

2023年01月31日

服务消费“M”型修复的线索——兼评1月PMI数据

宏观研究团队

据

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

2023年1月官方制造业PMI 50.1%，前值47.0%，预期50.0%；1月官方非制造业PMI 54.4%，前值41.6%。中国企业经营状况指数(BCI)为49.7%，前值45.2%。

● 制造业：重返荣枯线上，需求好于供给、内需强于外需

(1) 疫情快速达峰退坡、春节后加快返工，1月制造业景气度改善，需求改善好于供给、内需强于外需。生产方面，高频数据显示疫情“第一次冲击”对工业生产的冲击逐步消退，但受春节假日因素影响，供给改善力度稍低于需求。“PMI新订单-PMI进口”剪刀差走扩指向内需较快改善且内需优先创造国内订单。

(2) 出口方面，2023上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌，预计1月出口为-9.6%。海外需求回落已体现为出口“量”的萎缩，但价格水平仍较坚挺。2023年出口压力趋增，节奏可能为“上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌”，有待进一步稳内需、扩内需。11月以来沿海多个省市组团包机抢订单，此外中央层面稳外贸政策将持续发力。我们预计1月出口增速为-9.6%。

(3) 产成品整体去库，原材料指数上行，PPI同比降幅缩窄。预计1月PPI环比可能在0.3%左右，同比在-0.2%左右。PMI出厂价格与原材料购进价格的负缺口走扩，指向制造业利润在总量上仍承压、且利润传导受阻。

(4) 各类型企业PMI全线修复。大型企业改善最快，1月中国企业经营状况指数(BCI)连续3个月回升，销售、利润、用工前瞻、融资指数改善幅度较大，小微企业经营生产或将重返荣枯线。

● 非制造业：春节消费推升服务业PMI，重大项目提前发力改善建筑业新订单

(1) 服务业：春节消费全面改善、关注服务消费弹性。服务业需求和预期双双走强。分行业来看，前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数迅速改善。相对于社零主要反映商品消费，我们跟踪的百度地图消费指数更多反映服务消费，同时也是2023年弹性最大的分项之一。春节期间(除夕至初五)，全国消费指数环比改善31.1%，为2022年11月中旬的164%。其中，一线、二线、三四线分别达到2022年11月中旬的119%、150%、211%。分场景来看，旅游>商场>餐饮>观影>免税，且全面超过2022年。根据国家税务总局增值税发票数据显示，2023年春节商品消费和服务消费同比分别增长10%和13.5%，2023年更应关注服务消费。

(2) 建筑业：1月新订单快速改善，1-2月基建增速仍可期。近期多个省市重大项目集中开工，推升PMI新订单指数大幅回升了8.6个百分点至57.4%。其中河南、陕西、福建分别新开工1271、795、280个，总投资额15650、5646、3948亿元。向后看，基建仍为稳增长重要抓手，2023年1-2月基建增速仍可期。

● 服务消费“M”型修复的线索

在春节消费全方位超越2022年、部分恢复至疫前水平之际，我们提示消费结构可能发生变化，这一点值得探究和思考。比如，数据表明春节旅游人均消费水平下降，部分地区服务消费呈现“M”型修复。(1)2023年春节旅游收入、旅游人次恢复至2019年的73%、89%，代表高端消费的海南离岛免税人均购物金额2021、2022、2023年分别为1.08、1.03、0.99万元，指向人均消费水平趋于下行。(2)我们比较了春节期间三亚各等级酒店价格涨幅，曲线从2019年的线性递增至2022、2023年的U型(两头高、中间低)，五星级和低星级涨幅较大，或指向中端出现了一定的消费降级。

消费“量”的快速修复体现了“新十条”放松管控、疫情达峰以来居民消费和出行意愿的好转，但“质”相对不足则有待于居民可支配收入回升和消费政策加码。1月28日国常会提出“推动消费加快恢复成为经济主拉动力”，向后看需密切关注消费增量举措，可能有消费相关政策讨论、出台。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《国企改革成效与中特估值下的投资思路—宏观经济专题》-2023.1.30

《政策将“加力扩消费”—宏观周报》-2023.1.29

《地方两会：高质量“温补”—宏观经济专题》-2023.1.29

目 录

1、 制造业：重返荣枯线上，需求好于供给、内需强于外需.....	3
2、 非制造业：春节消费超预期推升服务业 PMI，重大项目提前发力改善建筑业新订单.....	5
3、 服务消费“M”型修复的线索.....	7
4、 风险提示.....	8

图表目录

图 1： 省、城市分别于 12 月 25 日、12 月 29 日完全达峰.....	3
图 2： 93%省市、84%城市退坡至 2022 年 1-2 月水平.....	3
图 3： 1 月制造业 PMI 分项普遍改善.....	3
图 4： 春节后 PTA 开工率快速改善.....	4
图 5： 春节期间汽车轮胎开工率介于 2021、2022 之间.....	4
图 6： 预计 1 月出口增速-9.6%.....	4
图 7： 春节消费改善至 2022 年 11 月的 164%.....	6
图 8： 消费活动随春运进行城际迁移.....	6
图 9： 2023 年春节消费场景修复均超 2022 年.....	6
图 10： 春节消费超预期推升服务业景气向好.....	6
图 11： 建筑业新订单快速改善.....	6
图 12： 水泥开工下滑但好于 2022 年春节.....	7
图 13： 挖机销量回落.....	7
图 14： 石油沥青开工见底回升.....	7
图 15： 重交沥青先于建筑沥青回升.....	7
图 16： 三亚酒店春节涨价曲线异化.....	8

2023年1月官方制造业PMI 50.1%，前值47.0%，预期50.0%；1月官方非制造业PMI 54.4%，前值41.6%。中国企业经营状况指数(BCI)为49.7%，前值45.2%。

1、制造业：重返荣枯线上，需求好于供给、内需强于外需

(1)疫情快速达峰退坡、春节后加快返工，1月制造业景气度改善，需求改善好于供给、内需强于外需。1月制造业PMI为50.1%、较前值改善了3.1个百分点，自2022年10月以来重返荣枯线上；供给端看，PMI生产为49.8%、较前值改善了5.2个百分点；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别改善了7.0、1.9、3.0个百分点至50.9%、46.1%、46.7%，“PMI新订单-PMI进口”剪刀差衡量国内订单水平，1月该指标迅速走扩，指向内需较快改善且内需优先创造国内订单。供需均改善，但受春节假日因素影响，供给改善力度稍低于需求。

图1：省、城市分别于12月25日、12月29日完全达峰

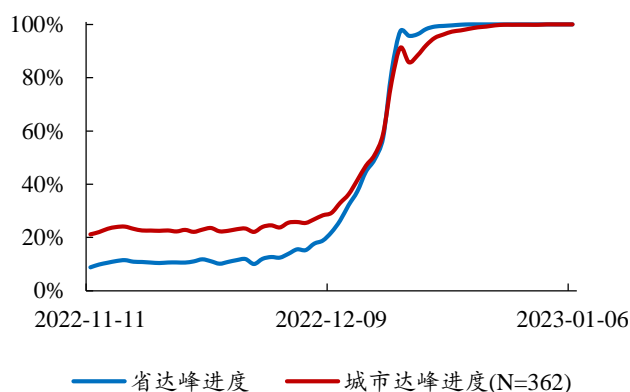
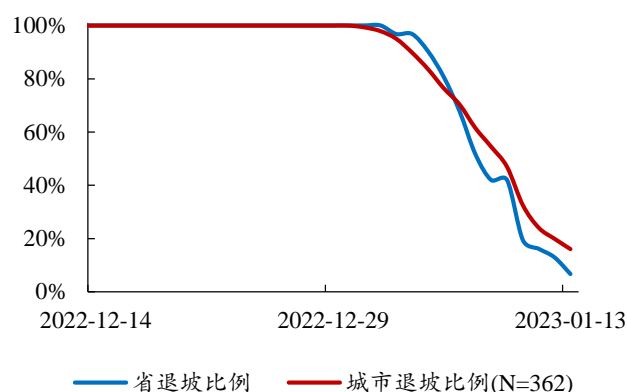


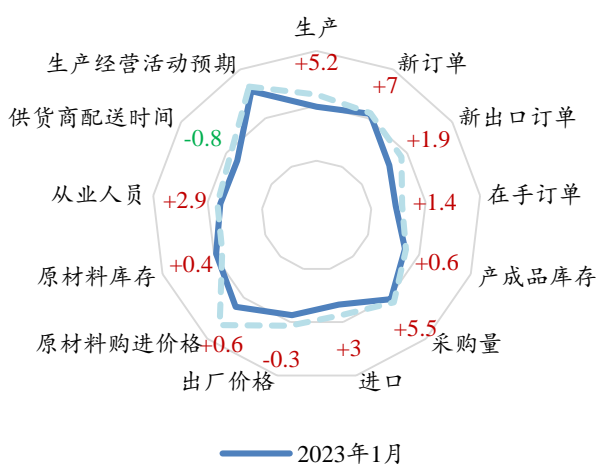
图2：93%省市、84%城市退坡至2022年1-2月水平



数据来源：百度指数、开源证券研究所；注：达峰进度为连续变量，计算为当日百度指数/达峰日百度指数，达峰后标记为1。

数据来源：百度指数、开源证券研究所；注：退坡比例为01变量，疫情完全退坡标记为0，此前标记为1。

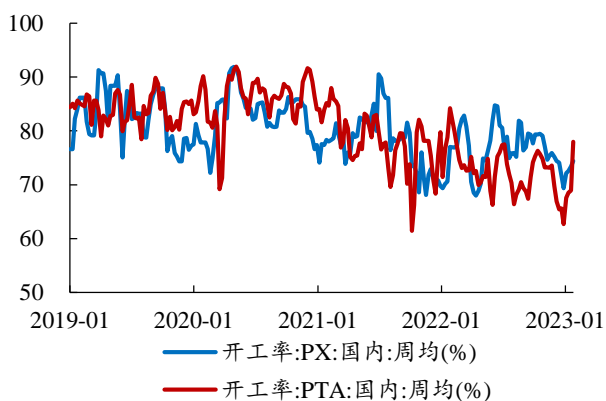
图3：1月制造业PMI分项普遍改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

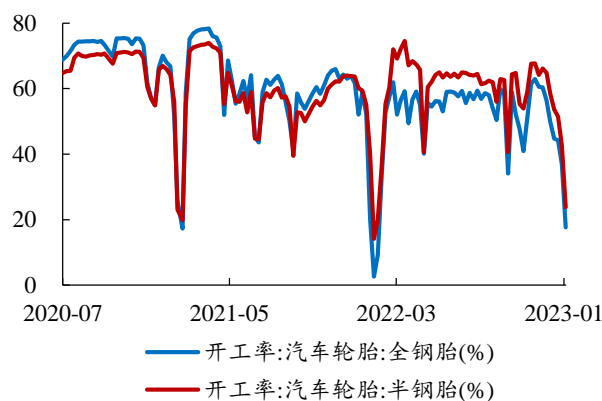
生产方面，高频数据显示疫情“第一次冲击”对工业生产的冲击逐步消退。具体来看，1月PTA开工率为74.7%、快速收复疫情“失地”（2022年10、11、12月分别为73.4%、70.2%、62.1%）；截至1月19日，汽车全钢胎和半钢胎开工率回落至17.6%、23.8%，与往年春节同期相比高于2022年、低于2021年；我们跟踪的煤炭库存、螺纹钢周均产量、水泥价格等指标尚未更新至春节后，无法反映供给修复情况。

图4：春节后 PTA 开工率快速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

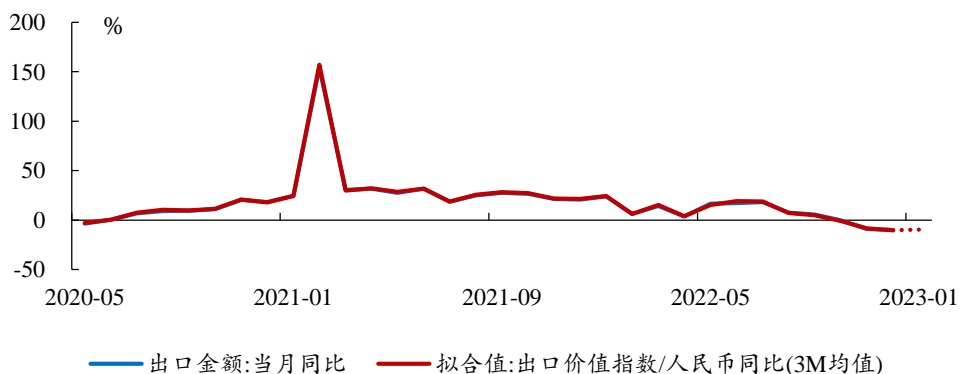
图5：春节期间汽车轮胎开工率介于 2021、2022 之间



数据来源：Wind、开源证券研究所

出口方面，2023 上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌，预计 1 月出口为-9.6%。高频数据方面，中国出口集装箱运价指数(CCFI)同比下跌 67.0%，连续 7 个月下行。在《否极泰来——兼评 12 月 PMI 数据》中我们基于出口数量指数和出口价格指数预测出口同比： $\text{出口同比} = \text{出口价值指数} / \text{人民币同比} - 100\% = \text{出口价格指数} * \text{出口数量指数} / \text{人民币同比 3M 均值} - 100\%$ 。12 月出口同比为-9.9%、预测值为-14%，差异在于我们高估了出口价格指数的下行幅度。海外需求回落已体现为出口“量”的萎缩，但价格水平仍较坚挺。2023 年出口压力趋增，节奏可能是“上半年出口量跌价稳、下半年量稳价跌”，需要进一步稳内需、扩内需。11 月以来沿海为主的多个省市组团包机抢订单，此外中央层面稳外贸政策将持续发力、确保经济平稳运行。我们预计 1 月出口增速为-9.6%。

图6：预计 1 月出口增速-9.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)原材料和产成品仍去库、原材料指数上行，PPI 同比降幅收窄。1月 PMI 原材料库存、产成品库存分别为 49.6%、47.2%，均低于荣枯线，指向企业原材料和产成品仍在去库。1月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别为 52.6%、48.7%，较前值分别变动了 0.6、-0.3 个百分点。高频数据显示，截至 1 月 13 日生产资料价格指数环比回落 0.45%，1 月南华工业品指数环比回升 2.1%，综合来看，1 月原油、铜、螺纹钢等大宗商品环比涨价，我们预计 1 月 PPI 环比可能在 0.3% 左右，同比为 -0.2% 左右。此外，PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为 -3.5%（前值 -2.6%），负缺口走扩指向制造业利润承压。

(3)各类型企业全线修复。1 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别回升了 4.0、2.2、2.5 个百分点至 52.3%、48.6%、48.2%，大型企业改善最快。1 月中国企业经营状况指数（BCI）为 49.7%、连续 3 个月回升，销售、利润、用工前瞻、融资指数改善幅度较大，分别回升了 9.6、7.0、4.6、3.6 个百分点，小微企业经营生产或将重返荣枯线。

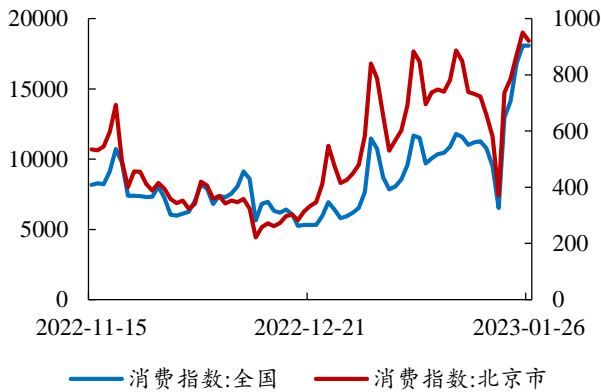
2、非制造业：春节消费超预期推升服务业 PMI，重大项目提前发力改善建筑业新订单

(1)服务业：春节消费全面改善、关注服务消费弹性。1 月非制造业 PMI 商务活动指数较前值大幅改善了 12.8 个百分点至 54.4%，其中服务业 PMI 升至 54.0%。表征需求的 PMI 服务业新订单指数为 51.7%，表征预期的服务业业务活动预期指数为 64.3%、高于该指标 60%的“实际荣枯线”¹，春节假日消费全面改善推动服务业需求和预期双双走强。分行业来看，21 个行业中有 15 个位于扩张区间，前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数均高于上月 24.0 个百分点以上。

相对于社零主要反映商品消费，我们跟踪的百度地图消费指数更多反映服务消费，同时也是 2023 年弹性最大的分项之一。春节期间（除夕至初五），全国消费指数环比改善 31.1%，为 2022 年 11 月中旬的 164%。其中，一线、二线、三四线分别环比改善 17.5%、22.3%、47.5%，达到 2022 年 11 月中旬的 119%、150%、211%，返乡大迁徙与春节旅游对应了消费活动的城际迁移。

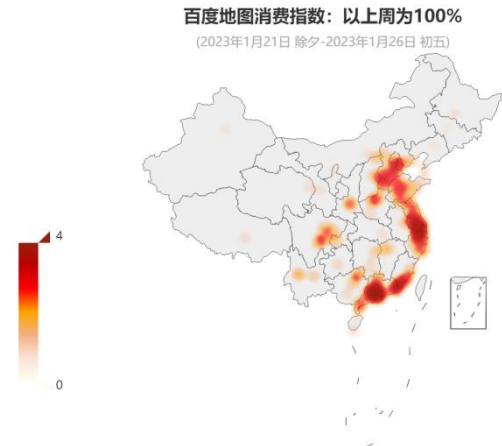
¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评 11 月 PMI 数据》。服务业业务活动预期指数自 2012 年以来仅有一次低于 50%（2020 年 2 月），2022 年疫情期间最低为 53.0%，历年均值为 59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为 60%。

图7：春节消费改善至2022年11月的164%



数据来源：百度地图、开源证券研究所

图8：消费活动随春运进行城际迁移



数据来源：百度地图、开源证券研究所

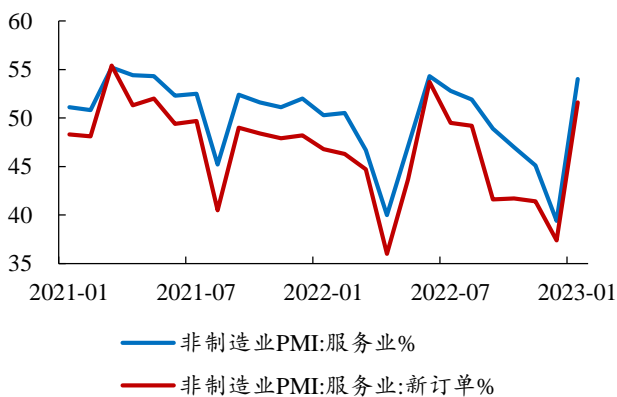
春节消费分场景来看，**旅游>商场>餐饮>观影>免税**，且全面超过2022年（详见《寻找消费超预期——春节海内外要闻》）。国家税务总局增值税发票数据显示，2023年春节商品消费和服务消费同比增长10%、13.5%，2023年更应关注服务消费。

图9：2023年春节消费场景修复均超2022年

场景	细项	口径	2023	2019春节为100%	2022春节为100%
旅游	收入(亿元)	文化和旅游部	3758.43	73%	130%
	人次(亿人)	文化和旅游部	3.08	89%	123%
	客流量(2500+旅游景点)	百度慧眼	49363.49		170%
商场	客流量(2000+商场)	百度慧眼	36019.92		128%
餐饮	收入(亿元)	中国烹饪协会		102%	125%
	餐(海底捞)收入(亿元)	久谦	10.25		118%
	饮(喜茶)收入(亿元)	久谦	0.96		122%
观影	收入(亿元)	猫眼电影	67.62	116%	112%
	人次(亿人)	猫眼电影	1.28	98%	112%
免税	收入(亿元)	海口海关	15.6		106%
	人次(万人)	海口海关	15.7		110%

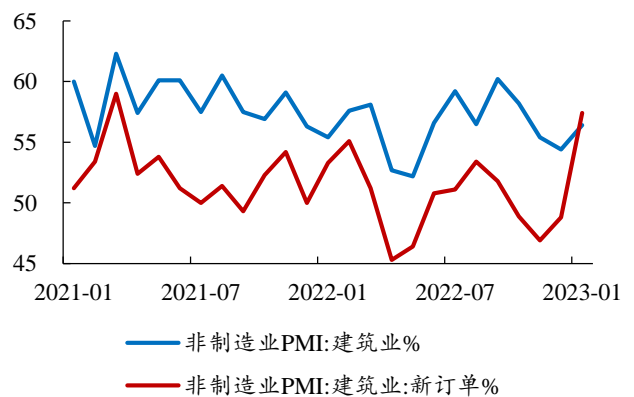
数据来源：Wind、文化和旅游部、百度慧眼、中国烹饪协会、久谦、海口海关、开源证券研究所

图10：春节消费超预期推升服务业景气向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：建筑业新订单快速改善

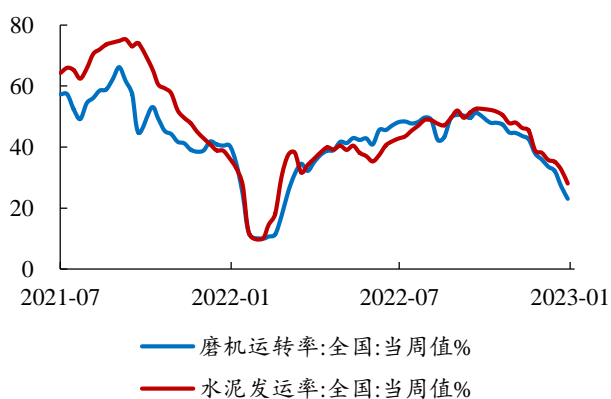


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)建筑业：1月新订单快速改善，1-2月基建增速仍可期。1月建筑业PMI为56.4%，而新订单指数大幅回升了8.6个百分点至57.4%，指向近期多个省市重大项目集中开工，其中河南、陕西、福建分别新开工1271、795、280个，总投资额15650、5646、3948亿元。

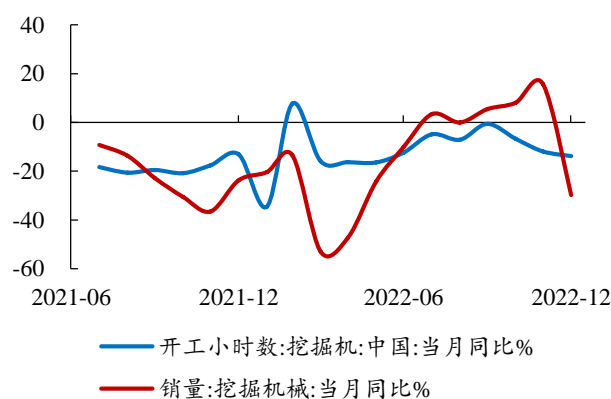
我们在《否极泰来——兼评12月PMI数据》指出“12月基建景气度边际下行，预计全年基建增速约为11.5%”，2022年实际增速为11.52%、较前值小幅回落。向后看，基建仍为稳增长重要抓手、扮演“稳定器”的角色，2023年1-2月基建增速仍可期。

图12：水泥开工下滑但好于2022年春节



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：挖机销量回落



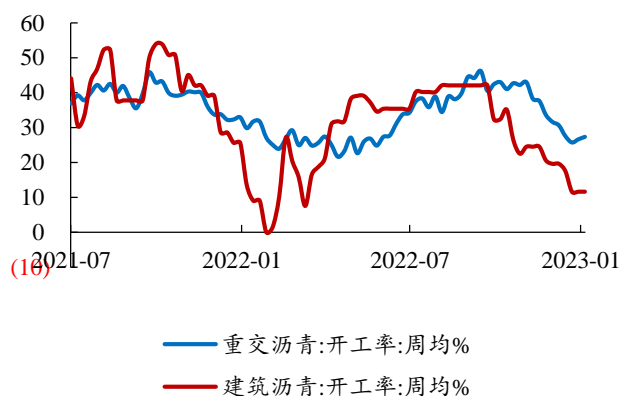
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：石油沥青开工见底回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：重交沥青先于建筑沥青回升



数据来源：钢联数据、开源证券研究所

3、服务消费“M”型修复的线索

在春节消费全方位超越2022年、部分恢复至疫前水平之际，我们提示消费结构

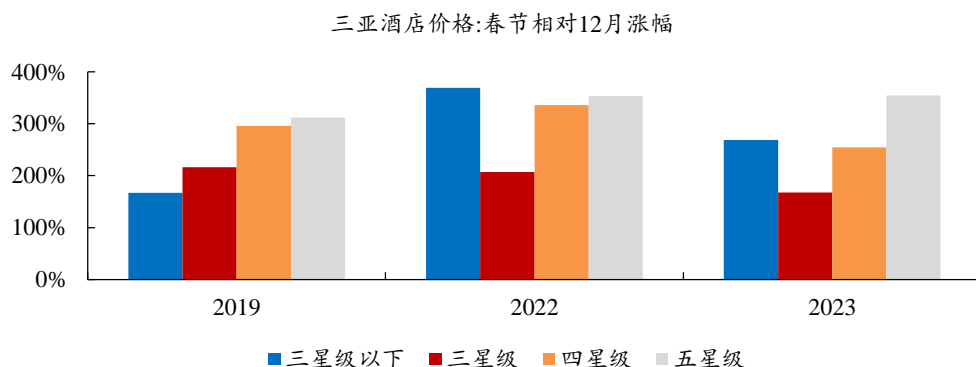
可能发生变化，这一点值得探究和思考。比如，数据表明春节旅游人均消费水平下降，部分地区服务消费呈现“M”型修复。

(1)2023年春节旅游收入、旅游人次恢复至2019年的73%、89%，指向人均消费水平趋于下行。其中海南尤为明显，2023年春节旅游收入、旅游人次为2019年的65%、110%，代表高端消费的春节离岛免税人均购物金额连年下滑，2021、2022、2023年分别为1.08、1.03、0.99万元。

(2)春节期间三亚各等级酒店价格涨幅呈现“U”型特征，即中端出现消费降级。我们比较了春节期间三亚各等级酒店价格涨幅（相对于12月第1周），曲线从2019年的线性递增变为2022、2023年的U型（两头高、中间低），五星级和低星级涨幅较大，或指向中端出现了一定的消费降级。

消费“量”的快速修复体现了“新十条”放松管控、疫情达峰以来居民消费和出行意愿的好转，但“质”相对不足则有待于居民可支配收入回升和消费政策加码。1月28日国常会提出“推动消费加快恢复成为经济主拉动力”，观影超预期改善表明消费场景修复需要供给和需求的同步提高。向后看，需密切关注消费增量举措，可能有消费相关政策讨论、出台。

图16：三亚酒店春节涨价曲线异化



数据来源：海南省发展和改革委员会、开源证券研究所

4、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn