

曲折回升开始，不确定性减弱

1月PMI点评

核心内容：

- **PMI数据情况** 2023年1月份中采制造业PMI指数50.1，比去年12月份回升3.1，低于近年均值0.4，重新进入扩张区间。非制造业PMI录得54.4，比12月份上行12.2，高于近年均值1.9；建筑业PMI录得56.4，比上个月上行2.0，低于近年均值2.0。中采先进制造业EPMI录得50.9，比上月上行4.1，高于近年均值1.2。PMI的回升基本符合预期。
- **制造业订单恢复强于生产，供给侧限制大于需求端** 1月份制造业PMI在疫情达峰的背景下如期反弹，产需均有回复且需求强于生产，产成品库存存在供给限制下仅小幅上行，原材料类购进价格明显上升。疫情的快速达峰除了带来需求的环比回升外，也缓和了供给端的瓶颈：雇员的逐步恢复助力生产上行，配送时间也有所加快，不过制造业供给端目前受到的压制大于需求端，是未来改善的重点。需要注意（1）1月内需环比改善更多是环比修复而非全面复苏，53%的企业依然表示需求不足，短期新订单扩张会受限制；（2）私人部门预期逐步改善、部分超额储蓄释放和消费政策使上半年需求复苏概率较高，进一步带动生产。
- **库存保持低位，购进价格改善，有望向主动补库存过渡** 产成品库存回升0.6至47.2，原材料指数上行2.5至49.6。1月产成品库存分化，整体变动不大，需求强于生产防止库存上升，下月生产依然有较大改善空间；多个行业原材料库存回升，一方面由于采购增加，另一方面生产偏弱也导致原材料积累。在生产的短期压制下，1月库存仍体现出被动变化的特征，但随着未来的产需改善，有望向主动补库存过渡。购进价格的回升和采购量50.4（+0.6）的上行一致，其回升反映企业在为产需的继续回升做准备；同时，价格的上行也会加快PPI拐点的确认。
- **生产和消费服务均大幅改善，建筑业仍有支撑** 1月非制造业显著回升，主要由于上期的低基数以及疫情达峰后对地产与日常消费场景的限制显著降低：非制造业全国经营活动状况大幅上行12.8至54.4，高于近年均值1.9。服务业经营活动状况回升14.6至54.0，高于近年同期均值，新订单上升14.2至51.6，价格和就业环比也有改善。建筑业上行，在基建、保交楼和积压装修需求下维持高景气度；房地产销售增速仍偏低，但需求环比显著上行。
- **不确定性的减弱与曲折回升的号角** 第一轮疫情的达峰好于预期，二次感染按照过往经验外推至少要等到年中才会出现。外需下滑的确定性较高，但美欧经济的韧性似乎意味着对出口增速的预期存在改善空间。中央和地方对经济和财政的积极定调也使基建投资的稳定和地产企稳回升的概率提升。目前看，内需的改善更多是修复性的，而非全面的复苏，私人资产负债表的再扩张、超额储蓄的缓慢释放和预期的抬升都需要时间，也需要相关政策的支持。尽管如此，PMI的反弹已经吹响了曲折回升的号角，也是数据跟上强预期的第一步，随着2022年面临的不确定性进一步弱化，资产定价还有改善空间。

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

特别感谢：于金潼

核心风险：疫情二次感染超预期、海外经济衰退提前

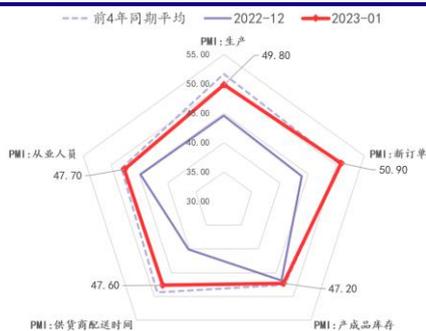
2023年1月份中采制造业PMI指数50.1，比去年12月份回升3.1，低于近年均值0.4，重新进入扩张区间。非制造业PMI录得54.4，比12月份上行12.2，高于近年均值1.9；建筑业PMI录得56.4，比上个月上行2.0，低于近年均值2.0。中采先进制造业EPMI录得50.9，比上月上行4.1，高于近年均值1.2。PMI的回升符合预期。

一、订单恢复强于生产，减员与配送影响明显减弱，库存低位

1月份制造业PMI在疫情达峰的背景下如期反弹，供需均有回复且需求强于生产，产成品库存在供给限制下仅小幅上行，原材料类购进价格明显上升。1月的两个节日造成了季节性扰动，虽然环比改善较大，但同疫情前的可比时段仍有差距，符合雇员从疫情中恢复、消费场景仍受影响的情况。疫情的快速达峰除了带来需求的环比回升外，也缓和了供给端的瓶颈：雇员的逐步恢复助力生产上行，配送时间也有所加快，不过制造业供给端目前受到的压制大于需求端，是未来改善的重点。同时，内需的改善更多是修复性的，而非全面的复苏，私人资产负债表的再扩张、超额储蓄的缓慢释放和预期的抬升都需要时间，也需要相关政策的支持。尽管如此，PMI的反弹已经吹响了曲折回升的号角，也是数据跟上强预期的第一步，随着2022的诸多不确定性进一步弱化，资产定价还有改善空间。

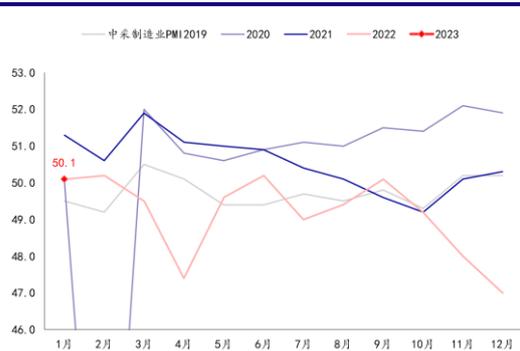
1月份生产环比回升，仍低于同期均值，两个假期和疫情导致的减员对生产有所压制，但低基数、需求改善和生产人员疫后复工带来了较强的环比改善。在我国疫情防控放开、第一轮感染达峰的背景下，内需从低位回升，消费类率先恢复，但疫情的短期干扰和在私人部门资产负债表上留下的疤痕一定程度上限制内需复苏的斜率。外需方面，由于美国经济暂未失速、欧元区数据显示未来衰退程度低于预期，出口增速在上半年下行的幅度应当有所收窄，但在外部衰退概率较大、库存偏高的背景下依然处于回落通道。整体上，内需恢复和外需边际改善、疫情减员的恢复，低产成品库存等因素均支持生产改善。目前PPI已处于低位，随着需求和企业预期的好转，价格底部开始形成，PPI触底回升的“买入信号”正逐渐加强。产量方面，大宗商品整体从低位回升，石油、化工、黑色系和非金属矿物制品均有改善，有色保持低位；设备类同样上行，汽车、电器机械和通用设备回升最多，仅专用设备下行；消费类中医药产出达到96.3的绝对高位，难再上升，农副食品也因节日明显扩张。

图 1：中采制造业 PMI 变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

新订单和出口回升。全国订单指数上行7.0至50.9，低于近年均值0.1，出口订单上升1.9至46.1，低于均值3.0。内需改善幅度明显好于外需，感染数量达峰、前期积压需求和节日对环比大幅改善做出贡献。需要注意（1）1月内需环比改善更多是环比修复而非全面复苏，53%的企业依然表示需求不足，短期新订单扩张会受限制；（2）私人部门预期逐步改善、部分超额储蓄释放和消费政策使上半年需求复

苏概率较高，进一步带动生产。1月内需扩张较多的有汽车制造、农副食品加工、医药、化学原料及化学品等，回落较多的有有色金属、金属制品、专用设备和计算机。出口订单也有较大改善，汽车制造、电器机械、金属制品和农副食品加工业上行较多，石油和黑色系订单环比下行。

1月配送时间指标上行7.5至47.6，低于均值1.2，其作为逆向指标的上行对PMI有大约1.1个百分点的拖累，剔除后PMI接近51。12月疫情集中爆发导致物流人员大幅减少，1月疫情达峰快于预期有助于人员回补；未来配送时间有望进一步缩短，但环比幅度缩小，对PMI的反向拖累也会弱化。

产成品库小幅回升，原材料库存上行幅度更大。1月产成品库存回升0.6至47.2，原材料指数上行2.5至49.6。1月产成品库存分化，整体变动不大，需求强于生产防止库存上升，下月生产依然有较大改善空间；多个行业原材料库存回升，一方面由于采购增加，另一方面生产偏弱也导致原材料积累。产成品库存上行较多的有石油、医药制造、黑色系和金属制品，下行较多的有通用设备、化学纤维、纺织服装和农副食品。在生产短期压制下，1月库存仍体现出被动变化的特征，但随着未来的产需改善，有望向主动补库存过渡。

1月份购进价格上行，出厂价格小幅回落；购进价格52.2(+0.6)，仍低于近年均值，出厂价格48.7(-0.3)。购进价格的回升和采购量50.4(+0.6)的上行一致，原材料行业涨价明显，通用和专用设备也有明显上升。出厂价格可能收到PPI的压制而略有收缩，但原材料类出厂价格改善。价格的回升反映企业在为产需的继续回升做准备，制造业改善可期；同时，价格的上行也会加快PPI拐点的确认，工业利润虽然短期承压，但也将跟随PPI恢复。

图 3：各行业生产 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：各行业新订单 (%)

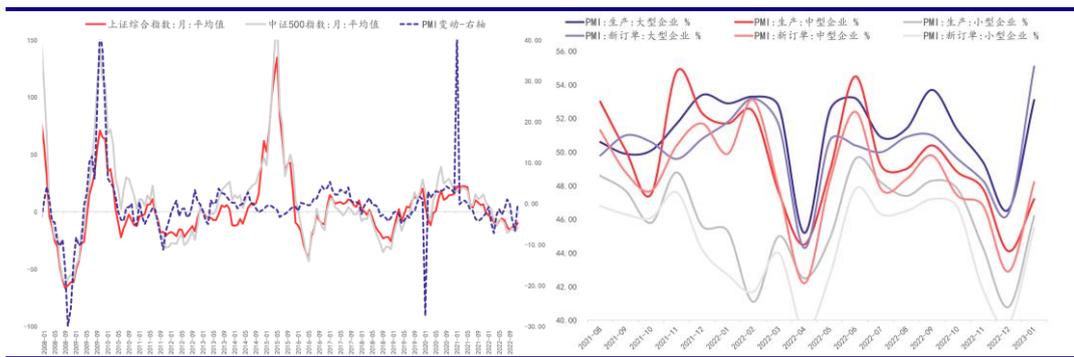


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1月大型企业PMI上行4.0至52.3，中型企业上行2.2至48.6，小型企业上行2.5至47.2。三类企业新订单均上行，但中小企业仍处于萎缩区间；出口订单的回升对中小企业PMI有所支持。大中企业原材料库存回升强于小企业，依赖外需的小企业仍面临一定压力。预期方面，三类企业也都明显回升，这和采购量5.0个百分点以上的改善是一致的。整体上，大企业恢复更为明显，这可能与原材料类率先改善有关。

图 5：PMI 改善支持股指继续回升

图 6：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、服务业与地产反弹，建筑业保持高景气

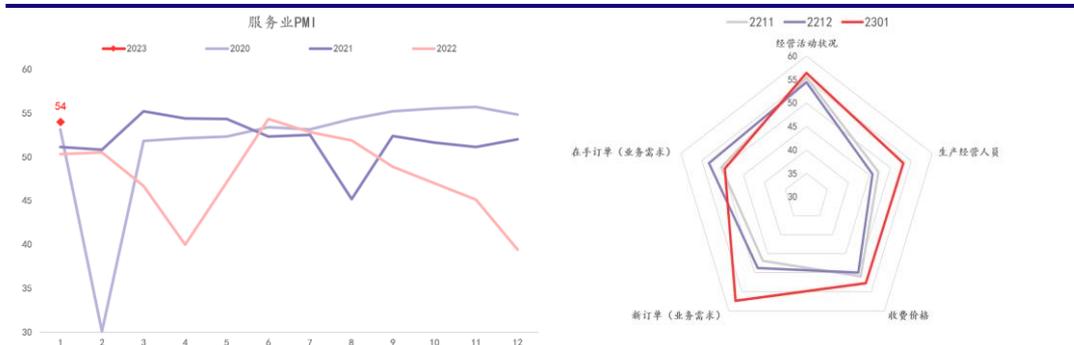
1月非制造业显著回升，主要由于上期的低基数以及疫情达峰后对地产与日常消费场景的限制显著缓和：非制造业全国经营活动状况大幅上行12.8至54.4，高于近年均值1.9。服务业经营活动状况回升14.6至54.0，高于近年同期均值，新订单上升14.2至51.6，价格和就业环比也有改善。建筑业上行，在基建、保交楼和积压装修需求下维持高景气度；房地产销售增速仍偏低，但需求环比显著上行。

生产性服务业上行18.7至57.1，指标全面改善，就业人员小幅回升但仍对扩张形成一定限制：交通运输和邮政、物流、批发和信息服务均进入扩张区域，其中交通运输和物流环比上行最大，反映出出行和物流恢复；租赁和商务服务以及生产资料批发零售在萎缩区间略有改善。消费性服务回升18.0至55.9，改善最明显的是零售业(+24.7)和住宿餐饮业(+31.7)，居民服务和生态保护也有明显回升。就业虽然有所上行，但整体还处于萎缩区域，因此在强需求下形成限制，随着就业进一步恢复和扩张，服务业预计保持在扩张区间。

建筑业表现依然较好，1月份建筑业经营活动状况上行2.0至56.4，需求的保持和就业恢复使其连续八个月位于扩张区间。其中，土木工程建筑业回落至43.3，主要由于淡季和春节影响；而建筑安装上行20.0至68.9，应是收到保交楼和积压装修需求的提振，就业人员也显著回升，这也与黑色系的回升一致。房地产环比终于上行11.4至48.5，新订单上行10.9至44.6。政策的前置发力继续支持基建投资和建筑业，地产有边际改善的迹象，不过仍需观察。

图 7：服务业 PMI 大幅回升 (%)

图 8：建筑业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

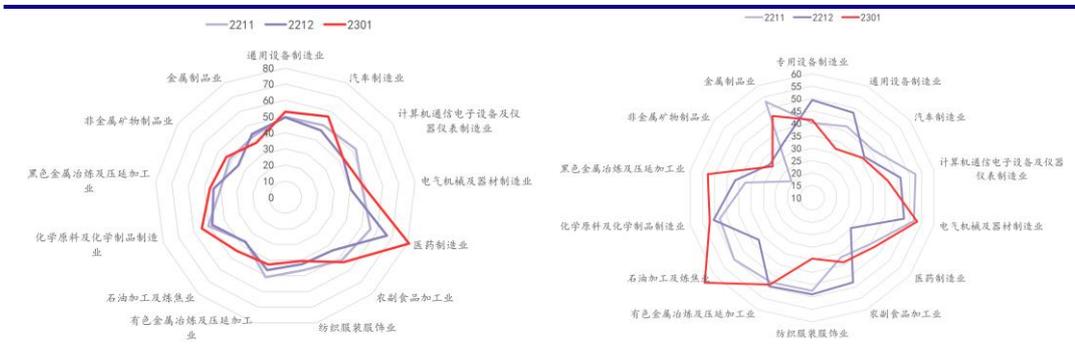
三、行业情况

1月各行业中PMI景气度居前的有医药、汽车、化学原料与制品、农副食品加工业和通用设备；表现较弱的有金属制品、纺织服装、计算机通信电子设备、有色金属和非金属矿物制品。

在疫情爆发之下，医药的产需达到历史极值而难以继续上行，但短期景气度仍会维持。汽车产需同样旺盛，出口和内需上行明显，一方面是由于处于传统旺季，另一方面此前积压的部分需求和消费政策的支持也有帮助；随着雇员进一步改善，汽车可能保持景气。农副食品加工业的景气由内外需改善共同带来，但更多反映节日期间食品需求的旺盛。表现较差的行业中，计算机通信电子设备处于淡季。环比改善较多的行业和景气度较高的基本一致。非制造业中建筑安装最稳定，土木仅季节性回落，在基建和保交楼政策下短期将延续；接触性消费和交通运输也大幅回升，随着就业人员继续增加在短期也会处于景气区间。

图 9：各行业 PMI 变化 (%)

图 10：各行业产成品库存变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、曲折回升开始，不确定性减弱

过去主要的不确定包括疫情与防控的严格程度、外需韧性持续时间和政策对地产与基建投资的持续支持，而这些不确定性继续减弱。第一轮疫情的达峰好于预期，二次感染按照过往经验外推至少要等到年中才会出现，且预计影响弱于首轮。外需下滑的确定性较高，但美欧经济的韧性似乎意味着对出口增速的预期存在改善空间。中央和地方对经济和财政的积极定调以及重要城市房贷利率的持续下行也使基建投资的稳定和地产企稳回升的概率提升。虽然仍需要对数据保持观察，但不确定性的减弱利于风险偏好进一步修复。

1月制造业和服务业 PMI 的回升符合预期，也叠加了较强的节日影响，可比样本较少的同时也是不少行业的生产淡季。所以尽管 1 月数据可能是曲折回升的开始，但在强预期下经济数据在未来是否跟上还有待生产旺季时的确认，房地产的改善也需要观察。短期来看，消费需求的继续释放和雇员对生产的扰动是主要变量。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观经济分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn