

# 修复的起点，利率的上坡路未尽

## ——1月 PMI 数据点评 20230131

报告日期： 2023-01-31

首席分析师： 颜子琦

执业证书号： S0010522030002

电话： 13127532070

邮箱： yanzq@hazq.com

研究助理： 杨佩霖

执业证书号： S0010122040030

电话： 17861391391

邮箱： yangpl@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件：

1月31日，统计局公布2023年1月PMI数据。1月，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.1%，比上月增加3.1个百分点；非制造业商务活动指数为54.4%，比上月增加12.8个百分点。

#### ● 制造业供需快速恢复，景气修复有望延续

整体来看，1月生产与经营有所恢复，经济修复有望加快，但制造业13项指标中仍有9项低于荣枯线以下，说明制造业景气度在逐步恢复进程中，预计进一步改善。

**1) 供需端：**供需开始改善但仍低于荣枯线，内需修复快于生产。

**2) 价格端：**价格指数走势分化，产品出厂价格降幅增大。

**3) 预期端：**尽管生产经营活动预期指数低于历史均值，但有望进一步回升。同时原材料与产成品库存指数有所增加，说明该企业开始主动补库存；采购指数增长明显高于库存指数与从业人员指数的增加，进一步说明生产端有所恢复，企业预期较好。

**4) 企业规模：**大型企业修复快于中小型企业。

**5) 非制造业方面，**服务业修复快于制造业，未来疫情对服务业影响或将进一步减弱，房企融资改善有望推动建筑业加快修复。

**债市观点方面，基本面改善符合预期、政策面加码还在路上，资金面偏紧尚待修复，节后长端利率如预期上行，两会前预计将维持高位震荡，短债的机会相对确定**

**第一，对权益市场投资者而言，基本面因素不仅要修复，还要超预期修复才能成为定价中枢；而对债市而言，只要修复的进程不能证伪，修复斜率不会降低基本面对债市的压力。从春节假期的消费数据来看，旅游、餐饮娱乐等可选消费基本恢复至疫情前水平，出行、春运人数仍低于2019年，短期来看可选消费对经济的拉动作用有所增强，而长期居民出行消费习惯的恢复仍需观察，债市正式进入上坡路模式。**

**第二，从政策面来看，1月28日国常会再次提出推动消费加快恢复、增**

强对经济的拉动力，两会前后是政策密集期，也是市场预期修复期，叠加地方债发行、理财到期（2-3月）等偏空因素，长端利率暂时看不到大幅下行的机会。

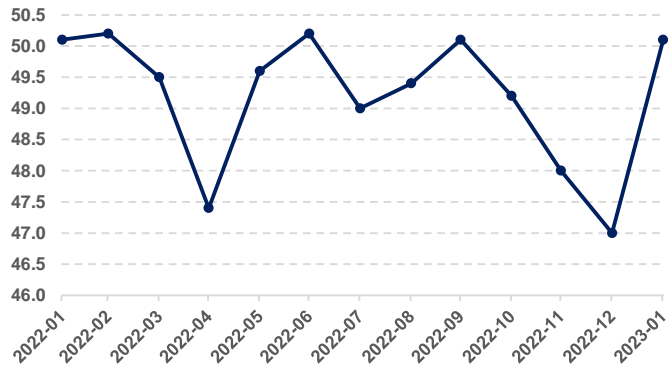
第三，1月市场博弈降准降息落空，我们在前期已提出考虑到春节因素，降准降息的最佳时点应在节后；近期由于节前逆回购的大额到期，市场利率尚未完全修复，但随着提前批地方债发行，预计货币政策还将积极配合，一二季度流动性偏松仍将具有较高确定性，短债的胜率较高。

- 从供需端来看，供给与内外需开始改善但仍低于荣枯线，内需修复快于生产。

供给端，1月生产指数录得49.8%，较前值大幅回升5.2pct，但仍连续4个月低于荣枯线，较过去5年同期均值低出2.2pct。在手订单与产成品库存分别较前值增加1.4pct与0.6pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数由负转正，当月录得3.7%。此外，供应商配货速度指数录得47.6%，较前值增加7.5pct。

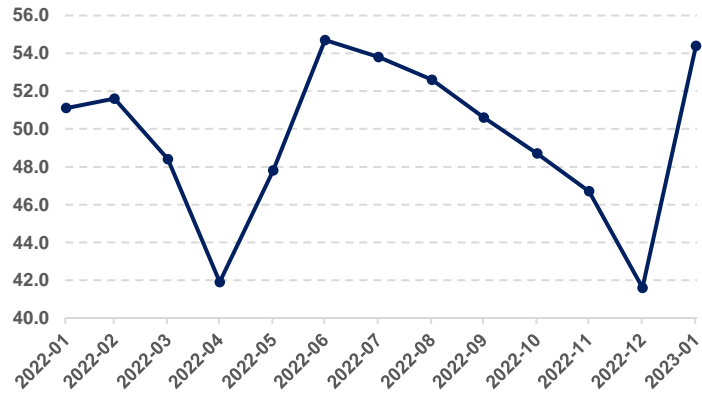
需求端，1月制造业新订单指数录得50.9%，环比上升7pct，较过去5年同期均值低出0.1pct，高于临界值但略低于历史平均水平。外需方面，本月新出口订单指数录得46.1%，较前值增加1.9pct，增幅显著低于新订单指数，需求环比改善。

图表1 制造业PMI指数（单位：%）



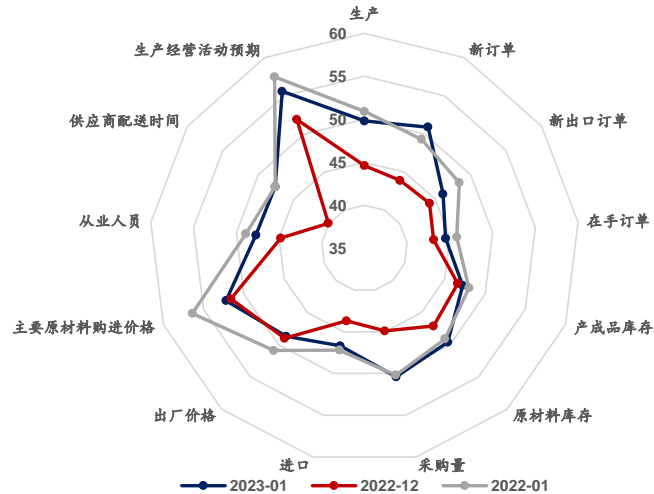
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 非制造业 PMI 指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 制造业 PMI 分项指数 (单位: %)

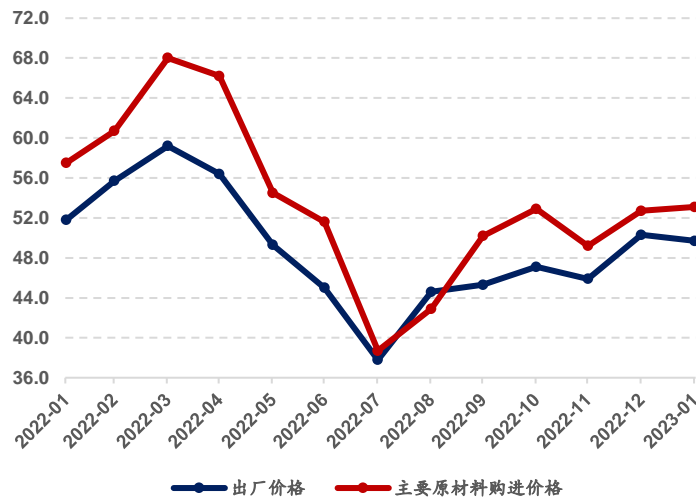


资料来源: Wind, 华安证券研究所

- 从价格端来看，价格指数走势分化，原材料价格指数上涨但产品出厂价格降幅增大。

**价格端**，1 月出厂价格指数与原材料购进价格指数分别录得 48.7%与 52.2%，分别较前值回落 0.3pct、回升 0.6pct。具体来看，根据高频数据显示，本月大宗商品价格涨跌互现，原油价格继续走弱，黑色系价格走势分化，有色金属价格多数上行，猪肉价格继续回落，鲜菜价格环比上行。

图表 4 出厂价格与主要原材料购进价格 PMI 指数 (单位: %)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

- 从预期端来看, 尽管生产经营活动预期指数低于历史均值, 但有望进一步回升。同时原材料与产成品库存指数有所增加, 说明该企业开始主动补库存; 采购指数增长明显高于库存指数与从业人员指数的增加, 进一步说明生产端有所恢复, 企业预期较好。

生产经营活动预期指数录得 55.6%, 环比增加 3.7pct, 低于历史均值 56.5%。

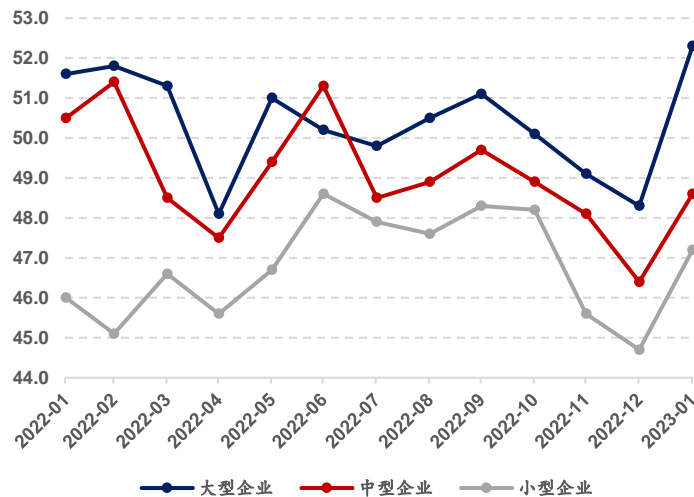
**采购端,** 1 月 PMI 采购量指数 50.4%, 较前值增加 5.5pct, 高于临界值;

**库存端,** 1 月产成品库存与原材料库存分别录得 47.2%与 49.6%, 较前值分别增加 0.6pct 与 2.5pct, 这一变化的原因可能是企业经营信心增强, 市场需求恢复, 企业主动增加原材料库存。此外, 进口指数录得 46.7%, 较前值增加 3pct, 表明企业需求有所回暖。**就业端,** 1 月从业人员指数录得 47.7%, 较前值增加 2.9pct。

- 从企业规模看, 大型企业修复快于中小型企业。

1 月大中小型制造业企业 PMI 分别录得 52.3%、48.6%与 47.2%, 分别较前值增加 4pct、2.2pct 与 2.5pct, 各类型企业景气度在连续出现回落 后大幅回升, 其中大型企业景气度创自 2021 年 3 月以来新高。

图表 5 大中小型企业 PMI 指数 (单位: %)



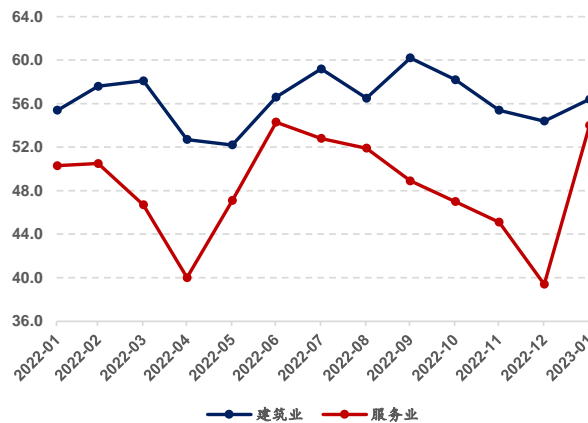
资料来源: Wind, 华安证券研究所

整体来看, 1 月生产与经营有所恢复, 经济修复有望加快, 但制造业 13 项指标中仍有 9 项低于荣枯线以下, 说明制造业景气度在逐步恢复进程中, 预计进一步改善。

非制造业方面, 服务业修复快于制造业, 未来疫情对服务业影响或将进一步减弱, 房企融资改善有望推动建筑业加快修复。

1 月非制造业商务活动指数录得 **54.4%**, 较上月大幅回升 **12.8pct**。其他主要分类指标整体回升, 具体来看, 当月新订单指数为 52.5%, 比上月增加 13.4 个百分点, 高于临界点, 投入品价格指数为 51.5%, 比上月增加 2.3 个百分点, 高于临界点, 销售价格指数为 48.3%, 比上月增加 0.8 个百分点, 低于临界点, 从业人员指数为 46.7%, 比上月增加 3.8 个百分点。分行业来看, 建筑业商务活动指数为 56.4%, 比上月增加 2.0pct, 服务业商务活动指数为 54%, 比上月增加 14.6pct。

图表 6 建筑业与服务业 PMI 指数 (单位: %)



资料来源：Wind，华安证券研究所

整体来看，1月制造业与非制造业 PMI 重回扩张区间，基本符合市场预期。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**研究助理：**杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。