

经济如期重新扩张

——1 月 PMI 数据以及未来经济展望

核心观点：

国家统计局1月31日公布1月制造业PMI为50.1，较上月大幅回升且好于市场一致预期，需求的回升可能是主要原因，但由于供应商配送时间加权方法造成的扭曲仍然存在，实际制造业的景气程度可能还是稍弱于PMI指数所显示的水平。1月高频数据整体有所好转，但地产销售、出口相关指标仍表现欠佳。展望未来，一季度中国有望整体扩张并带动负产出缺口收敛，但后续的经济走势取决于政策与三四线地产形式的演化。两会是首个重要的政策观测节点。

点评要点：

➤ 1月PMI大幅回升，好于市场一致预期

1月PMI综合指数50.1，较上月（47.0）回升3.1个百分点，好于市场一致预期（49.8）。剔除季节性因素影响后，这一反弹更为明显。从分项指数来看，大部分子指数较上月都有明显回升，其中新订单子指数的大幅反弹可能是推动PMI指数回升的主要因素。

➤ 高频数据整体好转，地产与外需疲弱仍是拖累

1月以来高频数据整体有所好转。春节假期居民出行大幅回升，可选消费加速修复。粗钢产量、沥青装置开工率等代表基建的高频指标均有所企稳，发电耗煤降幅也有所收窄。

1月制造业部门乃至整体经济景气度超市场预期上行，与第一波疫情快速过峰，经济活动修复比市场一致预期的更早有关，符合我们之前的预判（《12月PMI数据及未来经济展望》）。但是地产销售目前尚未有明显改善，代表外需的出口相关高频数据也依旧疲弱，尽管居民的边际消费倾向已出现明显的改善迹象，目前也仍未回归疫情前的水平。

此外，价格高频数据有所分化，但利率水平在央行干预下保持了平稳。

➤ 一季度经济重新扩张，关注扩内需政策的进一步推出

展望未来，随着经济增速和居民收入回升、消费场景约束进一步打开，居民消费增速有望继续回升，但是疫情消退带来的消费环比改善可能在上半年较为明显，但后续或有所弱化。

综合而言，中国经济的负产出缺口在一季度乃至上半年大概率逐渐收敛，但为较有力地支撑全年经济目标实现，我们认为包括消费券、家电下乡，进一步降低首付和房贷利率、基建投资加码等提振内需的政策仍然需要且关键，在三月举行的全国两会将是观察政策的重要时点。

同时，三四线城市房地产泡沫潮水退去的风险也不容忽视，这或将决定下半年负产出缺口会继续收敛还是重新扩大。我们认为市场当前对于这一风险估计尚有不足

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超
 执业证书编号：S0590122100031
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《消费如期修复，政策仍需推出——春节数据反映的疫后复苏图景》2023.01.29
- 2、《出口增速进一步下行——12 月外贸数据点评》2023.01.15
- 3、《寻找疫后复苏的预期差——2023 年宏观经济展望》2023.01.15

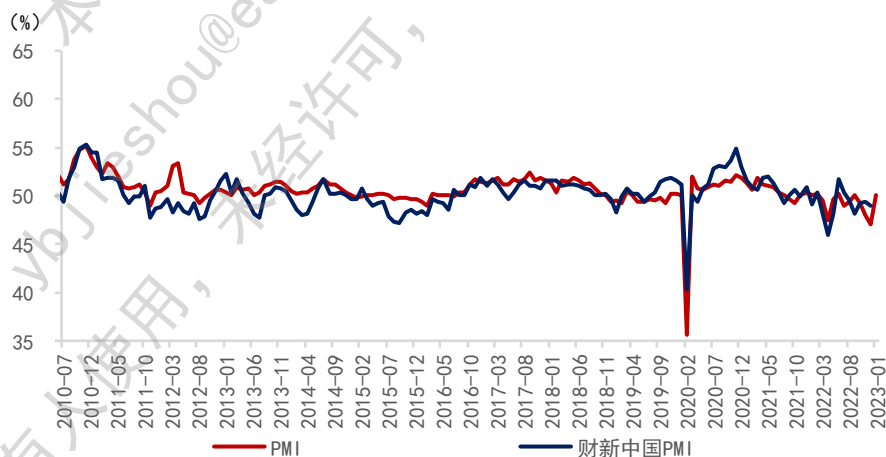
1 1月PMI如期反弹

1月PMI综合指数较12月大幅回升，绝大多数子指数也较上月有明显回升，高于市场一致预期。从分项指数来看，需求的回暖可能是1月PMI环比回升的主要原因。

1.1 1月PMI大幅回升

1月PMI综合指数50.1，从上月的低位（47.0）大幅回升3.1个百分点，好于市场预期（49.8）。剔除季节性因素影响后，这一反弹更为明显。

图表1：中国PMI综合指数



来源：Wind，国联证券研究所

1.2 短期疫情冲击缓和，分项指数改善明显

结构上，大部分PMI分项指数较上月都有明显回升。这也验证了去年12月PMI主要子指数的大幅下滑，疫情快速扩散带来的短期冲击是一个重要原因（《12月PMI数据以及未来经济展望》）。

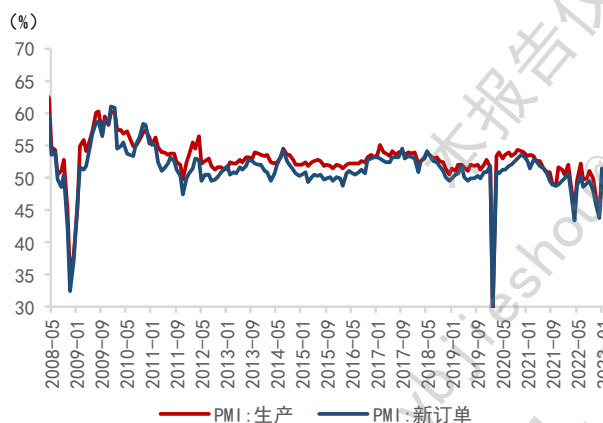
在构成PMI的五个主要子指数中，权重最高（30%）的新订单子指数从12月的43.9大幅反弹到50.9。同时，生产、从业人员和原材料库存子指数也均有明显改善，分别反弹至49.8（前值44.6）、47.7（前值44.8）与49.6（前值47.1）。

当然，供应商配送时间指数对总指数的扭曲也仍然存在。1月供应商配送指数47.6（前值40.1）。一般情况下，该指数越低，供应商配送越不及时，越是说明经济景气，所以是以100减去该指数再加权计算PMI。但是，在其他几个子指数不太高的情况下，供应商配送时间子指数的偏低不太可能是因为经济高景气造成的配送不及，反而是景气度偏弱的表现。这意味着1月PMI综合指数存在一定高估，中国制造业真实的景气程度实际上比1月PMI显示的要稍弱一些。当然，由于12月份PMI供应商

配送指数更低，严重拔高了12月的PMI指数，所以从边际改善的角度而言，中国制造业改善的程度远超PMI综合指数提升3.1%所展示的水平。

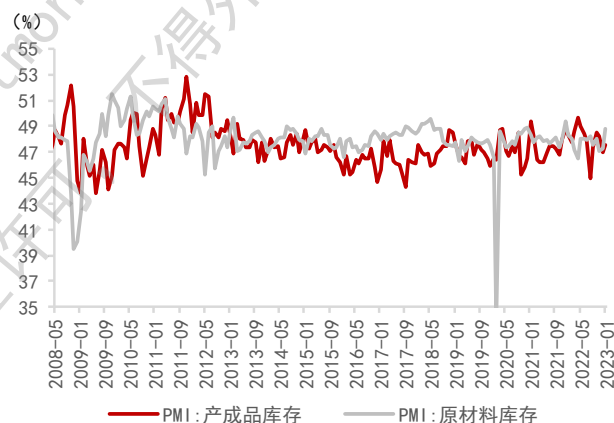
主要分项指数的普遍回升说明，随着第一波疫情的冲击过去，需求、生产均有所改善。其中，在此前需求受到冲击更大的情况下，需求修复的力度也更显著。实际上，在剔除季节性因素影响后，新订单子指数的反弹更为明显。企业的生产经营预期随之改善，增加原材料库存备货的意愿增强。

图表2：PMI新订单和生产子指数



来源：Wind，国联证券研究所

图表3：PMI产成品及原材料库存子指数

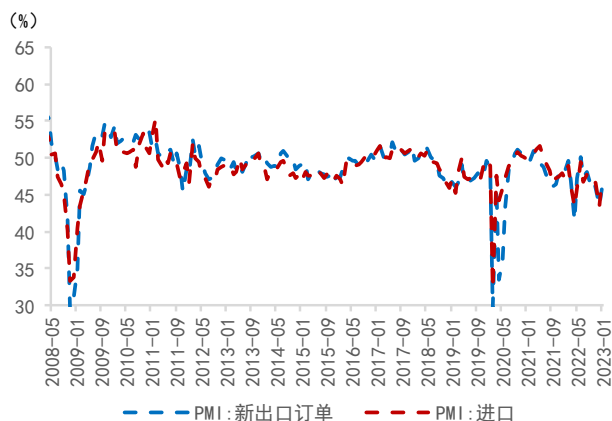


来源：Wind，国联证券研究所

但值得注意的是，出口子指数为46.1（前值44.2），虽较上月有所回升，但仍弱于去年11月的较低水平，意味着外需依旧表现疲软。

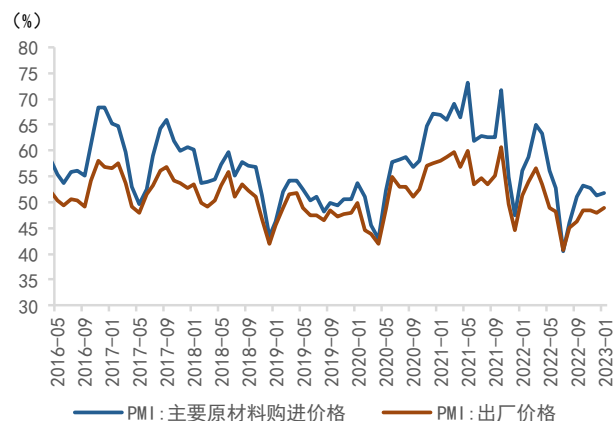
此外，剔除季节性因素后，原材料购进价格子指数和出厂价格子指数与上月大体相当，仅略有回升，这意味着1月PPI可能保持平稳——与全球大宗商品价格在1月企稳有关。

图表4：PMI新出口订单和进口子指数



来源：Wind，国联证券研究所

图表5：PMI原材料购进价格及出厂价格子指数



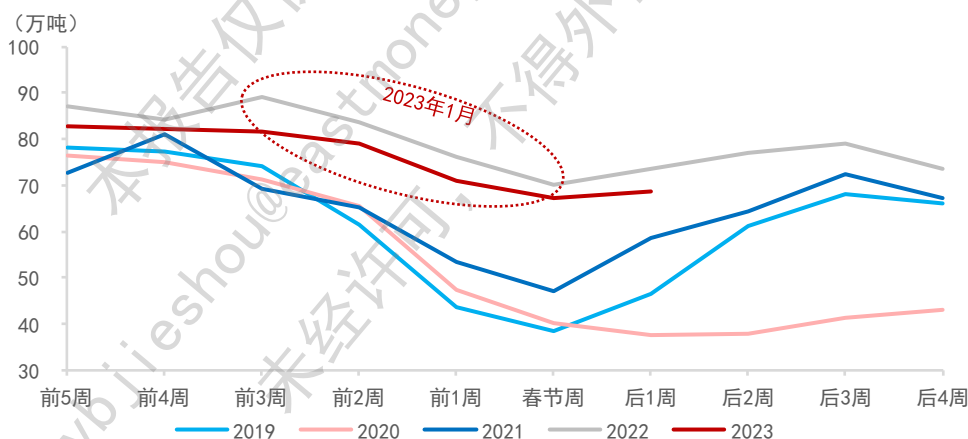
来源：Wind，国联证券研究所

2 实体相关高频数据总体好转

1 月以来高频数据整体有所好转，但地产销售、出口相关高频数据仍表现欠佳。

从历年春节前后的日耗煤高频数据来看，与 2022 年类似，1 月发电量并未因春节假期出现大幅下滑，并且较去年同期的降幅也在 1 月逐渐收窄。

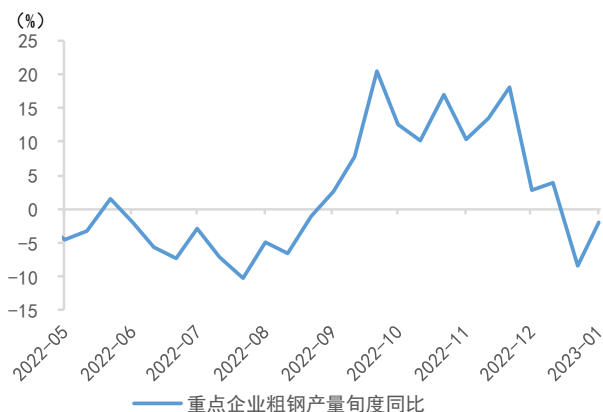
图表 6：六大发电集团平均日耗煤



来源：同花顺，国联证券研究所

钢铁产量与基建相关高频数据终结了此前的下滑趋势。1月上旬，重点企业粗钢产量的旬度同比较 12 月有明显回升；沥青装置开工率等代表基建的高频指标在 1 月中上旬也有所企稳，结束了 11 月以来持续下滑。石油沥青装置开工率偏低部分受到冬季开工下降、春节假期等季节性因素的影响。

图表 7：重点企业粗钢产量旬同比



来源：Wind，国联证券研究所

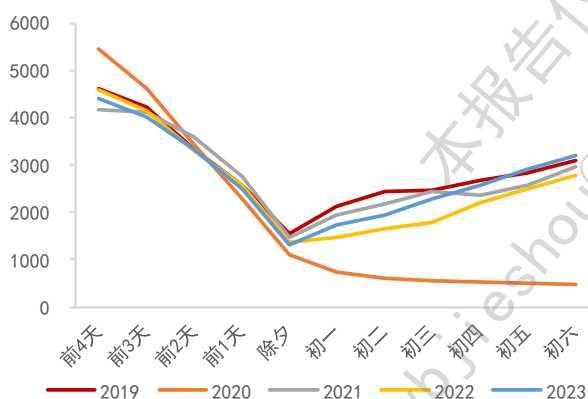
图表 8：石油沥青装置开工率



来源：Wind，国联证券研究所

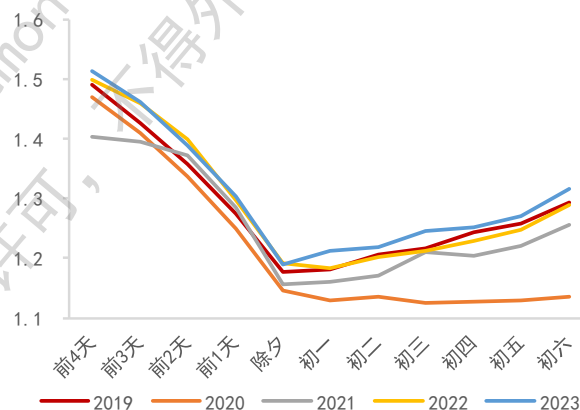
1月春节假期期间,居民出行有明显增长,但仍弱于疫情前。据交通运输部统计,今年春节假期,全国旅客发送量较2022年同期增长73.8%,恢复至2019年同期的53.5%(前值30.8%)。市内出行则基本回到疫情前水平。高频的地铁客运量显示,今年春节假期居民的公共交通出行大幅好于去年同期,在假期后几日甚至略超疫情前水平。99城平均拥堵延时指数也显示,春节假期私人交通出行量较去年同期也有明显增长,甚至超过了疫情前水平。

图表9: 19城地铁客运量(万人次)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表10: 99城拥堵延时指数(平均值)

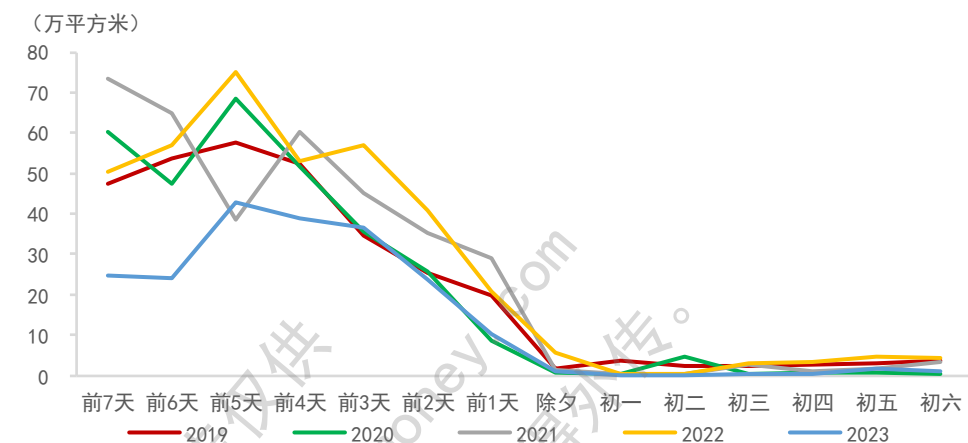


来源: Wind, 国联证券研究所

出行相关的可选消费加速修复。旅游相关消费修复明显。据税务局统计,旅行社、旅游饭店、经济型连锁酒店销售收入较2022年同期分别增长130%、16.4%、30.6%,分别恢复至2019年的80.7%、73.4%、79.9%。同时,因观影人数增加,电影票房收入较去年也有明显增长。

虽然居民出行有所增加,但地产销售的高频数据仍然疲弱。从30大中城市的高频数据来看,2023年春节假期及前一周(共14天)的商品房成交面积较2017-2021年春节同期的平均水平下降30.4%,与12月的地产销售表现基本一致(较17-21年同期平均水平下滑30.3%),稍弱于市场对返乡置业带来销售回暖的预期。

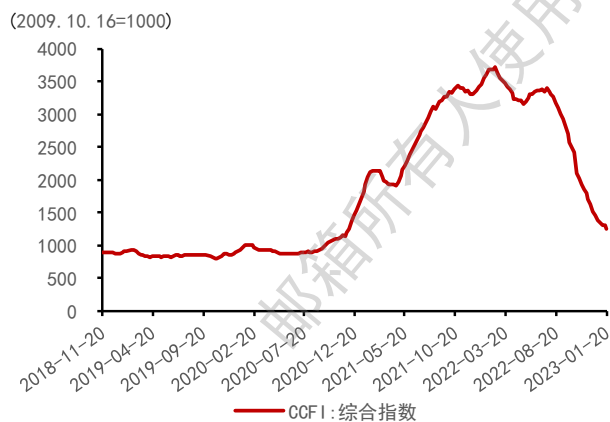
图表 11：30 大中城市商品房成交面积



来源：Wind，国联证券研究所

出口部门高频数据也持续低迷。1 月我国集装箱出口运指数持续下滑——与国际整体航运价格的持续下行相一致，印证了外需整体仍较为疲软。

图表 12：中国出口集装箱运价指数



来源：iFind，国联证券研究所

图表 13：国际干散货运价指数



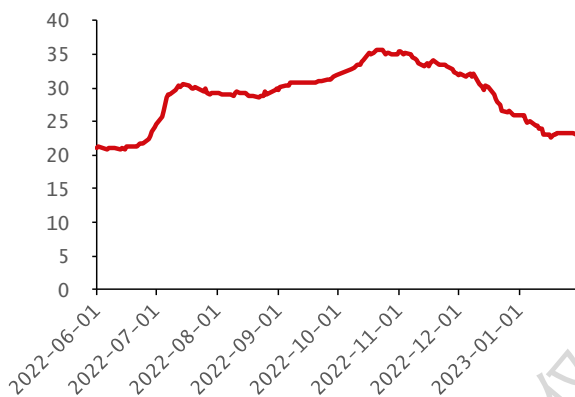
来源：Wind，国联证券研究所

3 价格高频数据呈现分化，利率在央行干预下保持平稳

1 月猪肉价格延续下跌趋势。目前生猪前期压栏和二次育肥大猪仍未出完，对猪肉供给形成一定支撑，猪肉价格仍然延续 12 月的下跌趋势。

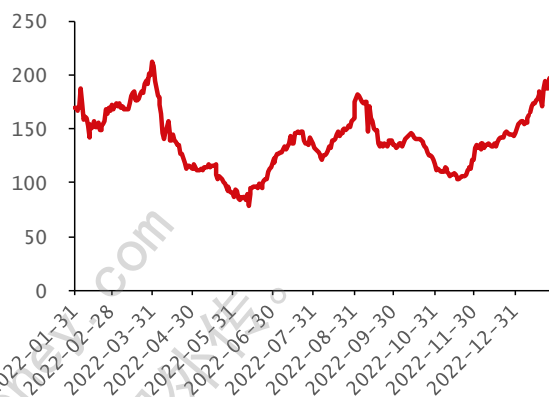
1 月鲜菜、鲜果价格继续上涨。12 月低温雨雪等极端天气发生频次偏高，对蔬菜及水果产量造成不利影响，加之雨雪天气影响蔬菜水果运输，总体影响了蔬菜及水果的供给，造成 12 月鲜菜、鲜果价格上升。1 月春节期间，对蔬菜及水果的需求呈现季节性上升，继续推动 1 月鲜菜、鲜果快速攀升。

图表 14: 农业农村部猪肉平均批发价 (元/公斤)



来源: Wind, 国联证券研究所

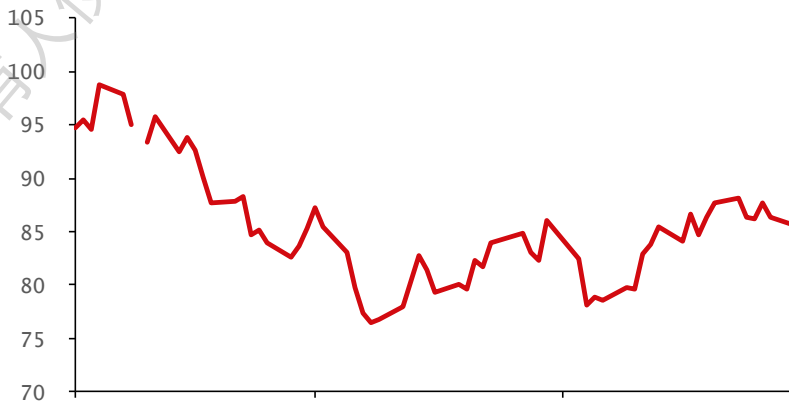
图表 15: 山东蔬菜批发价格指数



来源: Wind, 国联证券研究所

1 月国际原油价格有所回升。12 月底国际原油价格从阶段性高点 86 美元/桶下跌至 78 美元/桶, 1 月原油价格回升至目前的 85 美元/桶。相应地, 国家发改委将于 2 月 3 日上调国内成品油价格。

图表 16: 布伦特原油现货价格 (美元/桶)



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_51793

