

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

- 四季度经济显韧性，关注后续修复程度
- 经济边际修复，外资接力反弹
- 12 月物价数据点评：通胀符合预期，未来隐忧或存？

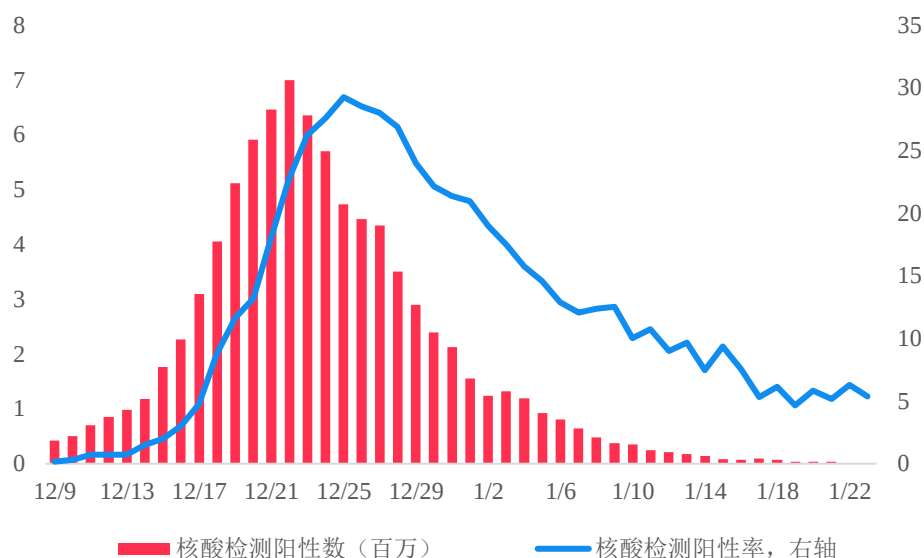
- **疫情冲击消退，经济快速回暖。**根据中国疾控中心的报告，全国疫情在去年 12 月达峰之后快速消退，在今年 1 月特别是中旬之后处于较低水平，疫情冲击消退叠加限制性措施松绑，使得经济从 12 月的低位快速反弹。百度迁徙指数显示在节前人群已经开始快速流动，并且在春节假期期间流动速度进一步加快，疫情没有出现反复可能是经济修复斜率变得陡峭的重要原因。1 月制造业 PMI、建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 50.1%、56.4%和 54.0%，较前值分别上升 3.1、2.0 和 14.6 个百分点。
- **供需改善，内需为主。**制造业 PMI 分项均有回升，其中，生产 PMI 录得 49.8%，较前值上升 5.2 个百分点，新订单 PMI 录得 50.9%，较前值上升 7.0 个百分点。在制造业分项中，新订单无论是绝对数值还是反弹力度均最大，同时，新订单比新出口订单和在手订单表现更加强劲，指示经济修复斜率变陡。1 月倒算的国内订单指数为 52.1%，较前值上升 8.3 个百分点，内需的走强是订单回升的主因。
- **企业生产经营预期改善。**由于未公布去年 12 月各类型企业生产经营活动预期 PMI 数据，因此无法直观衡量环比改善情况，但 1 月的绝对数值反映各类型企业活动预期大幅向好，大、中、小型企业生产经营活动预期 PMI 分别录得 57.3%、54.3%和 53.6%。
- **后市展望。**从 10 年期国债期货价格走势来看，1 月的 PMI 数据好转程度还是超出了市场的预期，数据发布以后，国债期货价格小幅下行，随后演绎了债市利空出尽的走势。往后看，市场对消费修复的预期正在逐步兑现，未来的利好空间缩小。但房地产修复+政策刺激尚未证伪，市场仍有期待，因此仍有向上的空间。但如果房地产修复+政策刺激证实，则需要考虑利好兑现的操作。

风险提示：疫情发展超预期；政策不及预期；海外扰动超预期

1 疫情冲击消退，经济快速回暖

疫情达峰，经济修复。根据中国疾控中心的报告，全国疫情在去年 12 月达峰之后快速消退，在今年 1 月特别是中旬之后处于较低水平，疫情冲击消退叠加限制性措施松绑，使得经济从 12 月的低位快速反弹。

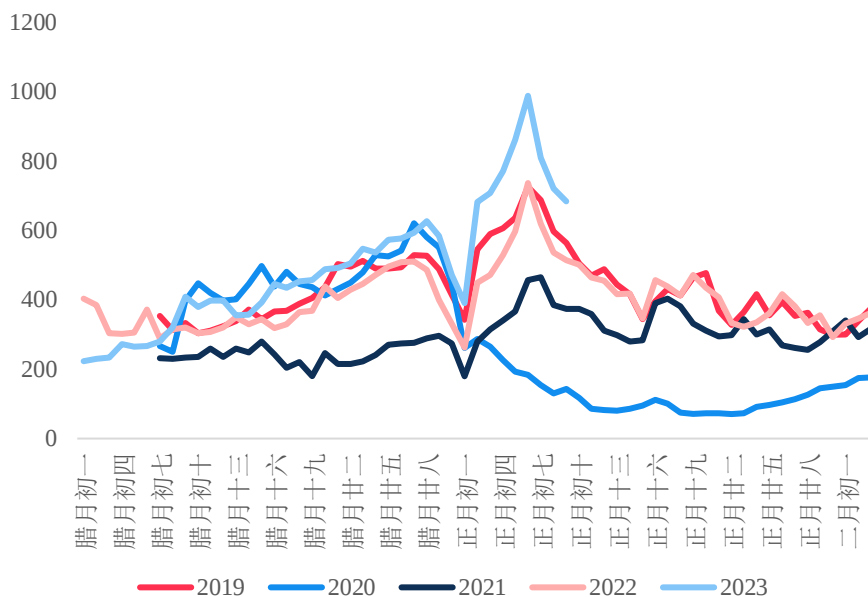
图 1：全国阳性病例于 12.22 日达峰（右轴，%）



资料来源：中国疾控中心，首创证券研究发展部

人群的流动是衡量疫情影响的直观指标，百度迁徙指数显示在节前人群已经开始快速流动，春节假期期间流动速度进一步加快，疫情没有出现反复是经济修复斜率变得更加陡峭的重要原因。

图 2：百度迁徙指数



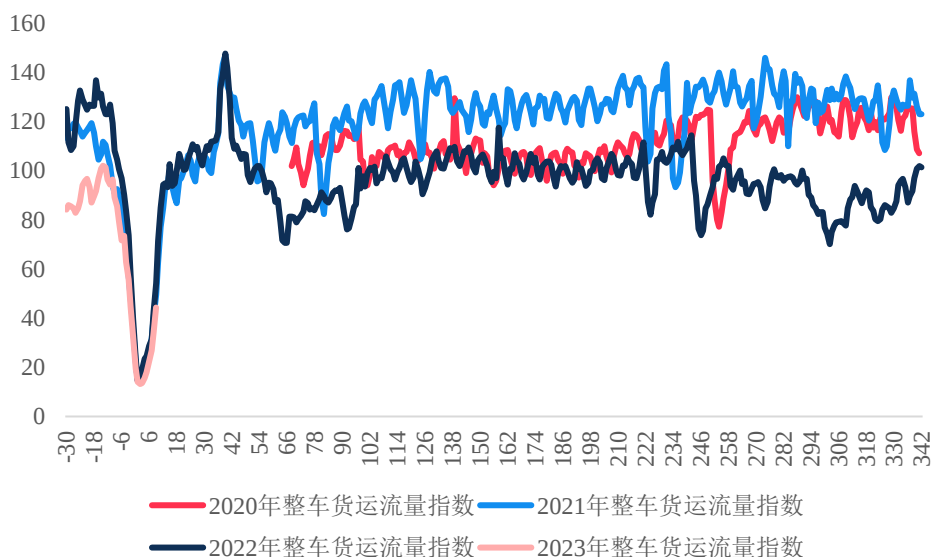
资料来源：百度指数, 首创证券研究发展部

注：2023 年除夕为 1 月 21 日。

反映经济活跃程度的整车货运流量指数在 2023 年春节期间也重新回到了季节性水平，同样指示经济向好，但其能否稳定回升到 2021 年的中枢值还需作进一步观察。

图 3：整车货运流量回升到季节性水平

整车货运流量指数按春节调整



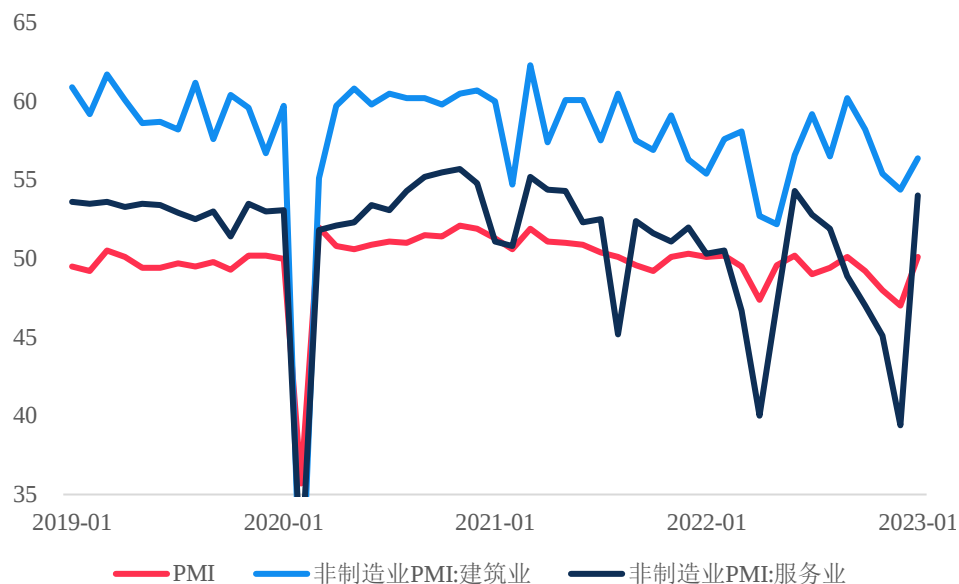
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

注：每年除夕定为 0 点，2023 年除夕为 1 月 21 日。

2 内需修复，PMI 反弹

经济触底回升，PMI 大幅反弹。1 月制造业 PMI、建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 50.1%、56.4%和 54.0%，较前值分别上升 3.1、2.0 和 14.6 个百分点。可以看到，本次经济修复速度比 2022 年 4 月更快。

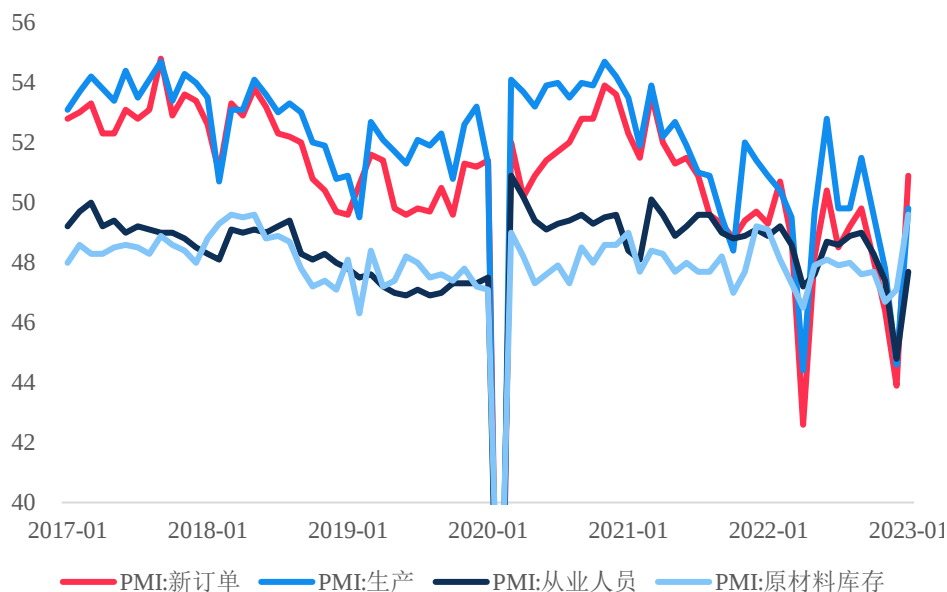
图 4：PMI 大幅反弹（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

制造业 PMI 分项均大幅反弹，按数值高低排序，新订单 PMI 录得 50.9%、生产 PMI 录得 49.8%、原材料库存 PMI 录得 49.6%，从业人员 PMI 录得 47.7%，较前值分别上升 7.0、5.2、2.5、2.9 个百分点。其中新订单 PMI 无论是绝对数值还是反弹力度均最大，反映了经济预期的大幅好转。

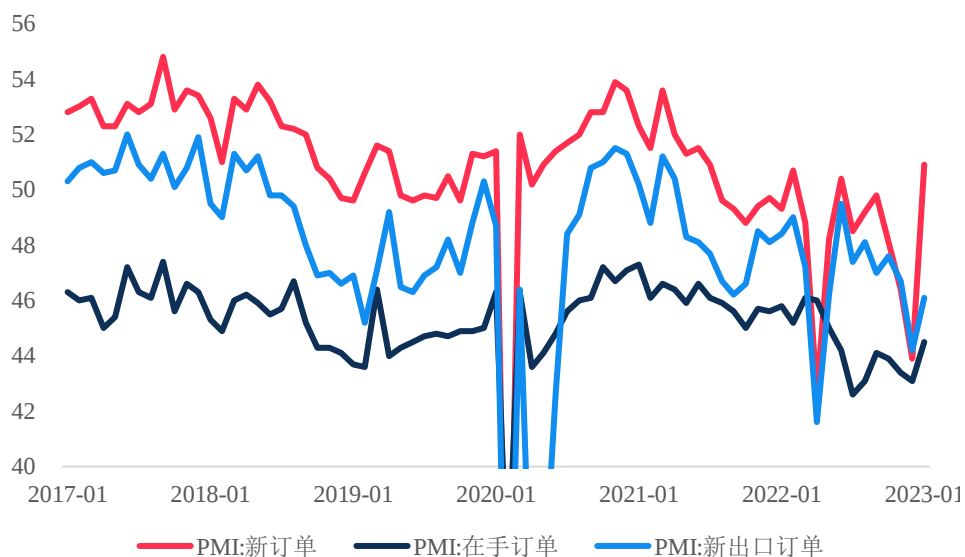
图 5：新订单反弹力度大（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

需求修复，特别是新订单。1月新订单 PMI、新出口订单 PMI、在手订单 PMI 分别录得 50.9%、46.1%、44.5%，较前值分别上升 7.0、1.9、1.4 个百分点。

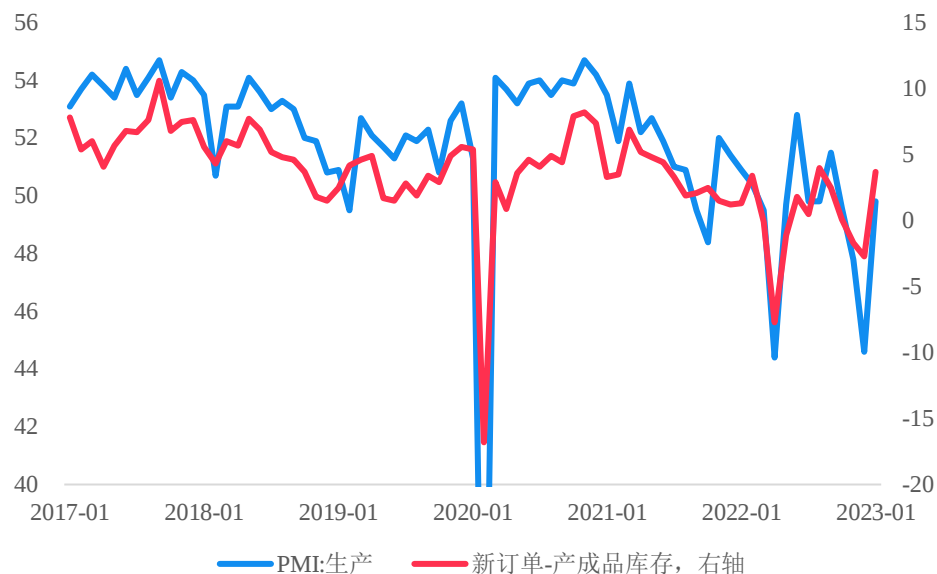
图 6：新订单大幅好转（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

以“新订单 PMI-产成品库存 PMI”衡量的供需缺口明显回升，1月数据较前值上升 6.4 个百分点。

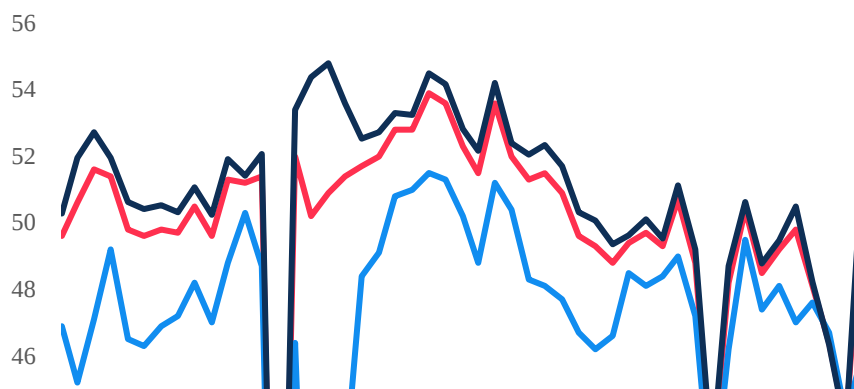
图 7：需求旺盛（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

将 PMI 新订单指数拆解为新出口订单 PMI 和国内订单 PMI，1 月倒算的国内订单指数为 52.1%，较前值上升 8.3 个百分点，内需的走强是订单回升的主因。

图 8：内需改善大（%）



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_51829

