

宏观

证券研究报告

2023 年 02 月 01 日

PMI 数据中的两个细节

上个月我们判断 2022 年 12 月 PMI 是最后一跌，随着疫情快速过峰，2023 年 1 月 PMI 数据全面反弹，表明国内经济或已经进入了全面修复的节奏。1 月 PMI 各分项全面好转，其中制造业 PMI 上行 3.1 个百分点至 50.1%，重回荣枯线之上；服务业 PMI 上行 14.6 个百分点至 54%，建筑业上行 2 个百分点至 56.4%。

在经济见底反弹或已经高度确定时，PMI 数据里有两个细节值得展开。

第一是服务业修复的速度，明显快于 2022 年 5 月（上一次大规模疫情结束后的首月），2023 年 1 月服务业 PMI 的环比变动比 2022 年 5 月高出 7.5 个百分点。

第二个细节是生产，今年春节在 1 月，春节历来生产淡季，今年又叠加了疫情达峰后的恢复期，但 1 月制造业生产指数也反弹了 5.2 个百分点至 49.8%。

风险提示：疫情对经济的影响超预期，海外需求超预期下滑；消费修复不及预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

孙永乐 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010001
sunyongle@tfzq.com

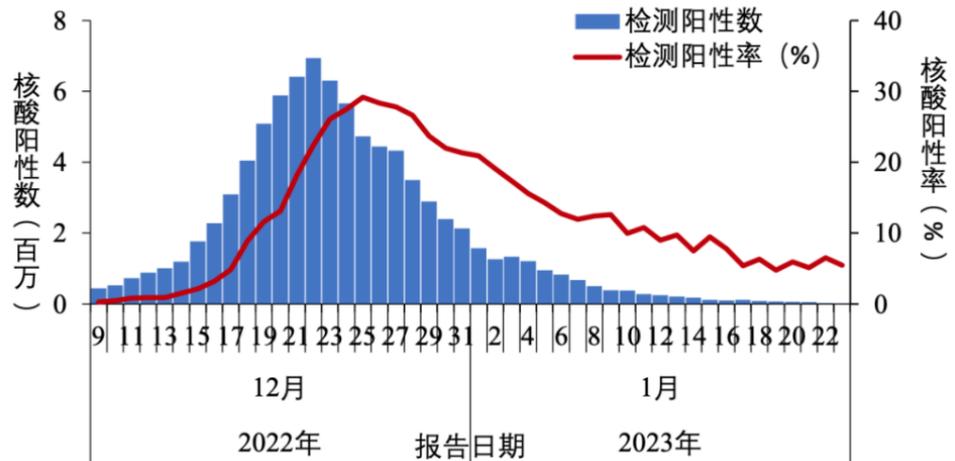
相关报告

- 《宏观报告：黄金究竟是如何定价的？》 2023-01-21
- 《宏观报告：风险定价-加息预期继续降温-1 月第 3 周资产配置报告》 2023-01-20
- 《宏观报告：宏观-最后一份经济数据的几个意外》 2023-01-18

2022 年 11 月防疫政策优化后，国内疫情快速过峰。中疾控数据显示国内核酸检测阳性人数在 12 月 22 日达峰，在院患者数量在 1 月 5 日达峰，达峰后疫情快速回落，1 月 23 日核酸检测阳性人数仅 1.5 万人，且城乡本轮疫情基本同步，全国在春节期间并未出现明显反弹。

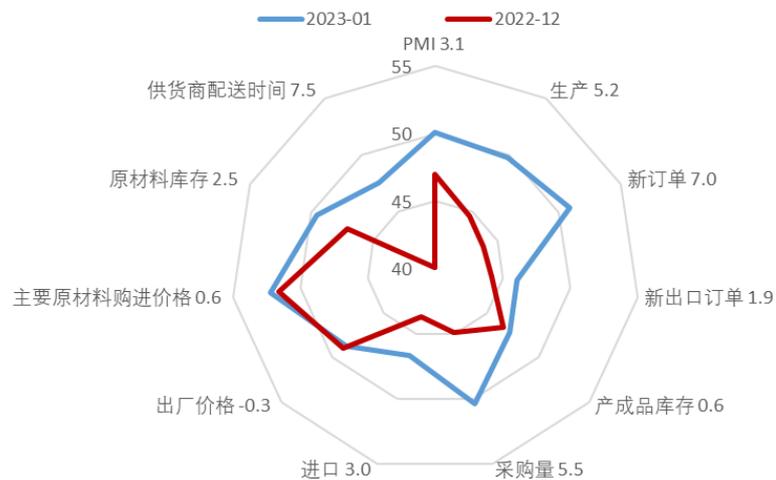
上个月我们判断 2022 年 12 月 PMI 是最后一跌，随着疫情快速过峰，2023 年 1 月 PMI 数据全面反弹，表明国内经济或已经进入了全面修复的节奏。1 月 PMI 各分项全面好转，其中制造业 PMI 较去年 12 月上行 3.1 个百分点至 50.1%，重回荣枯线之上；服务业 PMI 较去年 12 月上行 14.6 个百分点至 54%，建筑业较去年 12 月上行 2 个百分点至 56.4%。

图 1：12 月中国疫情快速过峰



资料来源：广州疾控 i 健康公众号，天风证券研究所

图 2：制造业 PMI 分项走势（单位：%）

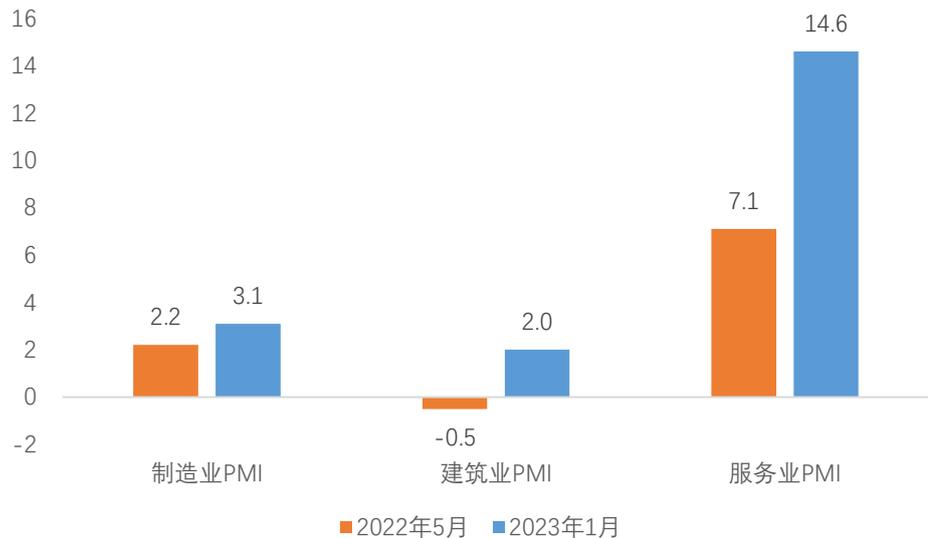


资料来源：wind，天风证券研究所

在经济见底反弹或已经高度确定时，PMI 数据里有两个细节值得展开。

第一是服务业修复的速度，明显快于 2022 年 5 月（上一次大规模疫情结束后的首月），2023 年 1 月服务业 PMI 的环比变动比 2022 年 5 月高出 7.5 个百分点。

图 3：23 年 1 月对比 22 年 5 月：PMI 分项的环比变动情况（单位：%）



资料来源: wind, 天风证券研究所

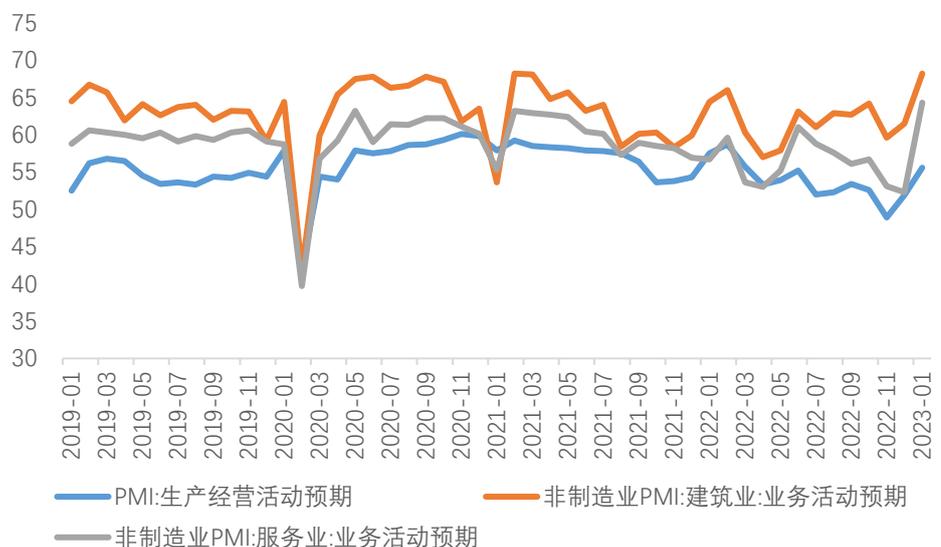
服务业 PMI 指数中, 前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等行业的商务活动指数, 23 年 1 月均高于 22 年 12 月 24.0 个百分点以上, 重返扩张区间; 铁路运输、航空运输、邮政等行业的商务活动指数位于 60.0% 以上的高景气区间。1 月服务业商务活动预期指数也上行 12 个百分点至 64.3%, 创 2019 年以来新高。

2022 年在疫情反复冲击下, 中国居民可支配收入同比增速依然有 5%, 但是居民消费支出同比增速仅 1.8%, 原因之一是与线下消费场景有关的教育、文化和娱乐等消费支出同比下滑了 5%。

对比 2023 年 1 月和 2022 年 5 月, 主要的区别不是居民收入增速, 而是“乙类乙管”之后的线下消费场景已经迅速恢复。而一些海外经济体在防疫放开后, 线下消费服务恢复缓慢, 比如中国香港、日本等直到 2022 年 9 月零售和娱乐场所的访客数量依旧明显低于 2021 年 11 月。这与海外部分经济体在放开后, 压平曲线缓慢过峰, 并且还保留了一定的疫情防控政策力度有关, 比如中国香港、日本在 2022 年的疫情严格指数会明显的高于新加坡、澳大利亚等地。(详见《消费的黎明之前》)

因此, 中国 1 月服务业 PMI 的快速反弹, 说明中国接触性消费的修复速度可能超预期, 并快于部分亚洲经济体的放开经验。

图 4: 服务业等行业预期创近年来新高 (单位: %)

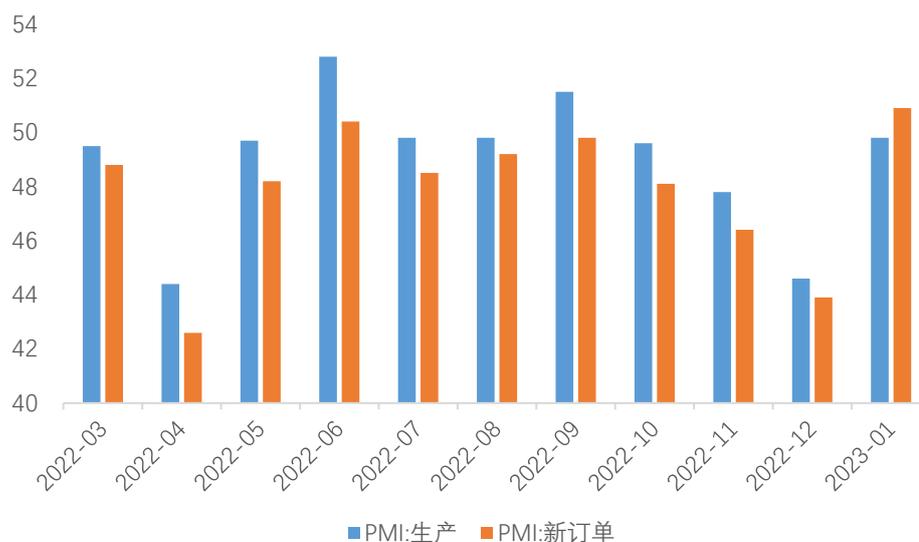


资料来源: wind, 天风证券研究所

第二个细节是生产。今年春节在 1 月，春节历来生产淡季（过去 5 年的春节月份，制造业 PMI 生产指数平均下滑 1.64 个百分点），今年又叠加了疫情达峰后的恢复期，但 1 月制造业生产指数也反弹了 5.2 个百分点至 49.8%。从这个角度看，今年 1 月在疫情恢复期间的生产强度其实比预期要高。

除生产外，企业用工情况有所好转，PMI 从业人员指数上升 2.9 个百分点至 47.7%，统计局调查结果显示，大、中、小型企业中反映劳动力供应不足的比重均低于 11.0%，较 12 月明显下降。这反映疫情过峰后，劳动力就快速重返就业岗位，并没有出现类似美国等疫后劳动力市场出现用工缺口和修复缓慢的情况。这与我们在报告《谁是劳动力下降的元凶》中，对于奥密戎感染率上升不会导致劳动供给不足判断一致。这个数据或在一定程度上证伪了一些对于中国今年会出现供给不足和供给型通胀的担忧。

图 5：生产和供需的快速修复（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|--------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | A 栋 23 层 2301 房 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：570102 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 电话：(0898)-65365390 | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |