



管涛：新年“开门红”的经济成色





要点

1 月份的月度数据显示我国经济持续恢复、稳步回升，物价继续保持基本稳定，但经济复苏不均衡、基础不稳固。

注：本文发表于《第一财经日报》2023年2月20日。

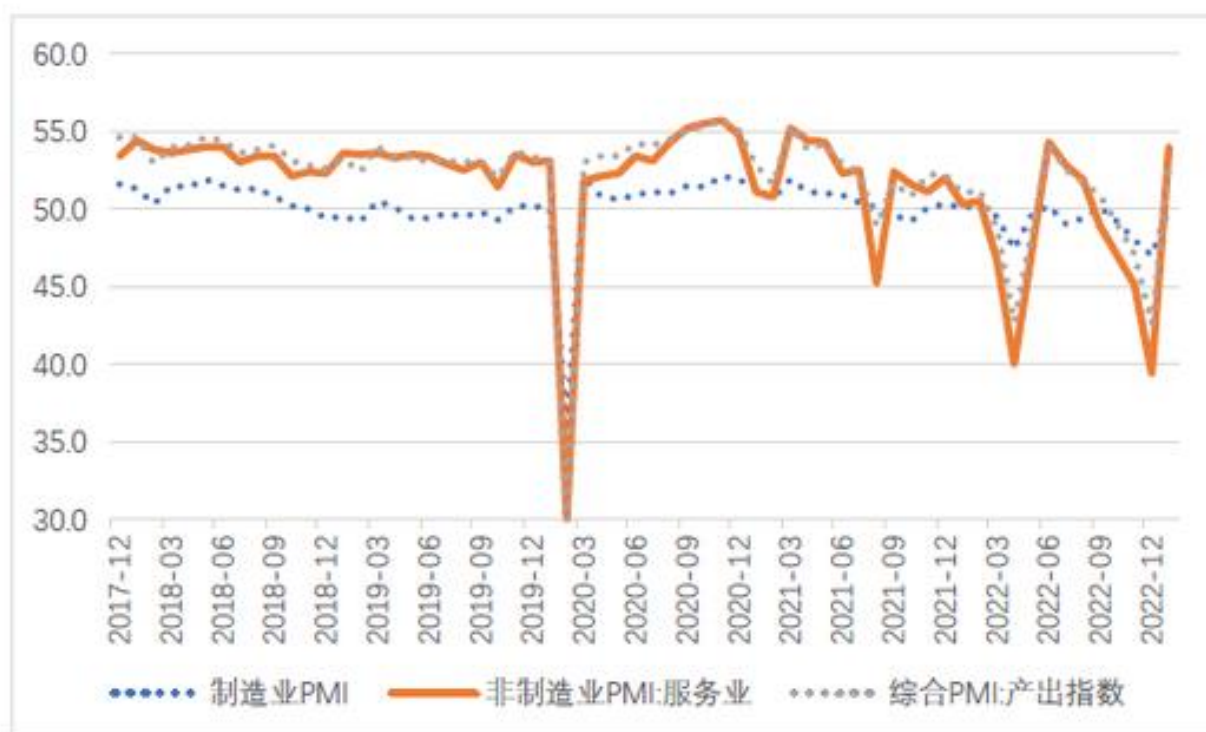
去年底起，随着防疫政策和房地产调控不断优化，中国经济复苏前景改善，国内出现了“强预期、弱现实”下的股汇双升行情。由于外贸进出口、工业增加值、固定资产投资、社会消费品零售等将是前两个月份数据合并发布，经济社会发展预期目标也要在全国两会期间对外公布，故当前

处于经济数据和政策的“真空期”。然而，除一些日度、周度的人流物流等高频数据外，还有些月度数据如 PMI、通胀和货币信贷等，可以让我们初步验证经济“开门红”的成色。

大企业景气改善较为明显，中小企业要继续关注

国家统计局数据显示，1月份，我国经济景气状况有所改善，制造业、服务业和综合 PMI 指数分别环比回升 3.1、14.6 和 10.3 个百分点，至 50.1%、54.0% 和 52.9%，结束了连续数月低于荣枯线的状况，重回扩张区间（见图 1）。其中，随着疫情快速达峰和疫情防控转段，住宿餐饮、文化旅游、交通运输等接触性、聚集性消费场景恢复，服务业景气复苏尤为显著。

图 1：中国月度 PMI 指数（单位：%）



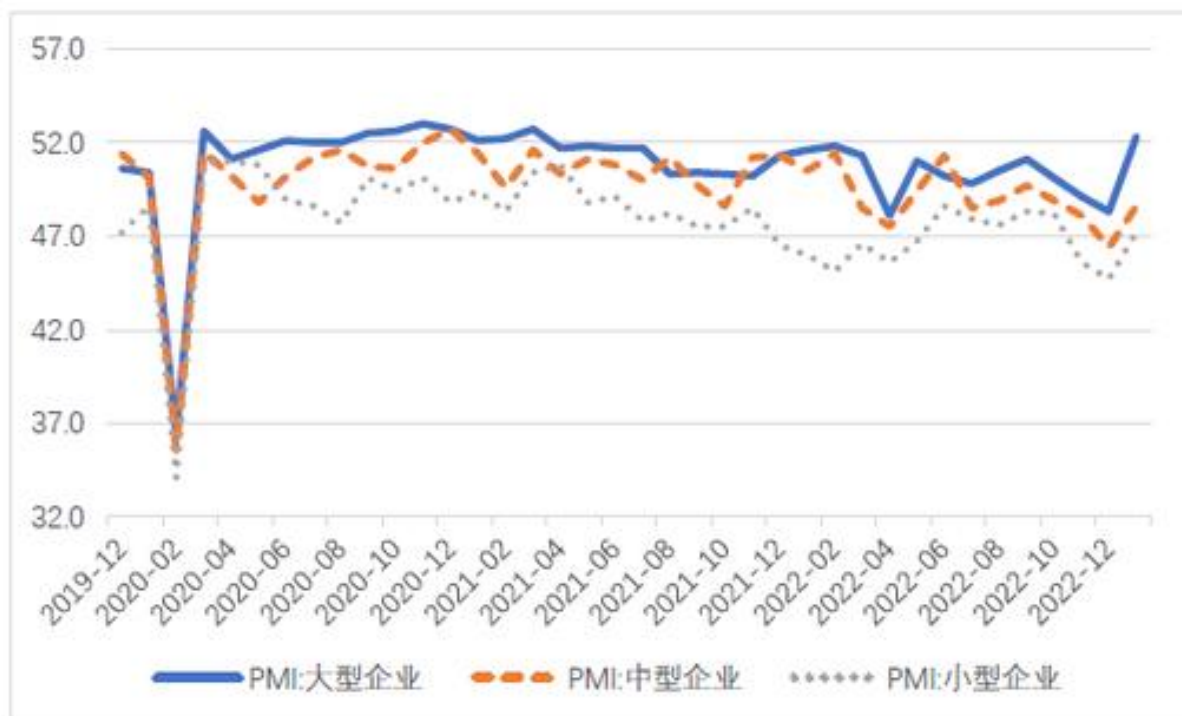
资料来源：国家统计局；WIND；中银证券

凭澜观涛

制造业 PMI 分项指数释放了一系列积极信号：一是需求端恢复好于生产端，新订单指数环比上升 7.0 个百分点至 50.9%，生产指数上升 5.2 个百分点至 49.8%；二是内需恢复好于外需，新出口订单指数环比上升 1.9 个百分点至 46.1%，延续了 2021 年 5 月份以来持续收缩的局面，且升幅既低于同期新订单指数，也低于进口指数（上升 3.0 个百分点）；三是供应链压力缓解，供货商配送时间指数环比上升 7.5 个百分点至 47.6%。

但是，制造业 PMI 分项指数也显示不同规模企业景气恢复并不同步，大型企业恢复总体好于中小企业。当月，大型企业 PMI 指数环比上升 4.0 个百分点至 52.3%，中型企业环比回升 2.2 个百分点至 48.6%，小型企业环比回升 2.5 个百分点至 47.2%。三类企业中，大型企业 PMI 指数不仅回升幅度最大，而且重返扩张区间，中小企业却仍在持续收缩区间（见图 2）。

图 2：中国月度制造业 PMI 分项指数（企业规模分类）（单位：%）



资料来源：国家统计局；WIND；中银证券

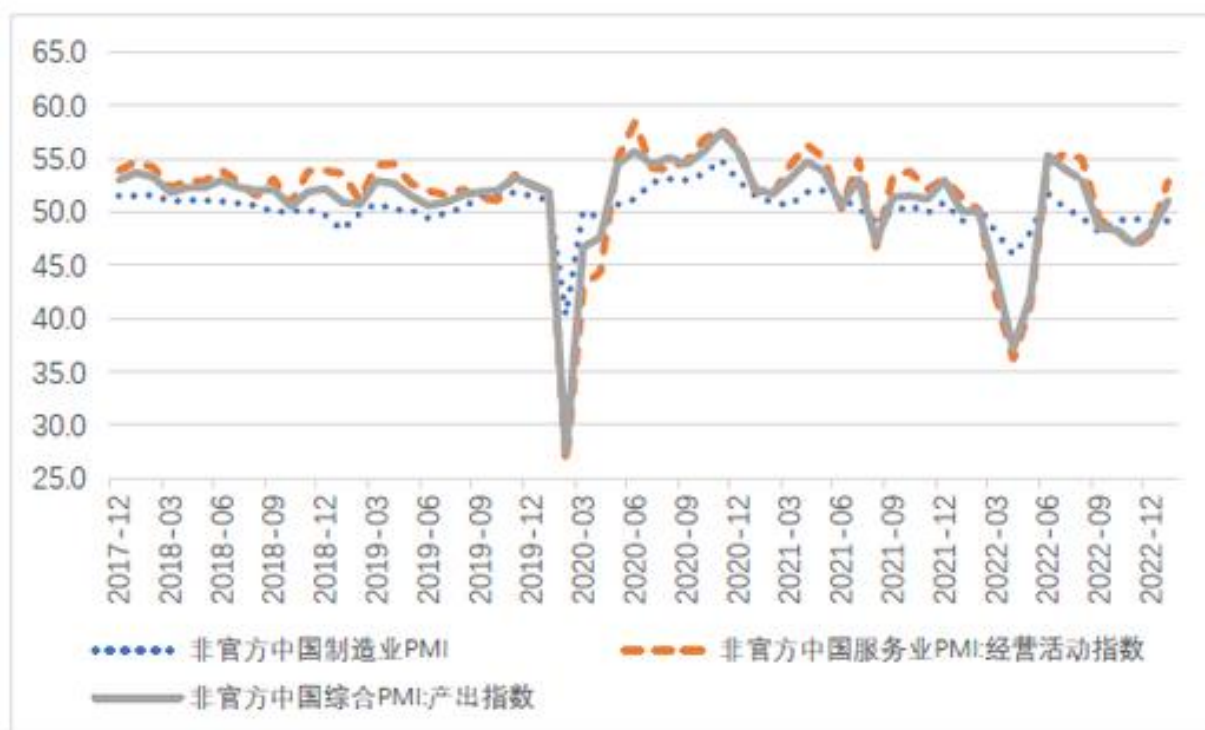
凭澜观涛

中小企业也不是各方面均不如大型企业。从 13 大类分项指数看，大型企业在生产、新订单、产成品库存三大类分项指数中环比升幅最大，中型企业在原材料库存、在手订单、主要原材料购进价格、出厂价格、从业人员五大类分项指数中升幅占优，小型企业在进口、新出口订单、生产经营活动预期、采购量、供货商配送时间五大类分项指数中升幅占优。大型企业在分项指数中升幅占优项目最少，但因其占优的生产和新订单指数在制造业 PMI 综合指数中的权重分别为 25%和 30%，所以，总体上大型企业景气要好于中小企业。

财新传媒编制的非官方 PMI 指数样本偏向中小企业，交叉印证了前述

判断。1 月份，非官方制造业 PMI 指数环比回升 0.2 个百分点至 49.2%，非官方服务业 PMI 指数回升 4.9 个百分点至 52.9%，非官方综合 PMI 指数回升 2.8 个百分点至 51.1%。这显示服务业景气改善好于制造业，但不论从制造业、服务业还是综合地看，其改善程度均不如国家统计局编制的 PMI 指数，尤其是非官方制造业 PMI 指数仍处于收缩区间，与国家统计局编制的中小企业制造业 PMI 指数趋势基本一致（见图 3 和图 1）。

图 3：中国月度非官方 PMI 指数（单位：%）



资料来源：财新传媒；WIND；中银证券

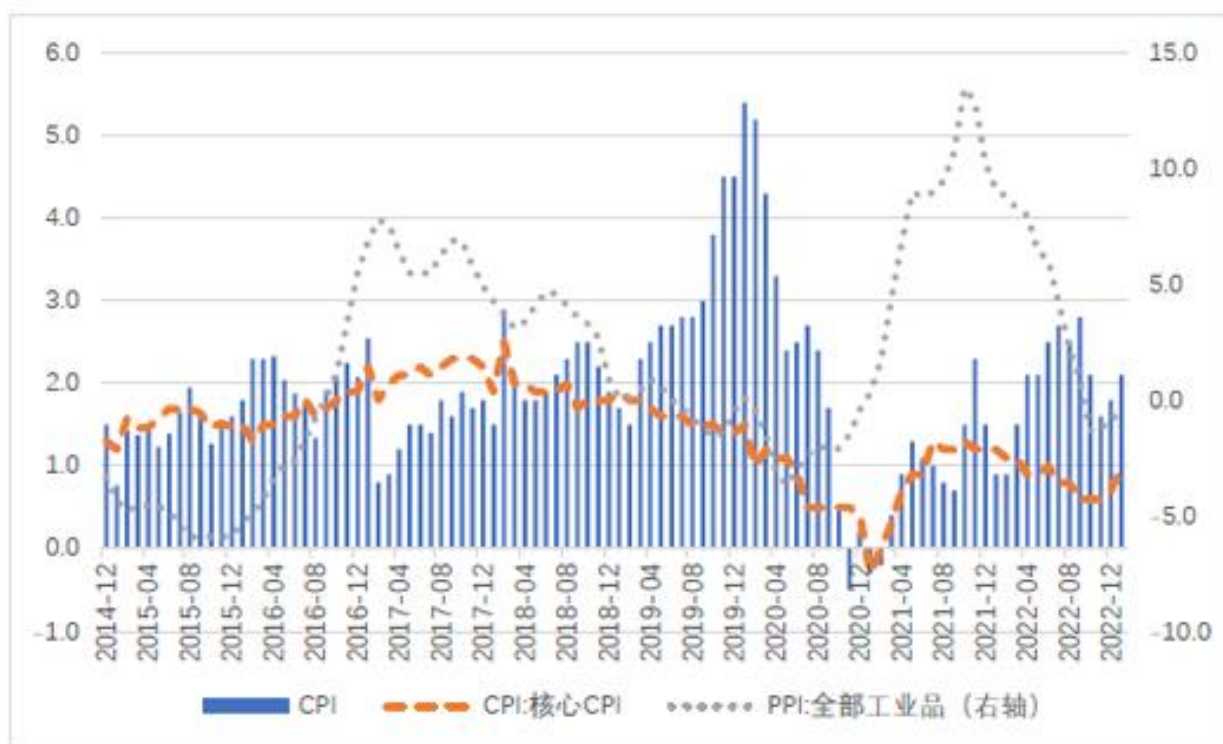
凭澜观涛

物价继续保持稳定，但结构性通胀苗头需要重视

1 月份，我国 CPI 同比增长 2.1%，核心 CPI 增长 1.0%，增速均环比上升 0.3 个百分点，主要反映了春节错位的季节性影响（去年春节在 2 月

中旬,今年在1月底)(见图4)。尽管如此,与全球平均通胀高达8%以上,就连数十年通缩的日本去年底通胀都到了4%,我国通胀仍然较为温和。

图4: 中国月度CPI、核心CPI和PPI同比变动(单位:%)



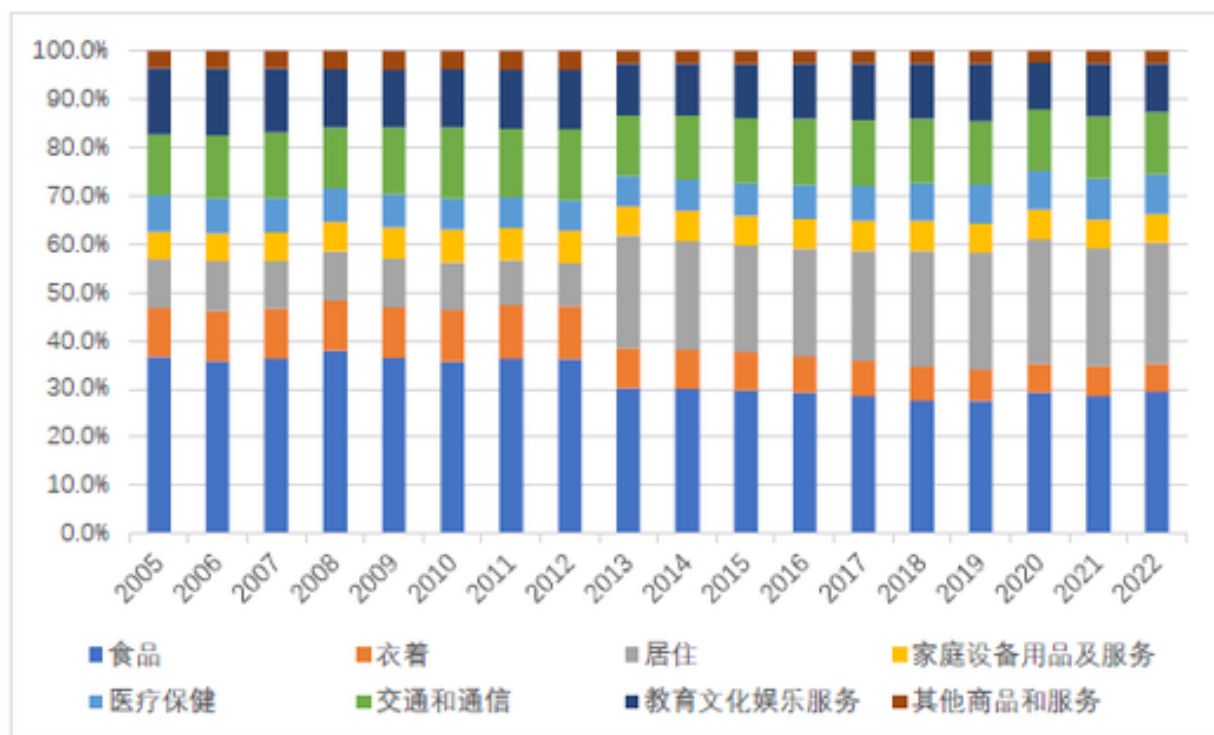
资料来源: 国家统计局; WIND; 中银证券

凭澜观涛

国家统计局编制的城镇居民人均消费性支出,包括食品、衣着、居住、家庭设备用品及服务、医疗保健、交通和通信、教育文化娱乐服务,以及其他商品和服务等八大类支出项目。疫情持续冲击的2020~2022年,我国居民人均消费性支出中有三个项目平均占比高于2015~2019年均值,其中:第一大项——食品支出占比29.1%(即恩格尔系数),上升0.5个百分点;第二大项——居住支出占比25.1%,上升2.1个百分点;第五大项——医疗保健支出占比8.2%,上升了0.8个百分点。剩余5个项目占比下

降 0.1~1.3 个百分点 (见图 5)。由此可见, 疫情三年来, 我国居民前两大消费性支出项合计占比 54.2%, 且占比较疫情前趋势值有所上升。在国内物价基本稳定的同时, 我们需要密切关注与此相关的结构性通胀问题。

图 5: 中国年度城镇居民人均消费性支出构成 (单位: %)



数据来源: 国家统计局; WIND; 中银证券

凭洞观涛

1 月份, 我国与前述八大类消费性支出项对应的 8 个 CPI 子项中, 食

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_52507

