

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

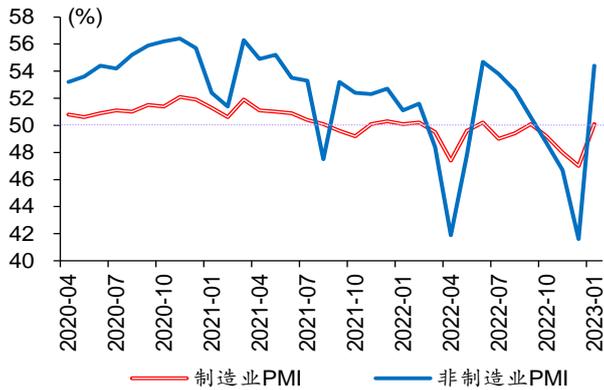
图表 1： 1 月，制造业和非制造业 PMI 均回到临界值上方.....	3
图表 2： 服务业 PMI 回升对非制造业 PMI 拉动显著.....	3
图表 3： 制造业主要分项均回升.....	3
图表 4： 新订单明显回升、新出口订单仍较为低迷.....	3
图表 5： 服务业和建筑业新订单回升大于制造业.....	4
图表 6： 2023 年专项债提前发行.....	4
图表 7： 大型企业 PMI 修复快于中小型企业.....	4
图表 8： 大型企业产需修复均好于中小型企业.....	4
图表 9： 1 月，旅游出行意愿环比上升，商务出行下降.....	5
图表 10： 2023 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

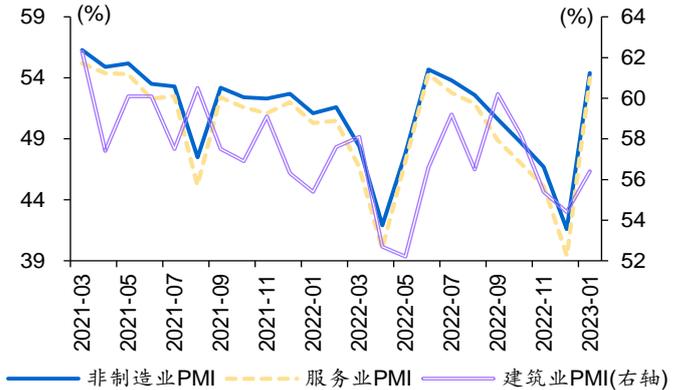
特征一：制造业和非制造业 PMI 双双回到临界值上方，服务业修复幅度更大。1 月，制造业和非制造业 PMI 分别录得 50.1%和 54.4%，分别较上月提升 3.1 和 12.8 个百分点；非制造业 PMI 大幅回升，主要缘于疫后服务业活动加快修复，服务业 PMI 录得 54%、较上月提升 14.6 个百分点，建筑业较上月提升 2 个百分点至 56.4%。

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

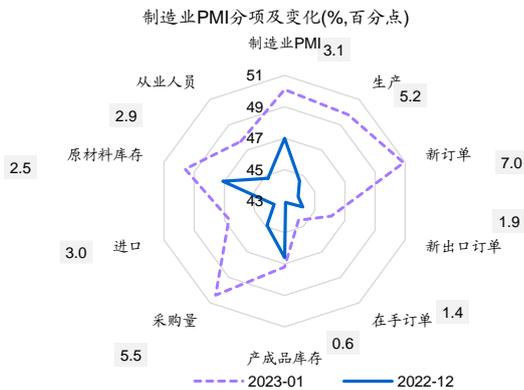


来源：Wind、国金证券研究所

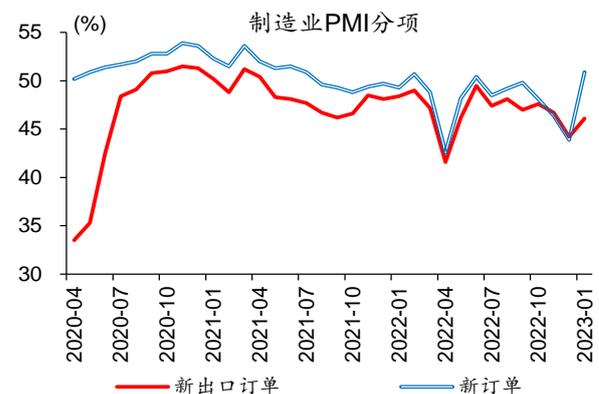
特征二：制造业内需修复快于生产，外需仍低迷。制造业 PMI 主要分项来看，需求修复快于生产，新订单和生产指数分别较上月提升 7 和 5.2 个百分点至 50.9%和 49.8%，采购量提升 5.5 个百分点、高于原材料库存提升的 2.5 个百分点，而新出口订单仅提升 1.9 个百分点至 46.1%、低于 2022 年 11 月水平，CCFI 等高频指标显示出口活动依然低迷。

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



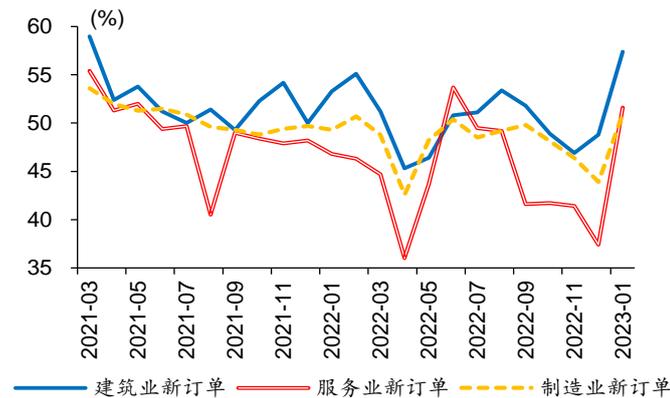
来源：Wind、国金证券研究所



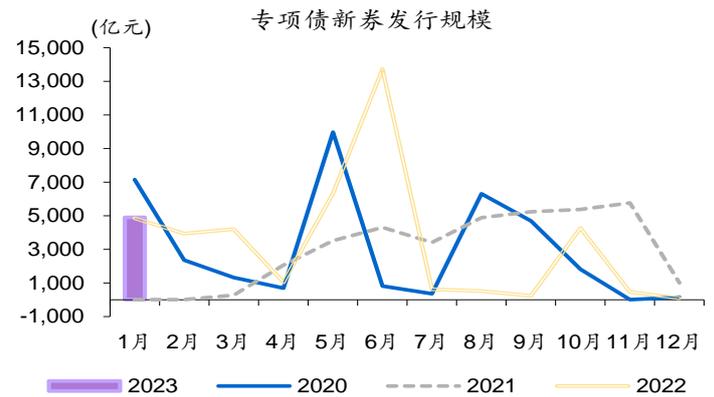
来源：Wind、国金证券研究所

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



图表6: 2023年专项债提前发行

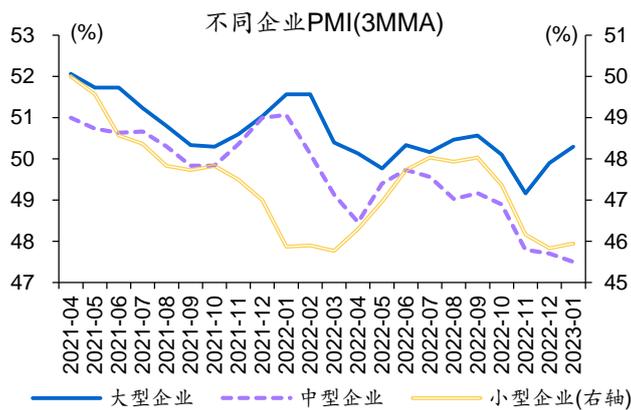


来源: Wind、国金证券研究所

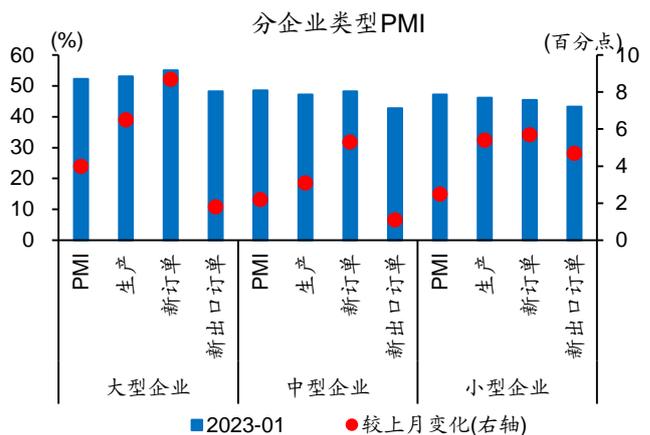
来源: Wind、国金证券研究所

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



图表8: 大型企业产需修复均好于中小型企业



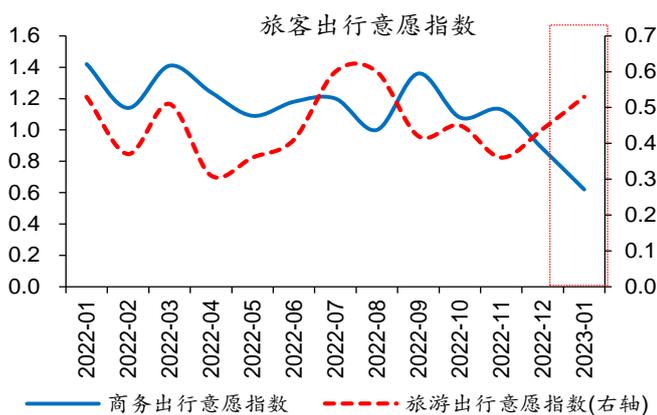
来源: Wind、国金证券研究所

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

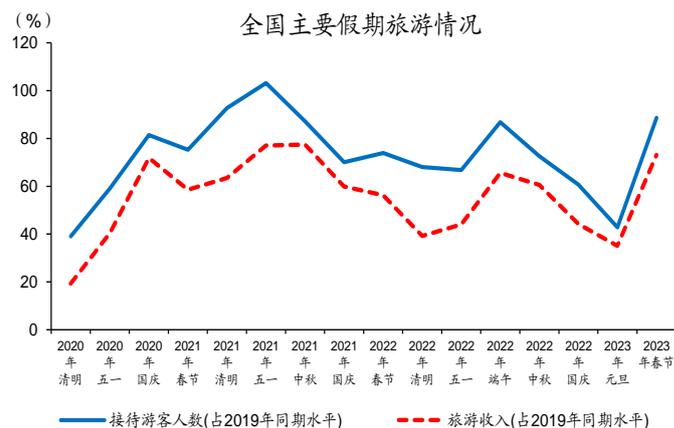
年初服务业修复或主要来自居民线下活动增多, 节后线下商务活动等的修复, 进一步对服务业修复形成支撑。CAPSE 数据显示, 1 月商务出行意愿指数环比下降 30%、而旅游出行意愿指数环比上升 21%, 与春节假期临近, 居民外出旅游、返乡等增多有关, 假期旅游人次和收入均较 2023 年元旦、2022 年国庆明显改善。伴随场景加快修复, 节后线下商务活动或有望增多, 进而带动商务出行相关消费。

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

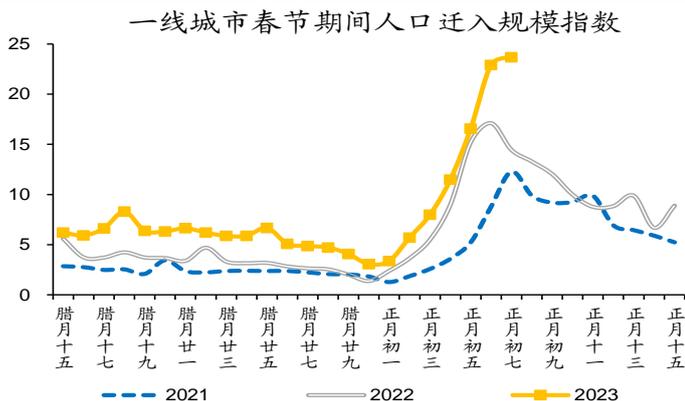
图表10: 2023年春节, 假期旅游边际改善显著



来源: 文旅部、国金证券研究所

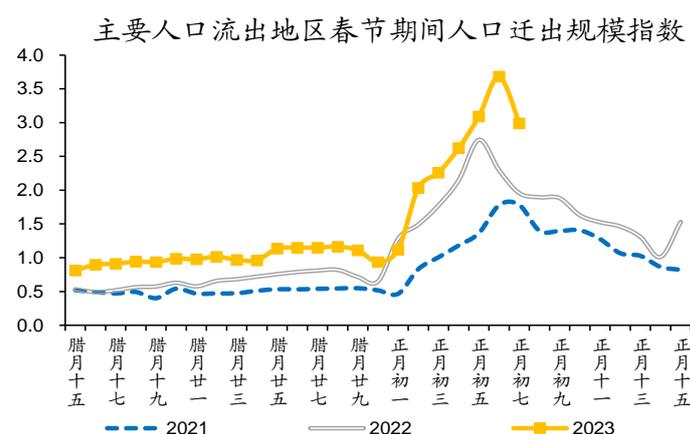
节后开复工有望加快, 具备四个有利条件: 1) 春节期间未出现感染高峰, 有利于线下活动持续修复; 2) 节后返程人流快速提升, 指向劳动力复工加快; 3) 各级政府换届完成, 政策重心回归经济建设, 地方提信心、稳增长积极性高; 4) 前期政策“累积效应”或加快显现, 基建、产业等投资实物工作量落地或提速(详情参见《节后开复工有望加快》)。

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

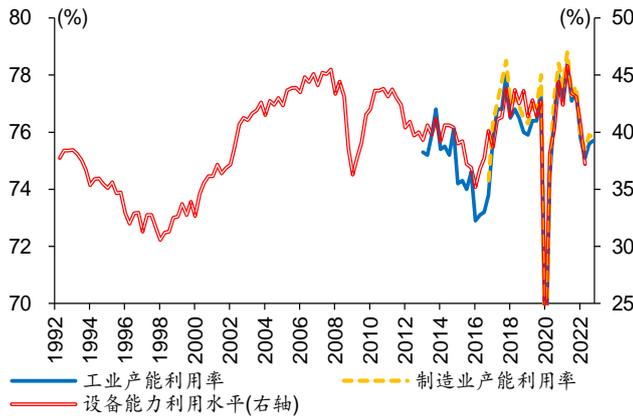
图表12: 节后主要人口流出地区人口迁出规模高于过往



来源: 百度地图、国金证券研究所

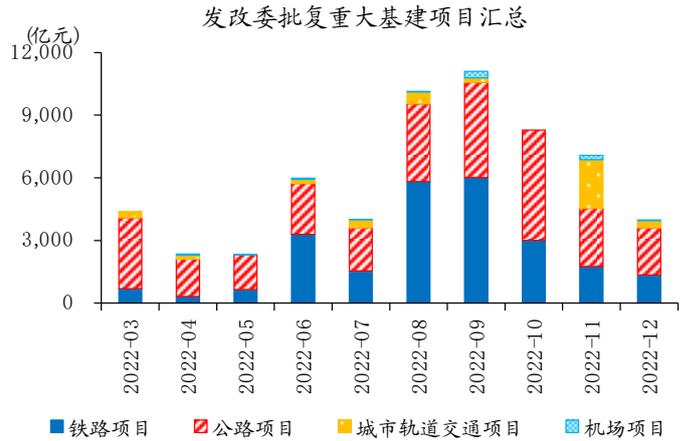
经济景气修复延续, 关注三条逻辑链的投资机会: 1) 稳增长新老基建并重, 交通类基建接力能源相关, 带动工程机械、建材等需求, 新基建带来的信息设备等投资; 2) 新时代“朱格拉周期”元年, 产业政策加快推进, 带来的产业升级和突围投资, 尤其是高端设备、材料等的突围; 3) 疫后经济修复大势所趋, 消费端弹性来自居民收入两端和企业消费(详情参见《疫后消费修复的三大误区》), 此外地产竣工链亦值得关注。

图表13: 新时代“朱格拉周期”已然启动



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 交通类项目批复增多, 或在2023年加快落地



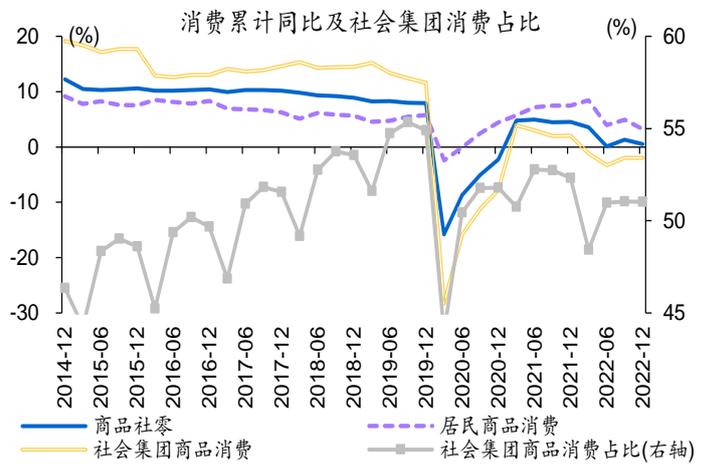
来源: 基建通、国金证券研究所

图表15: 各地产业政策重点以新兴产业突围为主

地区	产业突围类				传统升级类			绿色转型类			现代服务类		
	信息技术及应用	新能源汽车	高端制造	新材料	农牧业	中医药	采掘业	光伏	风电	抽水蓄能	物流	文旅	养老事业
河北	✓							✓	✓	✓			✓
青海	✓	✓						✓	✓	✓			
山西	✓	✓		✓				✓	✓	✓			
辽宁	✓	✓						✓	✓	✓			
吉林	✓	✓						✓	✓	✓			
甘肃	✓	✓						✓	✓	✓			
贵州	✓	✓						✓	✓	✓			
黑龙江	✓	✓			✓			✓	✓	✓			
江苏	✓	✓	✓					✓	✓	✓			
四川	✓	✓						✓	✓	✓			
云南	✓	✓			✓			✓	✓	✓			
陕西	✓	✓			✓			✓	✓	✓			
安徽	✓	✓						✓	✓	✓			
浙江	✓	✓	✓					✓	✓	✓			✓
福建	✓	✓	✓					✓	✓	✓			
江西	✓	✓	✓					✓	✓	✓			
广东	✓	✓	✓					✓	✓	✓			
山东	✓	✓	✓			✓		✓	✓	✓			
海南	✓	✓						✓	✓	✓			
河南	✓	✓		✓				✓	✓	✓			✓
湖北	✓	✓		✓				✓	✓	✓			
湖南	✓	✓		✓				✓	✓	✓			
内蒙古	✓	✓						✓	✓	✓			
广西	✓	✓			✓			✓	✓	✓			
西藏	✓	✓						✓	✓	✓			
宁夏	✓	✓						✓	✓	✓			
新疆	✓	✓						✓	✓	✓			
北京市	✓	✓		✓	✓			✓	✓	✓			✓
天津市	✓	✓		✓	✓			✓	✓	✓			✓
上海市	✓	✓		✓	✓			✓	✓	✓			✓
重庆市	✓	✓						✓	✓	✓			✓

来源: 各地政府网站、国金证券研究所

图表16: 企业等社会集团消费对社零拖累显著



来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

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(详情参见《2023年, 新时代“朱格拉”周期元年》)。

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402