

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

## 从寒冬走向复苏的迹象已现

2023年2月1日

- **感染峰值过后，制造业景气度明显修复。**制造业PMI重新回到扩张区间，生产端和需求端明显回暖，而新订单回暖是制造业景气度修复的主要贡献。产需两端回暖属于感染峰值过后的反弹，这与去年4月疫情冲击后的修复相类似。不同的是，今年1月新订单和从业人员的景气度修复力度更强。一是疫情防控措施优化和春节等因素带动终端需求回升。二是感染峰值过后，员工短缺情况有明显改善。1) 在市场需求方面，新订单和新出口订单表现分化，显示出需求端承压正转向内需改善。2) 在库存和价格方面，随着制造业企业主要原材料采购量的增加，原材料库存也在上升。需要注意的是，企业投入价和出厂价仍在背离。分规模看，大型企业率先修复至扩张区间，而中、小企业仍在收缩区间。
- **服务业触底反弹显示疫情影响或接近尾声。**非制造业景气水平触底回升，能再回扩张区间主要源于服务业的明显修复。从疫情本身考虑，春运期间，疫情未出现明显反弹，新冠阳性率也在降低，这轮疫情感染对服务业的影响或已接近尾声。1) 消费场景恢复再加上春节消费需求改善，服务业表现触底反弹。随着社会面人员流动的恢复和春节消费需求的释放，接触型服务业表现明显修复。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重返扩张区间，酒店、民宿等住宿餐饮消费加速修复，表明居民消费意愿明显增强。2) 建筑业景气度保持增长，反弹力度不及服务业。建筑业总体继续保持增长，新订单高增说明疫情感染峰值过后建筑业市场需求也有改善，但疫情对服务业的影响程度要高于对建筑业的扰动，因此在消费场景修复时服务业的反弹力度反而更大。
- **从寒冬走向复苏的迹象已经出现。**寒冬已过，经济迈向复苏的迹象初步显现。可以看到感染达峰后，疫情对经济的影响正在逐步退去，经济增长的动能也逐步释放。目前来看，制造业和非制造业企业对后续经济活动预期较为乐观，反映企业信心明显增强，生产经营活动恢复势头强劲，经济持续修复的前景可期。但这是经济复苏的初步迹象，我国经济恢复的基础还需要强化，政策面呵护仍然重要。一是制造业和非制造业的加速回暖建立在年底加速探底的基础上。二是假期过后，春节对市场需求的提振或会逐渐弱化。尽管出口订单降幅收窄，但仍在收缩区间，出口压力仍较大。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

目 录

一、感染峰值过后，制造业景气度明显修复 .....	3
二、服务业触底反弹显示疫情影响或接近尾声 .....	6
三、从寒冬走向复苏的迹象已现 .....	8
风险因素 .....	8

图 目 录

图 1：制造业景气度全面复苏 .....	3
图 2：制造业市场需求的修复力度好于生产 .....	4
图 3：新出口订单和新订单表现分化 .....	4
图 4：投入价和出厂价格表现背离 .....	5
图 5：供货商配送时间边际改善 .....	5
图 6：大企业重回景气区间 .....	6
图 7：经济动能明显回升 .....	6
图 8：服务业明显反弹 .....	7
图 9：1 月新冠病毒阳性率逐步下跌 .....	7
图 10：非制造业业务活动预期增强 .....	8

## 一、感染峰值过后，制造业景气度明显修复

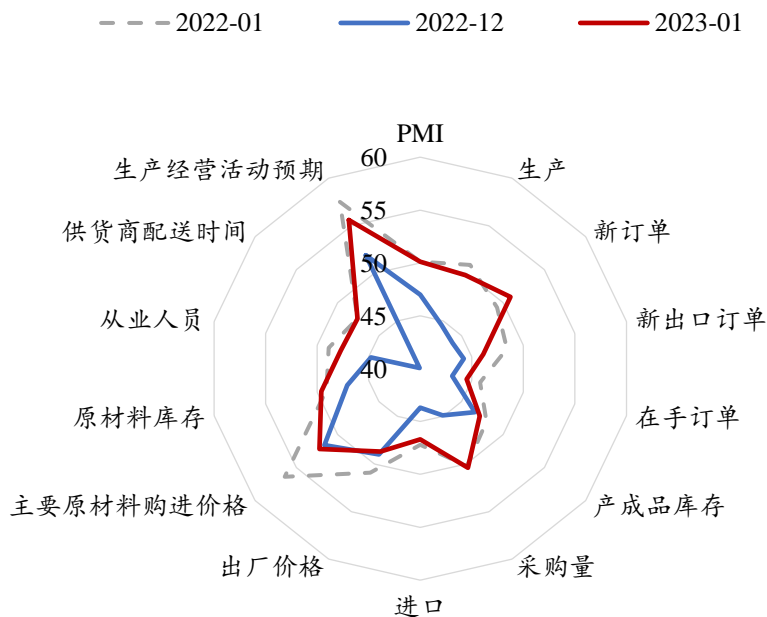
1月制造业 PMI 重新回到扩张区间，录得 50.1%，较 12 月修复了 3.1 个百分点。其中，生产端和需求端明显回暖，制造业市场需求的修复力度要好于生产，新订单回暖是制造业景气度修复的主要贡献。

**产需两端回暖属于峰值过后的修复。**1 月制造业生产 PMI 回升至 49.8%，修复了 5.2 个百分点，新订单 PMI 为 50.9%，修复了 7 个百分点。观察 2022 年 4 月表现，在 4 月疫情冲击后，经济景气度出现类似修复。与 4 月分项表现相一致，新订单、生产、从业人员、原材料库存都对制造业景气度表现起正向贡献。不同的是，2023 年 1 月新订单和从业人员的景气度修复力度更强。

**一是疫情防控措施优化和春节等因素带动终端需求回升。**春节假期对企业生产景气度有干扰，但能提振终端需求。1 月新订单的表现既有消费场景恢复下的假日提振，也有部分源自上期低基数下的回升。从行业情况看，农副食品加工、医药、通用设备、铁路船舶航空航天设备等 9 个行业的生产指数和新订单指数均位于扩张区间，其中医药制造业产需增长明显，两个指数均升至 65.0% 以上高位景气区间。

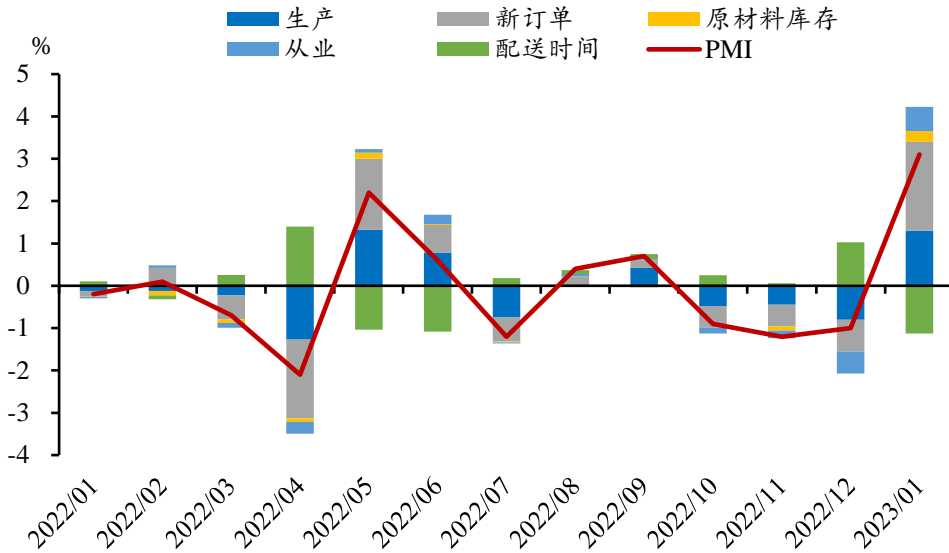
**二是感染峰值过后，员工短缺情况有明显改善。**12 月大面积新冠感染使得从业人员指数明显下挫，从业人员紧缺一度给物流配送等方面产生负面影响。1 月新冠感染痊愈后，各规模企业反映劳动力供应不足的比重较 12 月明显下降，员工短缺制约生产的情况有明显缓解。在基数影响下，1 月制造业企业的用工景气度上升，作为环比数据的从业人员 PMI 也明显改善。

图 1：制造业景气度全面复苏

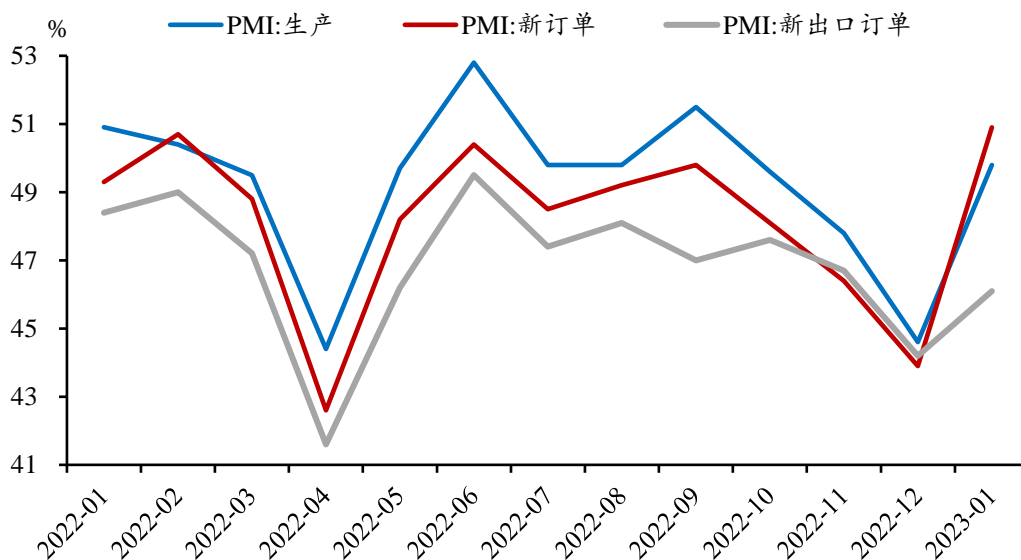


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**制造业市场需求的修复力度要好于生产。**这是因为春节效应对生产 PMI 指数有负向影响，在春节假日期间企业的生产活动减少，但是居民对消费品的需求增加，因此制造业市场需求的修复力度更大。在市场需求方面，新订单和新出口订单表现分化。1 月的新订单指数重回扩张区间，制造业市场需求有所回升；而新出口订单指数虽然有了边际改善，但是仍在收缩区间运行。新订单和新出口订单的表现分化，显示出需求端承压正转向内需改善。

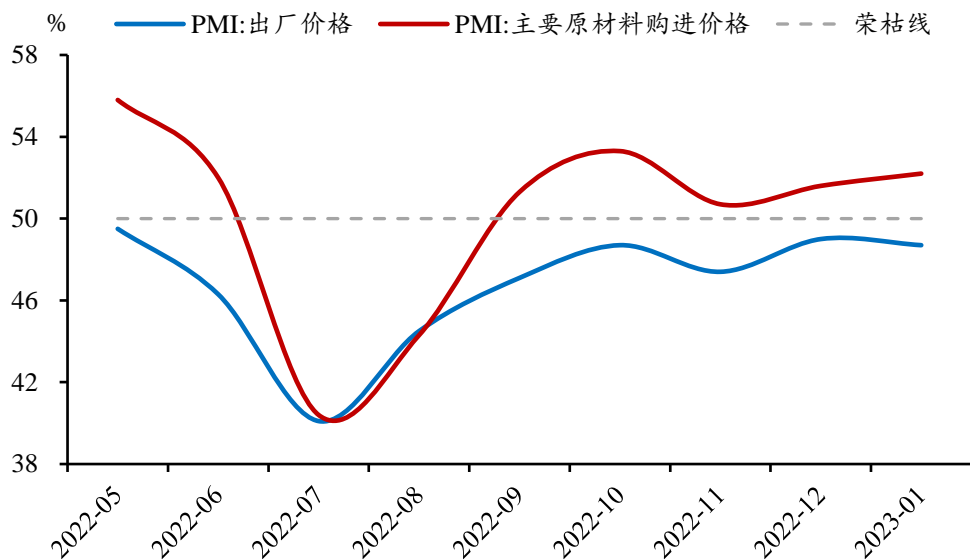
**图 2：制造业市场需求的修复力度好于生产**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

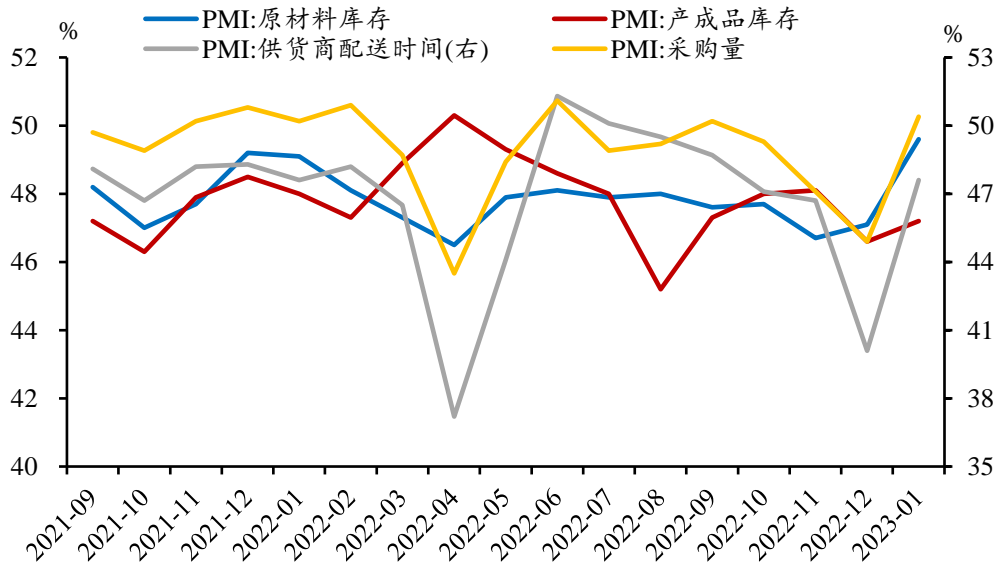
**图 3：新出口订单和新订单表现分化**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

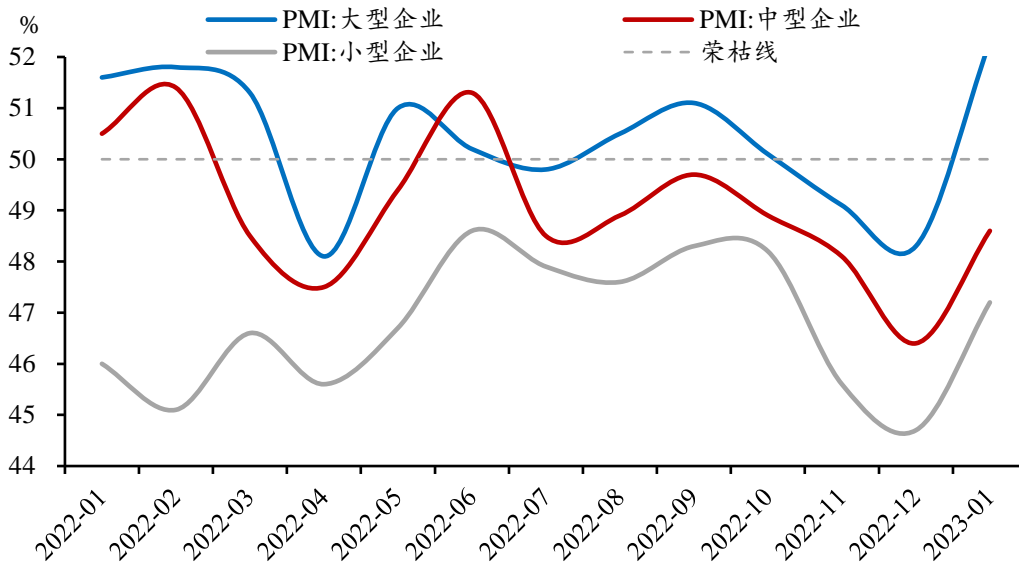
制造业原材料供应商交货时间延长情况有所改善。12月物流运输人力不足，制造业原材料供应商交货时间有所延长。1月各地陆续走出新冠感染高峰后，供应商配送时间延长的情况有所改善。制造业企业主要原材料采购量也修复至1月的50.4%，随着采购量的增加，原材料库存指数也在上升。需要注意的是，投入价和出厂价仍在背离。其中，原材料价格指数继续在扩张区间上升，而出厂价格指数则在收缩区间进一步下降，显示企业的盈利压力仍在。分规模看，大型企业率先修复至扩张区间。大企业 PMI 重回临界点以上，录得 52.3%，前值为 48.3%，中、小企业 PMI 分别为 48.6%和 47.2%。

**图 4：投入价和出厂价格表现背离**


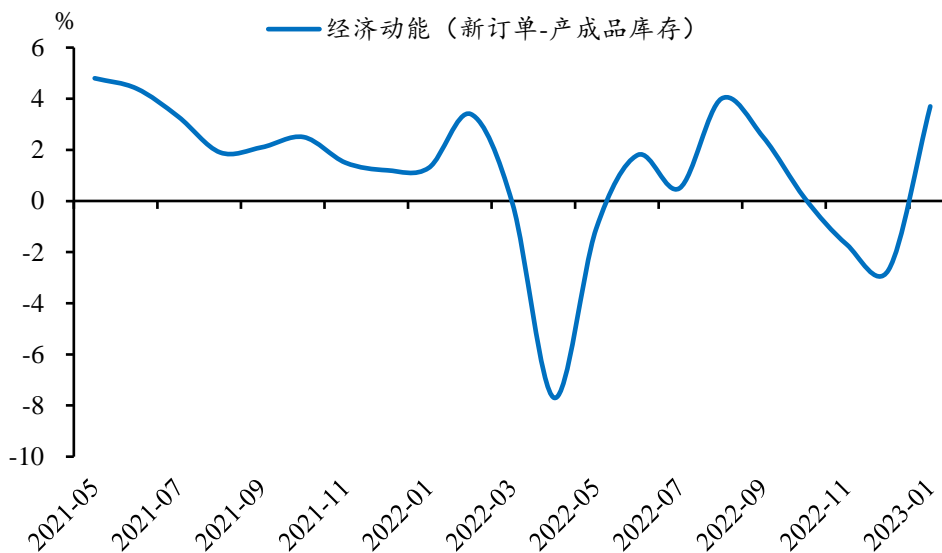
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：供货商配送时间边际改善**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 6：大企业重回景气区间**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：经济动能明显回升**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、服务业触底反弹显示疫情影响或接近尾声

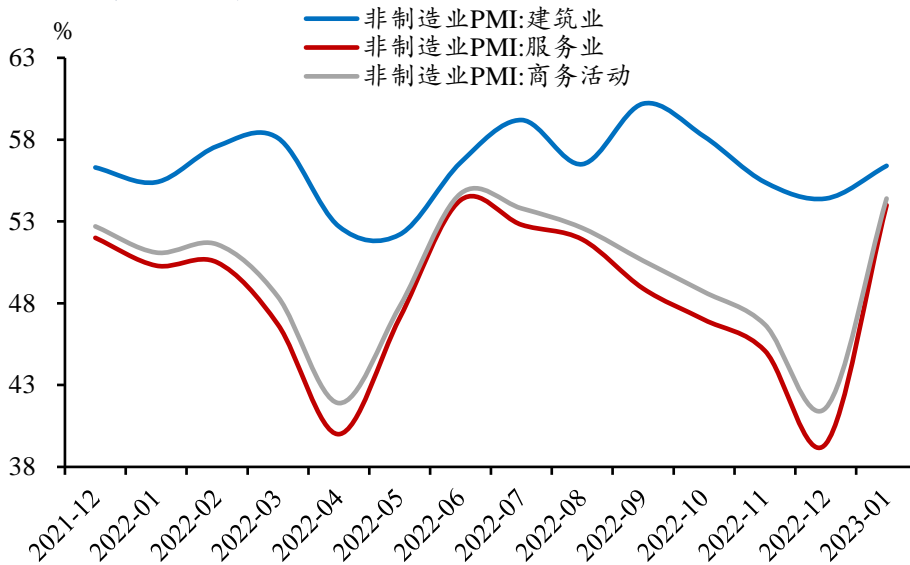
1月非制造业商务活动指数为54.4%，比12月上升12.8个百分点。非制造业景气水平触底回升，能再回扩张区间主要是疫情防控措施优化和春节消费需求抬升带动服务业明显修复，这轮疫情对服务业的影响或已接近尾声。

**新冠阳性率逐步下降，疫情压制或接近尾声。**从疫情本身考虑，春运期间的人员流动并未造成新的感染峰值，新冠阳性率波动下降。根据中疾控哨点医院的监测数据，2022年12月月底新冠阳性率攀升至高位后，自2023年1月起新冠病毒阳性率在逐步降低。春节期间，疫情未出现明显反弹，这可能是国内新冠流行株并未产生新的变异，而前期疫情感染后产生的抗体具有免疫效果。

**消费场景恢复再加上春节消费需求改善，服务业表现触底反弹。**1月服务业商务活动指数为54%，服务业景气度触底反弹主要受益于消费场景恢复后春节假日消费市场的回暖。随着社会面人员流动的恢复和春节消费需求的释放，接触型服务业表现明显修复。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

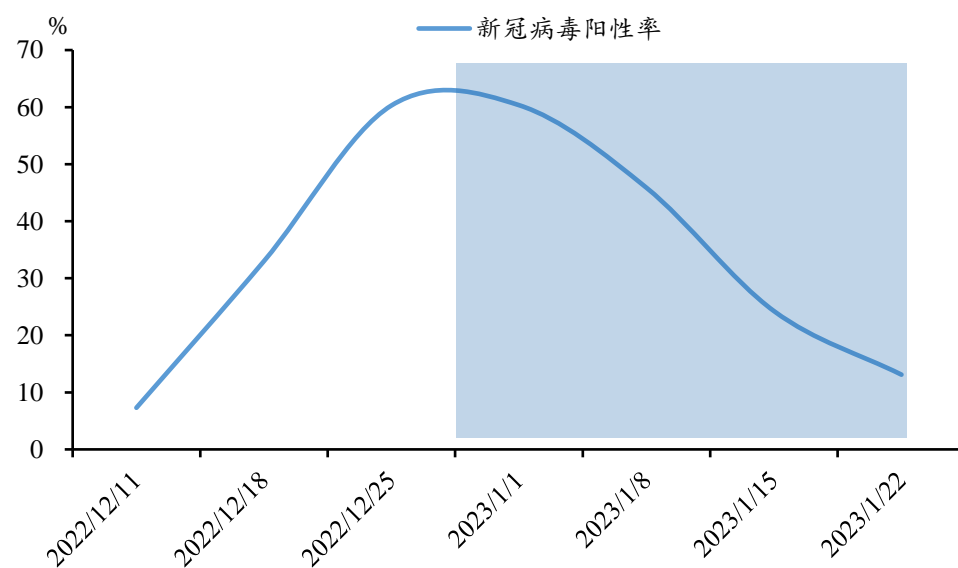
个百分点以上，重返扩张区间，表明居民消费意愿明显增强。此外，国内旅游相关行业表现较好，酒店、民宿等住宿餐饮消费加速修复，市场活跃度回升。春节假期期间，全国铁路日均发送旅客数量恢复至2019年的83.1%，全国国内旅游出游数量恢复至2019年同期的88.6%，国内旅游收入恢复至2019年同期的73.1%。

图 8：服务业明显反弹



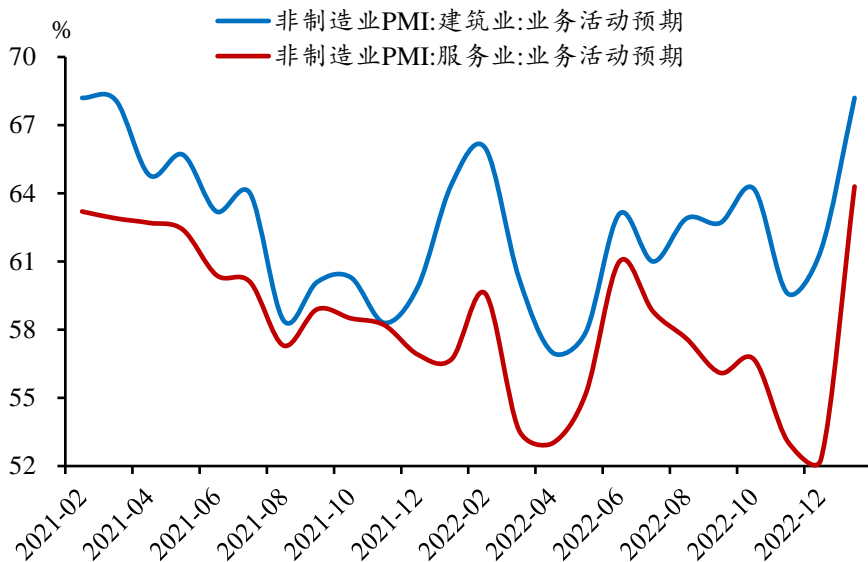
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：1月新冠病毒阳性率逐步下跌



资料来源: Chinacdc, 信达证券研发中心

**建筑业景气度保持增长，反弹力度不及服务业。**1月建筑业商务活动指数为56.4%，比12月上升2个百分点(图8)，总体继续保持增长。建筑业新订单指数为2021年4月以来的最高水平，说明疫情防控措施的优化对市场需求具有提振作用，但疫情对服务业的影响程度要高于对建筑业的扰动，因此在消费场景修复时服务业的反弹力度反而更大。从预期看，业务活动预期指数为68.2%，高于12月6.7个百分点，连续两个月位于高位景气区间，表明随着推进重大项目开工建设各项政策措施落地生效，建筑业企业对市场发展保持乐观。

**图 10：非制造业业务活动预期增强**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、从寒冬走向复苏的迹象已现

寒冬已过，经济迈向复苏的迹象初步显现。1月的市场景气度重归扩张区间，制造业和非制造业都初步显示了景气度的修复迹象。可以看到感染达峰后，疫情对经济的影响正在逐步退去，经济增长的动能也逐步释放。目前来看，非制造业企业对后续经济活动预期较为乐观，制造业的生产经营活动预期指数也明显提高。企业信心明显增强，生产经营活动恢复势头强劲，经济持续修复的前景可期。

但这是经济复苏的初步迹象，我国经济恢复的基础还需要强化，政策面呵护仍然重要。

一是制造业和非制造业的加速回暖建立在去年年底加速探底的基础上。2022年底迎来感染高峰，制造业和非制造业深度下挫，市场需求和企业供给水平双双下降，1月制造业景气度上升幅度较大部分源于前期低基数。再加上春节期间，房地产销售整体疲弱，地产修复阻力仍大，经济恢复基础还需要强化。

二是假期过后，春节对市场需求的提振或会逐渐弱化。春节假日因素对市场需求有所提振，运输业、餐饮、旅游等一些节日消费相关服务业明显修复。春节过后，春节假日因素带来的市场需求或会逐渐弱化。但在社会面人员流动常态化的情况下，消费回归常态化也是大概率事件。此外，尽管出口订单降幅收窄，但仍在收缩区间，出口压力仍较大。综合来看，政策面的呵护仍然重要。

### 风险因素

国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。



## 研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。