

经济复苏快于预期

——1月PMI数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

制造业 PMI 回升超预期。1月制造业指数重新回到临界点以上，高于市场预期。五项分类指数较上月均有所改善，其中生产、需求及物流配送回升明显，一方面疫情第一轮高峰已过，对经济的短期扰动减弱，另一方面春节假期刺激消费需求，带动制造业景气水平明显回升。具体而言，1月PMI指数表现出以下特征：**一是供需双双改善。**生产端，疫情过峰，对生产的劳动供给约束明显减弱。需求端，内需拉动更为显著，或受消费场景打开以及春节的节日效应影响，相关消费需求明显回暖，拉动订单指数上行。相比而言，春节期间劳动人员返乡，造成生产改善力度不及需求。**二是企业预期明显转好。**一方面，1月生产经营活动预期指数位于较高景气水平。另一方面，本月制造商对后续发展预期向好，企业补库意愿有所增强。**三是各规模企业景气程度均有回升。**整体而言，大型企业景气度的边际改善及绝对水平均优于中小企业，这有赖于大型企业在生产经营方面的优势，也凸显政策助力中小企业的必要性。

非制造业重返扩张区间。1月非制造业商务活动指数重返扩张区间且反弹超市场预期，其中需求回暖下服务业商务活动指数的显著改善为主要贡献。1月服务业活动指数自去年6月以来首次出现反弹，且反弹幅度较大，一方面本月一轮疫情过峰且二次高峰并未出现，消费场景基本全面打开的背景下居民需求得以释放。另一方面，春节长假对消费的拉动也是服务业大幅回暖的重要因素。1月建筑业活动指数超55%，房地产行业商务活动指数仍低于临界点，本月建筑业的扩张主要还是依赖于基建。向后看，1月多个省市密集发布重点项目名单，发布时间提前，总量规模有所增加，结构也有一定优化，预计随上述项目建设进度的逐步推进，一段时间内基建仍将缓和地产的拖累，对整体建筑业景气度形成一定支撑。

经济修复好于预期。1月PMI数据超出市场预期，此前疫情造成的人员制约在本月有所缓和，供需所受扰动明显减弱，叠加春节节日效应的拉动，本月经济景气水平明显回升，且经济修复速度比市场预计的更快。向后看，短期内经济改善受到部分有利因素的支撑。**一是节后集中返工，劳动力供给有一定保障。**本月制造业及非制造业从业人员指数均有所上行，交通运输部以及百度迁徙指数也都显示春节后返工人

流较快提升，这有助于缓和此前市场对于节后劳动力供给不足问题的担忧，也有利于节后复工进程的顺利推进。二是政策加码促经济发展。1月28日国务院常务会议要求“加力扩消费”、“推动企业节后快速复工复产”，多地也密集推出“保生产”、“保复工”政策。为促进消费市场加速回暖，中央及地方展开多重部署。上述政策利好的加持下，预计供需两端的复苏在一段时间内都将延续。尽管经济复苏强度还有待观察，但综合1月PMI数据及上述支撑因素来看，短期内对于疫后经济的修复不妨乐观一些。

风险提示：1. 疫情二次反弹。2. 地缘政治风险。

目录

1. 数据	5
2. 制造业 PMI 回升超预期	5
3. 非制造业重返扩张区间	6
4. 经济修复快于预期	7

图表目录

图表 1: 1 月制造业 PMI 回升超预期.....	5
图表 2: 1 月制造业员工短缺制约缓解.....	6
图表 3: 1 月各规模企业景气度普遍上行.....	6
图表 4: 1 月非制造业商务活动指数重返扩张区间.....	6

1. 数据

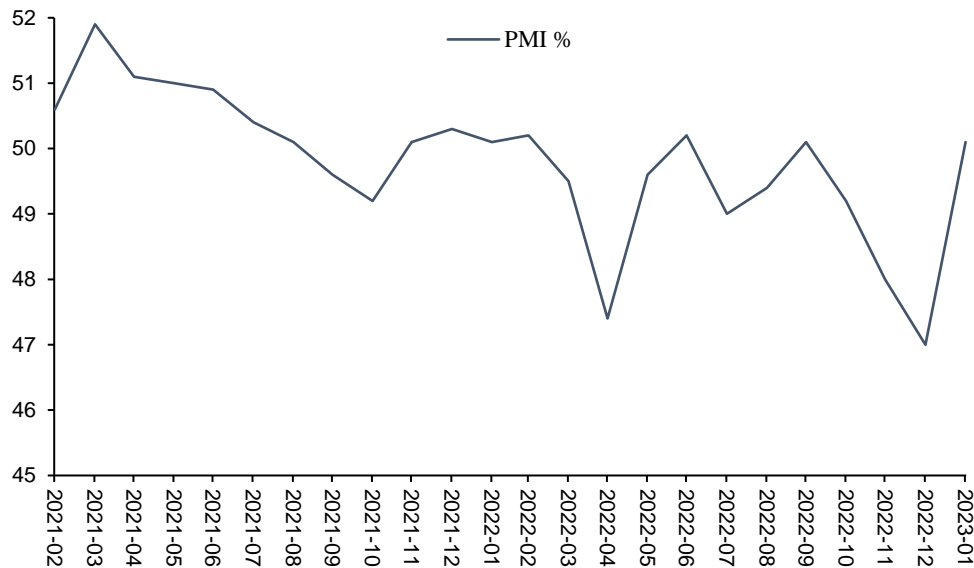
中国 1 月制造业 PMI 指数 50.1%，预期 49.8%，前值 47.0%。

中国 1 月非制造业 PMI 指数 54.4%，预期 52.0%，前值 41.6%。

2. 制造业 PMI 回升超预期

1 月制造业指数较去年 12 月上升 3.1 个百分点，重新回到临界点以上，高于市场预期。五项分类指数较上月均有所改善，其中生产、需求及物流配送回升明显，一方面疫情第一轮高峰已过，对经济的短期扰动减弱，另一方面春节假期刺激消费需求，带动制造业景气水平明显回升。

图表 1：1 月制造业 PMI 回升超预期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体而言，1 月 PMI 指数表现出以下特征：

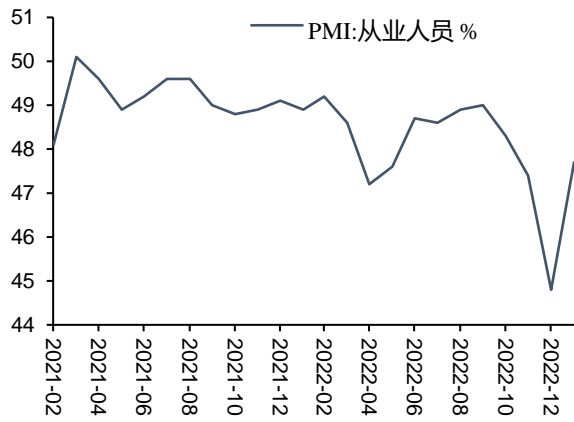
一是产需双双改善。生产端，1 月生产指数较上月上升 5.2 个百分点至 49.8%，**疫情过峰，对生产的劳动供给约束明显减弱。**一方面国家卫健委表示，各省份都已度过发热门诊、急诊和重症患者高峰。另一方面，本月从业人员指数由 44.8% 回升至 47.7%，统计局调查结果也显示，不同规模企业反映劳动供应不足的比重较上月明显下降，均低于 11.0%。需求端，本月新订单指数为 50.9%，高于上月 7.0 个百分点，也是分类指数中环比改善最为明显的一项，其中新出口订单为 46.1%（前值 44.2%），进口订单指数 46.7%（前值 43.7%），**内需拉动更为显著，或受消费场景打开以及春节的节日效应影响，相关消费需求明显回暖，拉动订单指数上行。**相比而言，本月生产修复滞后于需求，这主要受到春节期间劳动人员返乡的影响。

二是企业预期明显转好。一方面，1 月生产经营活动预期指数为 55.6%，较上月上升 3.7 个百分点，位于较高景气水平，反映出企业对经济修复预期进一步好转，其中企业对铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业的信心增强尤为明显，上述行业生产经营活动的预期指数

均高于 60%。另一方面，本月企业补库意愿有所增强。原材料库存指数较上月上升 2.5 个百分点至 49.6%，体现出制造商对后续发展预期向好，相应加大投入力度。

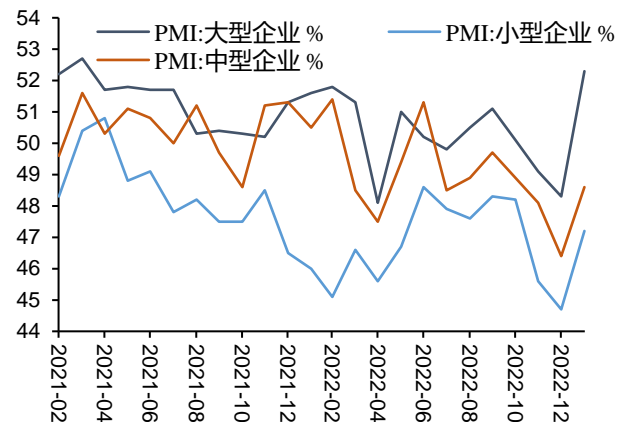
三是各规模企业景气程度均有回升。1 月大中小型企业 PMI 分别为 52.3%、48.6%、47.2%，较上月各上升 4.0、2.2、2.5 个百分点。整体而言，大型企业景气度的边际改善及绝对水平均优于中小企业，这有赖于大型企业在生产经营方面的优势，也凸显政策助力中小企业的必要性。

图表 2：1 月制造业员工短缺制约缓解



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 3：1 月各规模企业景气度普遍上行

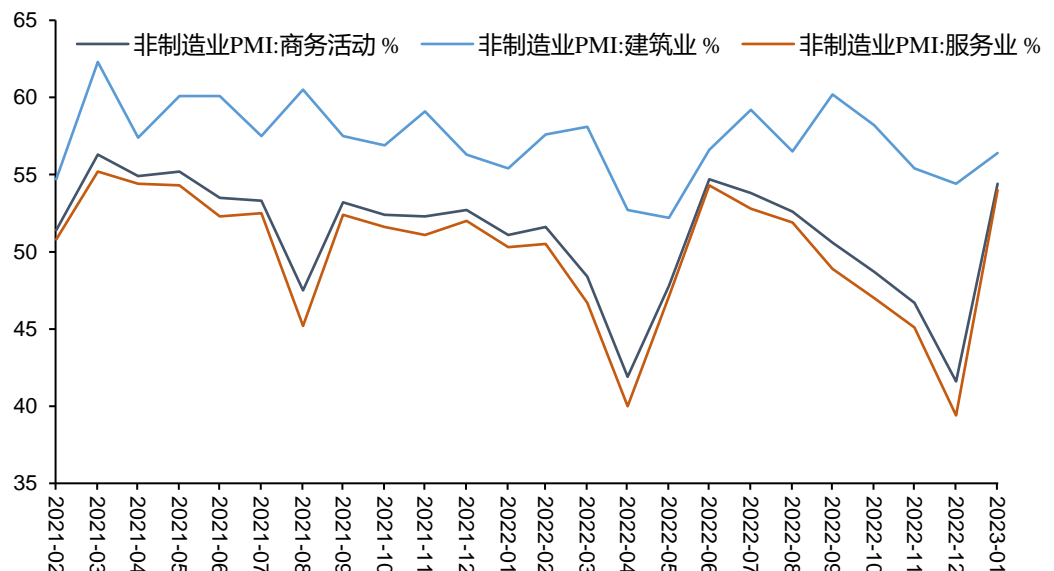


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 非制造业重返扩张区间

1 月非制造业商务活动指数比上月大幅回升 12.8 个百分点至 54.4%，重返扩张区间且反弹超市场预期，其中需求回暖下服务业商务活动指数的显著改善为主要贡献。

图表 4：1 月非制造业商务活动指数重返扩张区间



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

1月服务业活动指数为54.0%（前值39.4%），自去年6月以来首次出现反弹，且反弹幅度较大，一方面本月一轮疫情过峰且二次高峰并未出现，消费场景基本全面打开的背景下居民需求得以释放，带动接触性消费行业活跃度上行。另一方面，春节长假对消费的拉动也是服务业大幅回暖的重要因素。春节期间相关高频数据显示餐饮、电影及旅游出行均迎来一定修复。具体行业而言，本月铁路运输、航空运输商务活动指数位于60%以上，或受春运及长途旅游需求的带动。

1月建筑业活动指数为56.4%，比上月上升2.0个百分点，房地产行业商务活动指数仍低于临界点，本月建筑业的扩张主要还是依赖于基建。去年地方政府专项债以及政策性、开发性金融工具等资金支持，叠加多地项目支持，基建投资是托底经济的重要力量。向后看，1月多个省市密集发布重点项目名单，发布时间提前，总量规模有所增加，结构也有一定优化，预计随上述项目建设进度的逐步推进，一段时间内基建仍将缓和地产的拖累，对整体建筑业景气度形成一定支撑。

4. 经济修复快于预期

1月PMI数据超出市场预期，此前疫情造成的人员制约在本月有所缓和，供需所受扰动明显减弱，叠加春节节日效应的拉动，本月经景气水平明显回升，且经济修复速度比市场预计的更快。向后看，短期内经济改善受到部分有利因素的支撑。一是节后集中返工，劳动力供给有一定保障。本月制造业及非制造业从业人员指数均有所上行，交通运输部以及百度迁徙指数也都显示春节后返工人流较快提升，这有助于缓和此前市场对于节后劳动力供给不足问题的担忧，也有利于节后复工进程的顺利推进。二是政策加码促经济发展。1月28日国务院常务会议要求“加力扩消费”、“推动企业节后快速复工复产”，多地也密集推出“保生产”、“保复工”政策。为促进消费市场加速回暖，中央及地方展开多重部署。上述政策利好的加持下，预计供需两端的复苏在一段时间内都将延续。尽管经济复苏强度还有待观察，但综合1月PMI数据及上述支撑因素来看，短期内对于疫后经济的修复不妨乐观一些。

风险提示：1. 疫情二次反弹。2. 地缘政治风险。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。