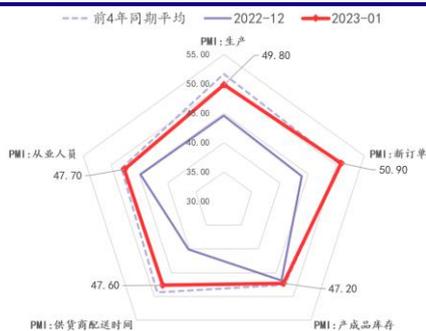
2023年1月份中采制造业PMI指数50.1，比去年12月份回升3.1，低于近年均值0.4，重新进入扩张区间。非制造业PMI录得54.4，比12月份上行12.2，高于近年均值1.9；建筑业PMI录得56.4，比上个月上行2.0，低于近年均值2.0。中采先进制造业EPMI录得50.9，比上月上行4.1，高于近年均值1.2。PMI的回升符合预期。

一、订单恢复强于生产，减员与配送影响明显减弱，库存低位

1月份制造业PMI在疫情达峰的背景下如期反弹，供需均有回复且需求强于生产，产成品库存在供给限制下仅小幅上行，原材料类购进价格明显上升。1月的两个节日造成了季节性扰动，虽然环比改善较大，但同疫情前的可比时段仍有差距，符合雇员从疫情中恢复、消费场景仍受影响的情况。疫情的快速达峰除了带来需求的环比回升外，也缓和了供给端的瓶颈：雇员的逐步恢复助力生产上行，配送时间也有所加快，不过制造业供给端目前受到的压制大于需求端，是未来改善的重点。同时，内需的改善更多是修复性的，而非全面的复苏，私人资产负债表的再扩张、超额储蓄的缓慢释放和预期的抬升都需要时间，也需要相关政策的支持。尽管如此，PMI的反弹已经吹响了曲折回升的号角，也是数据跟上强预期的第一步，随着2022的诸多不确定性进一步弱化，资产定价还有改善空间。

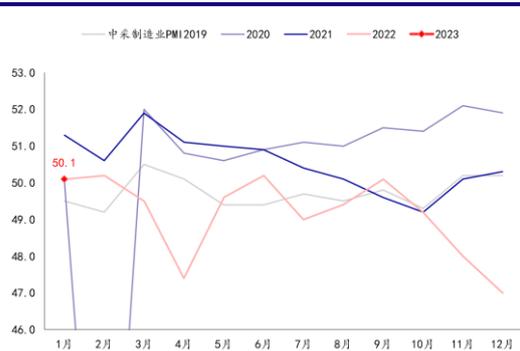
1月份生产环比回升，仍低于同期均值，两个假期和疫情导致的减员对生产有所压制，但低基数、需求改善和生产人员疫后复工带来了较强的环比改善。在我国疫情防控放开、第一轮感染达峰的背景下，内需从低位回升，消费类率先恢复，但疫情的短期干扰和在私人部门资产负债表上留下的疤痕一定程度上限制内需复苏的斜率。外需方面，由于美国经济暂未失速、欧元区数据显示未来衰退程度低于预期，出口增速在上半年下行的幅度应当有所收窄，但在外部衰退概率较大、库存偏高的背景下依然处于回落通道。整体上，内需恢复和外需边际改善、疫情减员的恢复，低产成品库存等因素均支持生产改善。目前PPI已处于低位，随着需求和企业预期的好转，价格底部开始形成，PPI触底回升的“买入信号”正逐渐加强。产量方面，大宗商品整体从低位回升，石油、化工、黑色系和非金属矿物制品均有改善，有色保持低位；设备类同样上行，汽车、电器机械和通用设备回升最多，仅专用设备下行；消费类中医药产出达到96.3的绝对高位，难再上升，农副食品也因节日明显扩张。

图 1：中采制造业 PMI 变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单和出口回升。全国订单指数上行7.0至50.9，低于近年均值0.1，出口订单上升1.9至46.1，低于均值3.0。内需改善幅度明显好于外需，感染数量达峰、前期积压需求和节日对环比大幅改善做出贡献。需要注意（1）1月内需环比改善更多是环比修复而非全面复苏，53%的企业依然表示需求不足，短期新订单扩张会受限制；（2）私人部门预期逐步改善、部分超额储蓄释放和消费政策使上半年需求复

苏概率较高，进一步带动生产。1月内需扩张较多的有汽车制造、农副食品加工、医药、化学原料及化学品等，回落较多的有有色金属、金属制品、专用设备和计算机。出口订单也有较大改善，汽车制造、电器机械、金属制品和农副食品加工业上行较多，石油和黑色系订单环比下行。

1月配送时间指标上行7.5至47.6，低于均值1.2，其作为逆向指标的上行对PMI有大约1.1个百分点的拖累，剔除后PMI接近51。12月疫情集中爆发导致物流人员大幅减少，1月疫情达峰快于预期有助于人员回补；未来配送时间有望进一步缩短，但环比幅度缩小，对PMI的反向拖累也会弱化。

产成品库小幅回升，原材料库存上行幅度更大。1月产成品库存回升0.6至47.2，原材料指数上行2.5至49.6。1月产成品库存分化，整体变动不大，需求强于生产防止库存上升，下月生产依然有较大改善空间；多个行业原材料库存回升，一方面由于采购增加，另一方面生产偏弱也导致原材料积累。产成品库存上行较多的有石油、医药制造、黑色系和金属制品，下行较多的有通用设备、化学纤维、纺织服装和农副食品。在生产短期压制下，1月库存仍体现出被动变化的特征，但随着未来的产需改善，有望向主动补库存过渡。

1月份购进价格上行，出厂价格小幅回落；购进价格52.2(+0.6)，仍低于近年均值，出厂价格48.7(-0.3)。购进价格的回升和采购量50.4(+0.6)的上行一致，原材料行业涨价明显，通用和专用设备也有明显上升。出厂价格可能收到PPI的压制而略有收缩，但原材料类出厂价格改善。价格的回升反映企业在为产需的继续回升做准备，制造业改善可期；同时，价格的上行也会加快PPI拐点的确认，工业利润虽然短期承压，但也将跟随PPI恢复。

图 3：各行业生产 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：各行业新订单 (%)

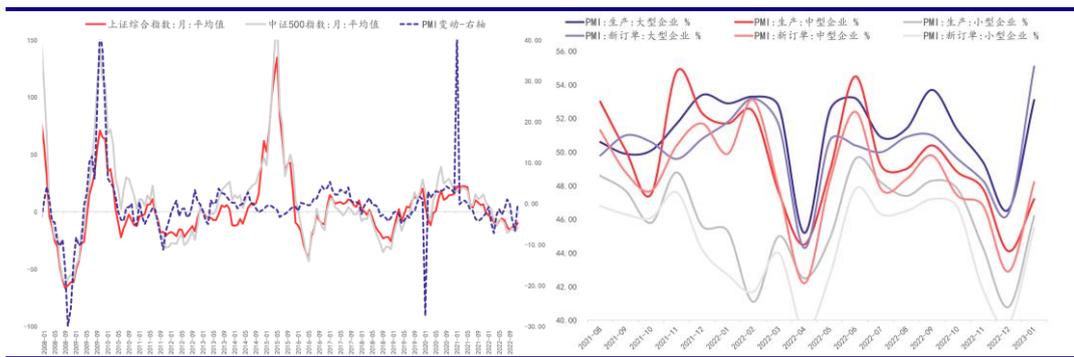


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1月大型企业PMI上行4.0至52.3，中型企业上行2.2至48.6，小型企业上行2.5至47.2。三类企业新订单均上行，但中小企业仍处于萎缩区间；出口订单的回升对中小企业PMI有所支持。大中企业原材料库存回升强于小企业，依赖外需的小企业仍面临一定压力。预期方面，三类企业也都明显回升，这和采购量5.0个百分点以上的改善是一致的。整体上，大企业恢复更为明显，这可能与原材料类率先改善有关。

图 5：PMI 改善支持股指继续回升

图 6：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、服务业与地产反弹，建筑业保持高景气

1月非制造业显著回升，主要由于上期的低基数以及疫情达峰后对地产与日常消费场景的限制显著缓和：非制造业全国经营活动状况大幅上行12.8至54.4，高于近年均值1.9。服务业经营活动状况回升14.6至54.0，高于近年同期均值，新订单上升14.2至51.6，价格和就业环比也有改善。建筑业上行，在基建、保交楼和积压装修需求下维持高景气度；房地产销售增速仍偏低，但需求环比显著上行。

生产性服务业上行18.7至57.1，指标全面改善，就业人员小幅回升但仍对扩张形成一定限制：交运仓储和邮政、物流、批发和信息服务均进入扩张区域，其中交运仓储和物流环比上行最大，反映出行和物流恢复；租赁和商务服务以及生产资料批发零售在萎缩区间略有改善。消费性服务回升18.0至55.9，改善最明显的是零售业(+24.7)和住宿餐饮业(+31.7)，居民服务和生态保护也有明显回升。就业虽然有所上行，但整体还处于萎缩区域，因此在强需求下形成限制，随着就业进一步恢复和扩张，服务业预计保持在扩张区间。

建筑业表现依然较好，1月份建筑业经营活动状况上行2.0至56.4，需求的保持和就业恢复使其连续八个月位于扩张区间。其中，土木工程建筑业回落至43.3，主要由于淡季和春节影响；而建筑安装上行20.0至68.9，应是收到保交楼和积压装修需求的提振，就业人员也显著回升，这也与黑色系的回升一致。房地产环比终于上行11.4至48.5，新订单上行10.9至44.6。政策的前置发力继续支持基建投资和建筑业，地产有边际改善的迹象，不过仍需观察。

图 7：服务业 PMI 大幅回升 (%)

图 8：建筑业 PMI (%)

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_51774



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>