

2023年1月PMI点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
yang_fei@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
majieying@gjzq.com.cn

“冬去春来”，经济复苏

事件：

1月31日，国家统计局公布1月PMI指数，制造业PMI指数录得50.1%、较上月提升3.1个百分点。

经济修复加快、四大特征凸显，景气修复有望延续，坚定看多中国经济

经济修复加快，制造业和非制造业PMI双双回到临界值上方，四大特征凸显：1) 服务业修复快于制造业，服务业PMI提升14.6个百分点、大于制造业的3.1个百分点；2) 制造业需求修复快于生产、内需强于外需，新订单和生产分别提升7和5.2个百分点，新出口订单依然低迷；3) 非制造业需求修复快于制造业，服务业和建筑业新订单分别提升14.2和8.6个百分点、高于制造业新订单的7个百分点；4) 大型企业修复快于中小型企业。

年初服务业修复或主要来自居民线下活动增多，节后线下商务活动等的修复，进一步对服务业修复形成支撑。CAPSE数据显示，1月商务出行意愿指数环比下降30%、而旅游出行意愿指数环比上升21%，与春节假期临近，居民外出旅游、返乡等增多有关，假期旅游人次和收入均较2023年元旦、2022年国庆明显改善。伴随场景加快修复，节后线下商务活动或有望增多，进而带动商务出行相关消费。

节后生产、投资等开复工有望加快，具备四个有利条件：1) 春节期间未出现感染高峰，有利于线下活动持续修复；2) 节后返程人流快速提升，指向劳动力复工加快；3) 各级政府换届完成，政策重心回归经济建设，地方提信心、稳增长积极性高；4) 前期政策“累积效应”或加快显现，基建、产业等投资实物工作量落地或提速。

重申观点：坚定看多中国经济，新时代“朱格拉周期”已然启动。宏观主线转向内需增长为主，驱动包括：新时代“朱格拉周期”带来的制造业投资强劲，稳增长“加力”带来的基建投资韧性，疫后修复及地产链的拖累减弱等。

常规跟踪：产需双双修复，需求快于生产、服务业快于制造业

制造业PMI快速回升至临界值上方，产需双双修复，需求快于生产。1月，制造业PMI较上月提升3.1个百分点至50.1%、时隔3个月重新回到临界值上方，其中，新订单和生产指数分别较上月提升7和5.2个百分点至50.9%和49.8%，采购量提升5.5个百分点、高于原材料库存提升的2.5个百分点，而新出口订单仅提升1.9个百分点至46.1%、低于2022年11月水平，CCFI等高频指标显示出口活动依然低迷。

不同企业均修复，大型企业修复快于中小型企业。1月，大型企业PMI提升4个百分点至52.3%，中型和小型企业分别提升2.2和2.5个百分点至48.6%和47.2%、仍处于临界值下方；不同类型企业内部也呈现明显的需求修复快于生产、内需好于外需，其中，大型企业生产和新订单分别提升6.5和8.7个百分点、均明显好于中型和小型企业。

非制造业修复快于制造业，服务业强势反弹、稳增长加力。1月，非制造业PMI较上月提升12.8个百分点至54.4%，其中服务业拉动显著，服务业和建筑业PMI分别录得54%和56.4%、分别较上月提升14.6和2个百分点；服务业和建筑业新订单分别提升14.2和8.6个百分点，幅度大于制造业新订单的7个百分点。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

内容目录

1、经济修复加快，四大特征凸显.....	3
2、景气修复有望延续，关注三条投资线索.....	4
风险提示.....	6

图表目录

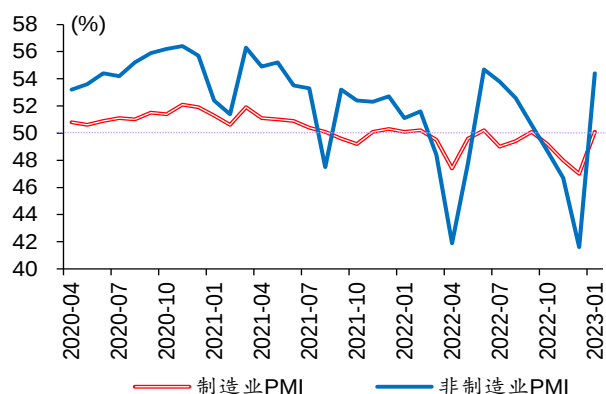
图表 1： 1 月，制造业和非制造业 PMI 均回到临界值上方.....	3
图表 2： 服务业 PMI 回升对非制造业 PMI 拉动显著.....	3
图表 3： 制造业主要分项均回升.....	3
图表 4： 新订单明显回升、新出口订单仍较为低迷.....	3
图表 5： 服务业和建筑业新订单回升大于制造业.....	4
图表 6： 2023 年专项债提前发行.....	4
图表 7： 大型企业 PMI 修复快于中小型企业.....	4
图表 8： 大型企业产需修复均好于中小型企业.....	4
图表 9： 1 月，旅游出行意愿环比上升，商务出行下降.....	5
图表 10： 2023 年春节，假期旅游边际改善显著.....	5
图表 11： 节后一线城市人口迁入规模明显高于过往.....	5
图表 12： 节后主要人口流出地区人口迁出规模高于过往.....	5
图表 13： 新时代“朱格拉周期”已然启动.....	6
图表 14： 交通类项目批复增多，或在 2023 年加快落地.....	6
图表 15： 各地产业政策重点以新兴产业突围为主.....	6
图表 16： 企业等社会集团消费对社零拖累显著.....	6

1、经济修复加快，四大特征凸显

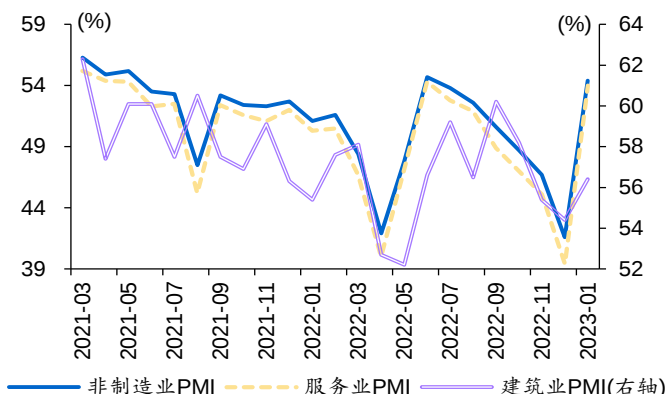
特征一：制造业和非制造业 PMI 双双回到临界值上方，服务业修复幅度更大。1 月，制造业和非制造业 PMI 分别录得 50.1%和 54.4%，分别较上月提升 3.1 和 12.8 个百分点；非制造业 PMI 大幅回升，主要缘于疫后服务业活动加快修复，服务业 PMI 录得 54%、较上月提升 14.6 个百分点，建筑业较上月提升 2 个百分点至 56.4%。

图表1：1 月，制造业和非制造业 PMI 均回到临界值上方

图表2：服务业 PMI 回升对非制造业 PMI 拉动显著



来源：Wind、国金证券研究所

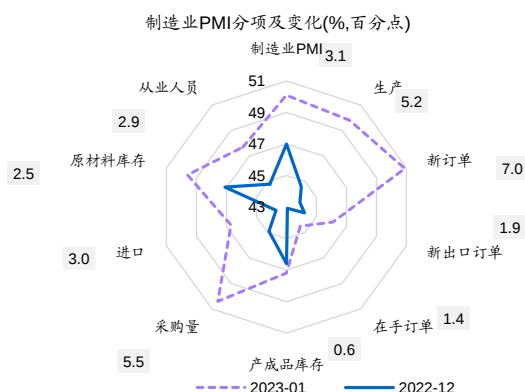


来源：Wind、国金证券研究所

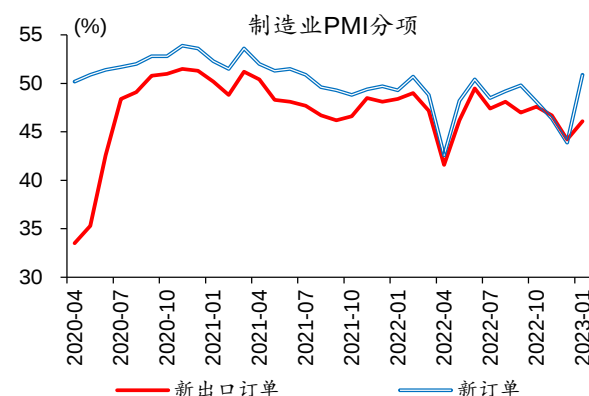
特征二：制造业内需修复快于生产，外需仍低迷。制造业 PMI 主要分项来看，需求修复快于生产，新订单和生产指数分别较上月提升 7 和 5.2 个百分点至 50.9%和 49.8%，采购量提升 5.5 个百分点、高于原材料库存提升的 2.5 个百分点，而新出口订单仅提升 1.9 个百分点至 46.1%、低于 2022 年 11 月水平，CCFI 等高频指标显示出口活动依然低迷。

图表3：制造业主要分项均回升

图表4：新订单明显回升、新出口订单仍较为低迷



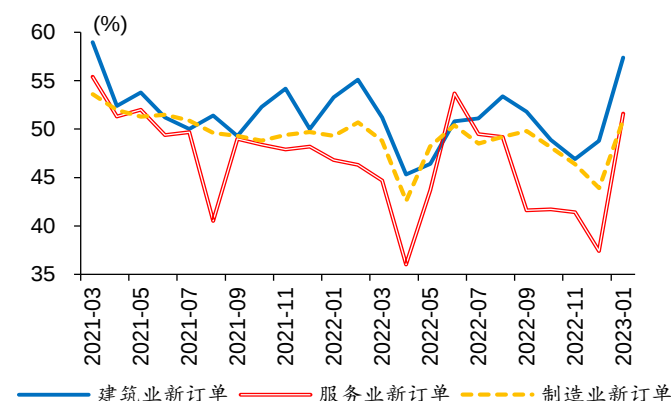
来源：Wind、国金证券研究所



来源：Wind、国金证券研究所

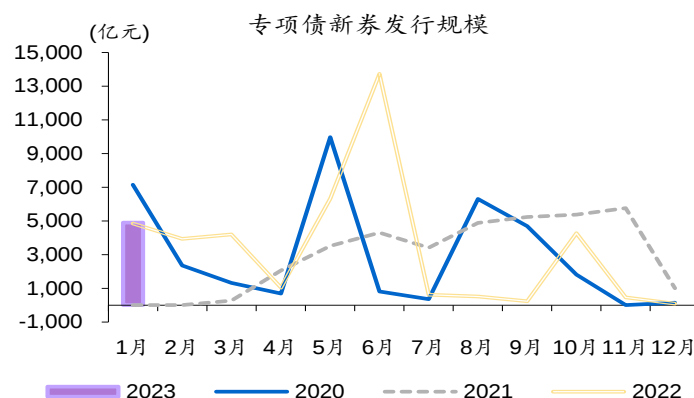
特征三：非制造业需求修复快于制造业，服务业强势反弹、稳增长加力。1 月，服务业和建筑业新订单分别提升 14.2 和 8.6 个百分点，幅度大于制造业新订单的 7 个百分点，其中，服务业修复或主要来自场景修复带来的居民服务类消费修复，建筑业新订单增加或指向稳增长加力，2022 年底专项债、政策性开发性提前项目储备有利于建筑业订单增长。

图表5：服务业和建筑业新订单回升大于制造业



来源：Wind、国金证券研究所

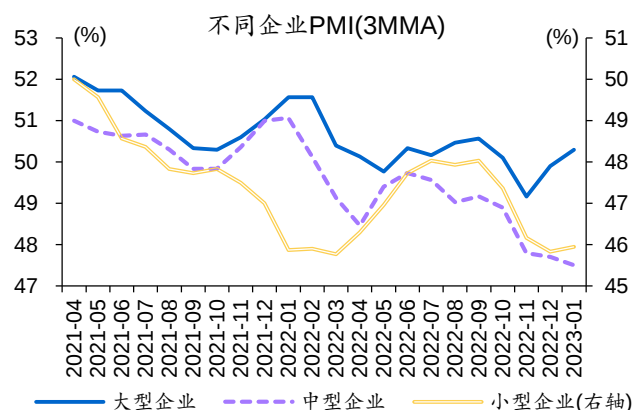
图表6：2023年专项债提前发行



来源：Wind、国金证券研究所

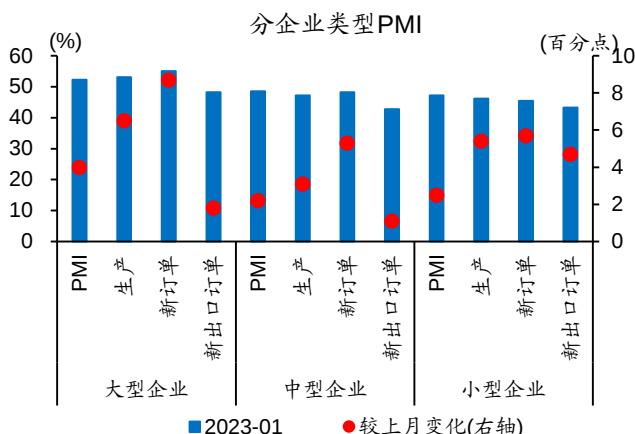
特征四：大型企业修复快于中小型企业。1月，大型企业PMI提升4个百分点至52.3%，中型和小型企业分别提升2.2和2.5个百分点至48.6%和47.2%，仍处于临界值下方；不同类型企业内部也呈现明显的需求修复快于生产、内需好于外需，其中，大型企业生产和新订单分别提升6.5和8.7个百分点、均明显好于中型和小型企业。

图表7：大型企业PMI修复快于中小型企业



来源：Wind、国金证券研究所

图表8：大型企业产需修复均好于中小型企业

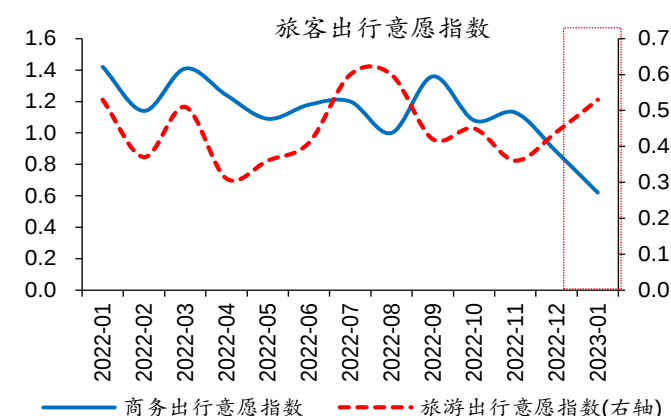


来源：Wind、国金证券研究所

2、景气修复有望延续，关注三条投资线索

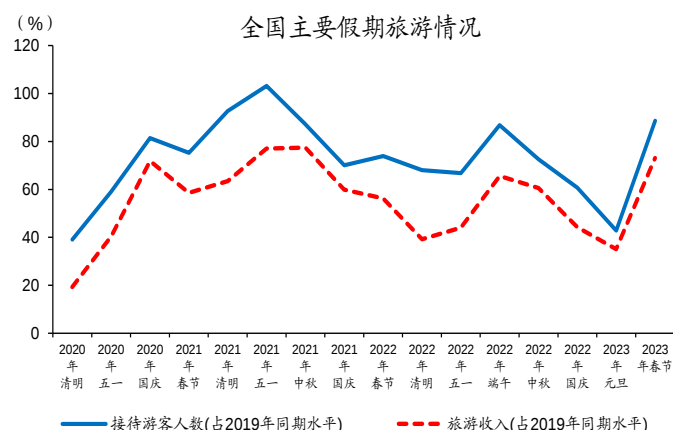
年初服务业修复或主要来自居民线下活动增多，节后线下商务活动等的修复，进一步对服务业修复形成支撑。CAPSE数据显示，1月商务出行意愿指数环比下降30%、而旅游出行意愿指数环比上升21%，与春节假期临近，居民外出旅游、返乡等增多有关，假期旅游人次和收入均较2023年元旦、2022年国庆明显改善。伴随场景加快修复，节后线下商务活动或有望增多，进而带动商务出行相关消费。

图表9：1月，旅游出行意愿环比上升，商务出行下降



来源：CAPSE、国金证券研究所

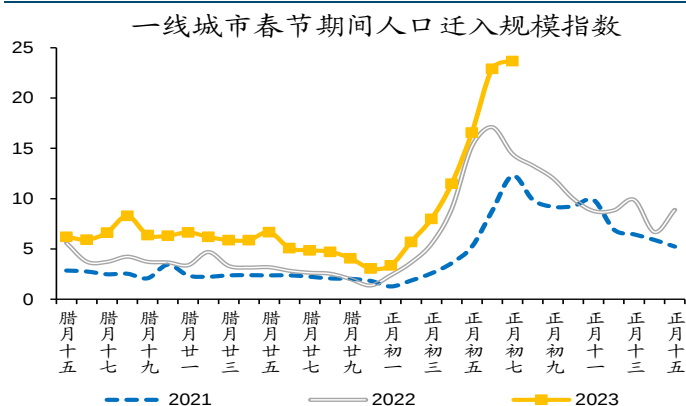
图表10：2023年春节，假期旅游边际改善显著



来源：文旅部、国金证券研究所

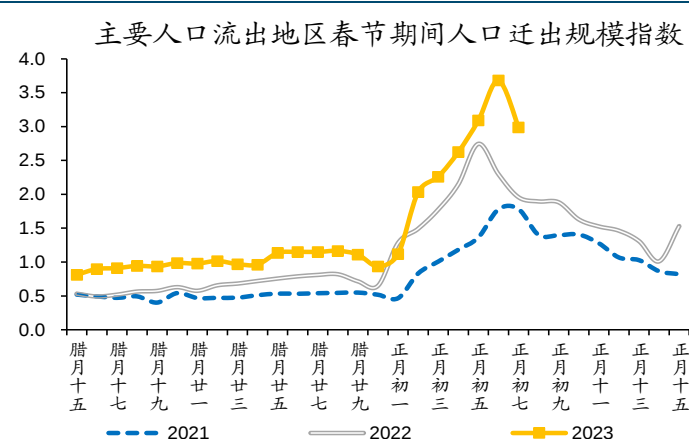
节后开复工有望加快，具备四个有利条件：1) 春节期间未出现感染高峰，有利于线下活动持续修复；2) 节后返程人流快速提升，指向劳动力复工加快；3) 各级政府换届完成，政策重心回归经济建设，地方提信心、稳增长积极性高；4) 前期政策“累积效应”或加快显现，基建、产业等投资实物工作量落地或提速（详情参见《节后开复工有望加快》）。

图表11：节后一线城市人口迁入规模明显高于过往



来源：百度地图、国金证券研究所

图表12：节后主要人口流出地区人口迁出规模高于过往



来源：百度地图、国金证券研究所

经济景气修复延续，关注三条逻辑链的投资机会：1) 稳增长新老基建并重，交通类基建

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_51786

