



服务业“抢跑”，制造业“接力”

——2023年1月PMI点评

事件

2023年1月31日，国家统计局发布2023年1月PMI数据，1月制造业PMI为50.1%，较前月上升3.1个百分点；非制造业PMI为54.4%，较前月上升12.8个百分点。

核心观点

1月PMI主要指标大幅回升，服务业景气快速升温。1月制造业与非制造业PMI双双上行，12月的经济底过后，1月经济修复如期而至，后续制造业复苏可期。

制造业产需景气水平快速回暖。疫情对生产的扰动减轻，生产端明显恢复。需求端回暖速度更快于生产端，企业开始为开年后的订单做准备。感染过峰后，制造业产需两端均出现明显改善，而春节假期因素导致生产端修复力度不及需求端。向后看，春节错位因素下，制造业将接替服务业成为PMI后续上行主要推力。

能源价格边际回升叠加黑色、有色金属冶炼加工业价格延续高位运行，带动PMI价格指数回升。12月起汽油价格已显著回升，而1月煤炭价格也边际上行，能源价格边际回升成为推高PMI原材料价格指数的新动力；另一方面，黑色、有色金属冶炼加工业原材料价格高位运行，对PMI原材料价格指数的推升力度不减。

服务业如预期复苏。服务业市场活跃度明显回升，春运因素带动交通运输各行业景气度高企，铁路运输、航空运输、邮政等行业持续处于60%以上高景气区间，执行航班量快速增加；前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等线下服务行业商务活动指数均快速重返扩张区间，居民消费意愿明显增强，线下客运流量显著提升。

新订单增加和从业人员回归支撑建筑业景气。开年后新设施工计划带来了订单增加，从业人员也开始季节性回归。地产销售端也初见改善，跨年年后，伴随着近期多地首套房贷款利率调降，年初地产销售高峰再现。从地产销售的周期性节奏看，今年春节相对较早，当前处于春节假日期间的周期性低点，后续2月地产销售预计将达到近五年同期最高，地产销售的回暖或成为开年后建筑业景气的新动力。

债市策略

经济修复斜率较高，但短期内基本面利空或难敌资金转松预期。虽然1月PMI传递出的经济高斜率修复对债市而言是较为明确的利空，但近期市场对此预期较为充分。数据公布当日央行放量逆回购投放与假期结束后现金需求收缩资金回流银行体系的预期共同构成了对前期紧张资金面的挑战，在跨年因素、春节因素、跨月因素三重资金压力消解后预计短期内债市将聚焦资金面的边际变化，长债收益率或高位震荡回落。

风险提示

疫情影响超预期；货币政策变化超预期；外部环境变化超预期。

报告作者

作者姓名	郑倩怡
资格证书	S1710521010002
电子邮箱	zhengqy@easec.com.cn
联系人	杨逸飞
电子邮箱	yangyf729@easec.com.cn

相关研究

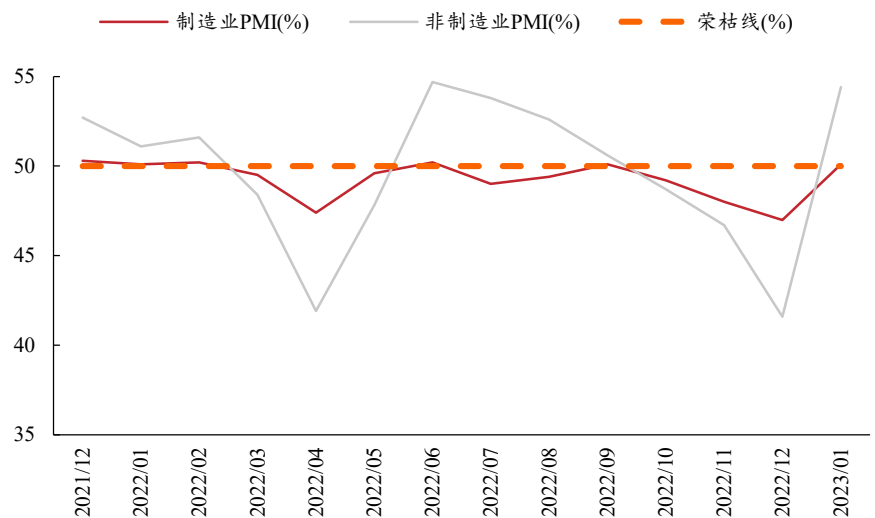
- 《【固收】服务需求回暖成为最大亮点_20230117》2023.01.18
- 《【固收】企业中长期信贷高增有哪些因素_20230116》2023.01.16
- 《【固收】降准落地，持续保障流动性合理充裕_20221128》2022.11.28
- 《【固收】制造业徘徊荣枯线，建筑业维持高景气_20221031》2022.11.01
- 《【固收】基建发力稳增长成效初显，经济修复形势向好_20221026》2022.10.26

1. 核心观点

事件：2023年1月31日，国家统计局发布2023年1月PMI数据，1月制造业PMI为50.1%，较前月上升3.1个百分点；非制造业PMI为54.4%，较前月上升12.8个百分点。

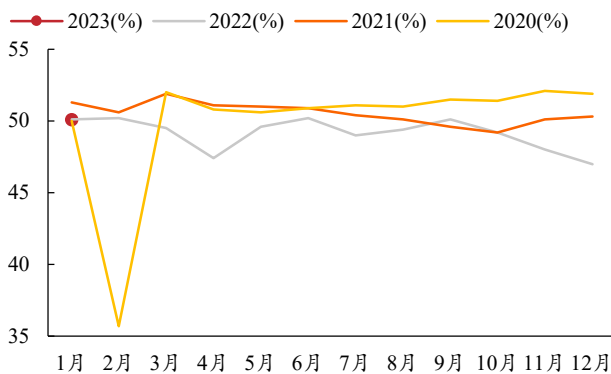
1月PMI主要指标大幅回升，服务业景气快速升温。1月制造业与非制造业PMI双双上行，12月的经济底过后，1月经济修复如期而至，后续制造业复苏可期。

图表1. 1月制造业与非制造业PMI上行，双双回归荣枯线上



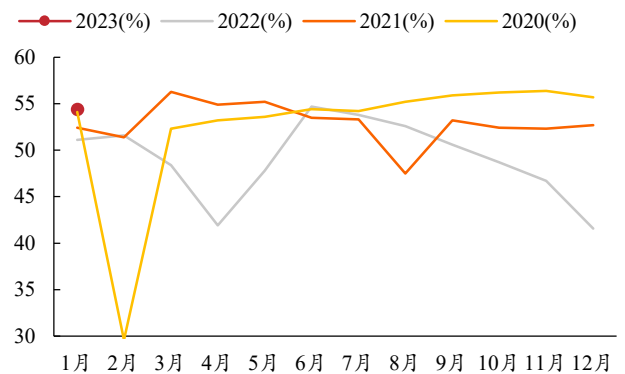
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表2. 1月制造业PMI回升到荣枯线以上



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表3. 1月非制造业PMI为疫情以来同期最高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

产需方面，生产指数和新订单指数分别为49.8%和50.9%，较前月上升5.2和7.0个百分点，制造业产需景气水平明显回暖，但在春节假期影响下生产端尚未完全恢复常态，改善力度小于需求端。

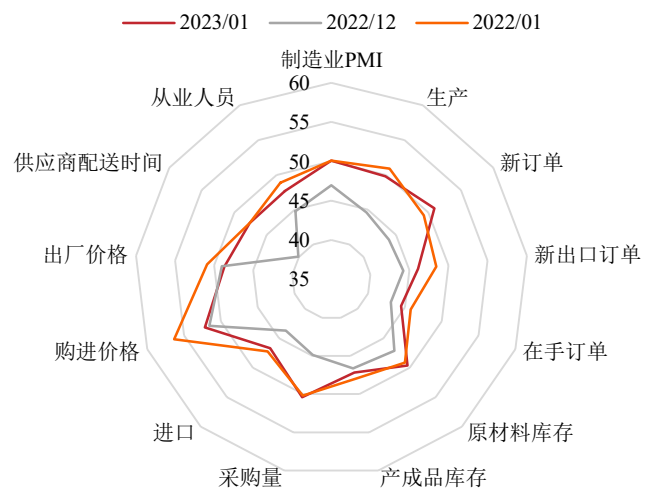
价格方面，原材料购进指数为 52.2%，较前月上升 0.6 个百分点；产成品价格指数为 48.7%，较前月下降 0.3 个百分点。能源价格边际回升叠加黑色、有色加工业价格延续高位运行，带动原材料购进指数回升；产成品价格指数虽略有下降但基本保持平稳。

库存方面，原材料库存指数为 49.6%，较前月上升 2.5 个百分点，产成品库存指数为 47.2%，较前月上升 0.6 个百分点。需求回暖带来订单量增加，企业加大原材料购进力度，去库放缓，或接近尾声。

服务业方面，商务活动指数为 54%，较前月上升 14.6 个百分点，春节期间消费市场回暖，市场活跃度回升。交通运输业景气高企，线下服务业景气快速回升，感染过峰后居民消费需求显著恢复。

建筑业方面，建筑业商务活动指数为 56.4%，较前月上升 2 个百分点，推进重大项目开工建设各项政策措施落地生效，政策性开发性金融工具对重大项目开工建设的支持也成为开年建筑业景气上行的动力。

图表4. 除出厂价格外 PMI 各分项指数均较 12 月上升(%)

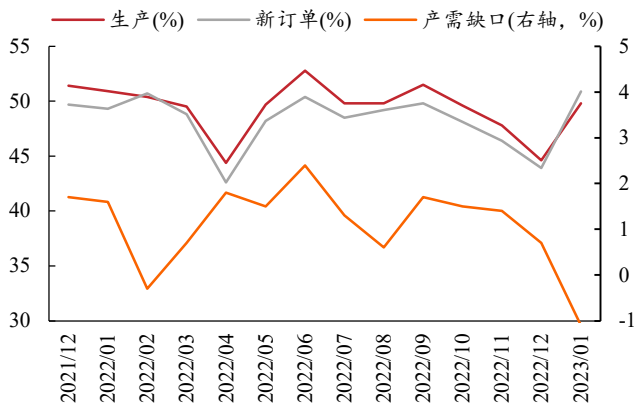


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 制造业：产需回暖，价格较稳，去库或达尾声

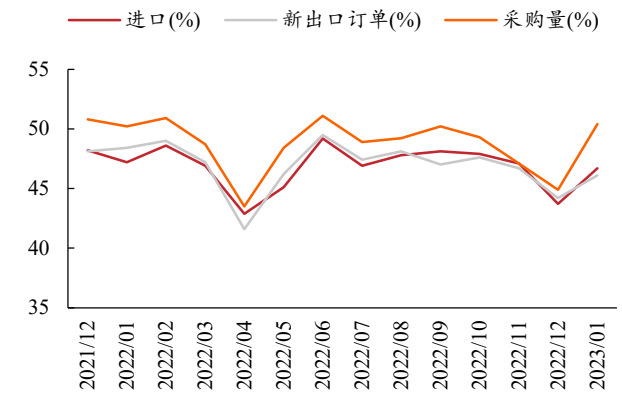
制造业产需景气水平快速回暖。1 月制造业 PMI 生产指数为 49.8%，较前月上升 5.2 个百分点，疫情对生产的扰动减轻，生产端明显恢复；新订单指数为 50.9%，较前月上升 7 个百分点，需求端回暖速度更快于生产端，企业开始为开年后的订单做准备。12 月落实成为感染高峰和疫情影响下的经济底，感染过峰后，制造业产需两端均出现明显改善，而春节假期因素导致生产端修复力度不及需求端。向后看，春节假期在 1 月结束，2 月制造业生产端预计继续改善，回升到景气区间，而 1 月新订单指数大幅上行体现了需求端修复节奏较好，春节错位因素下，制造业将接替服务业成为 PMI 后续上行主要推力。

图表5. 制造业 PMI 产需双双快速上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

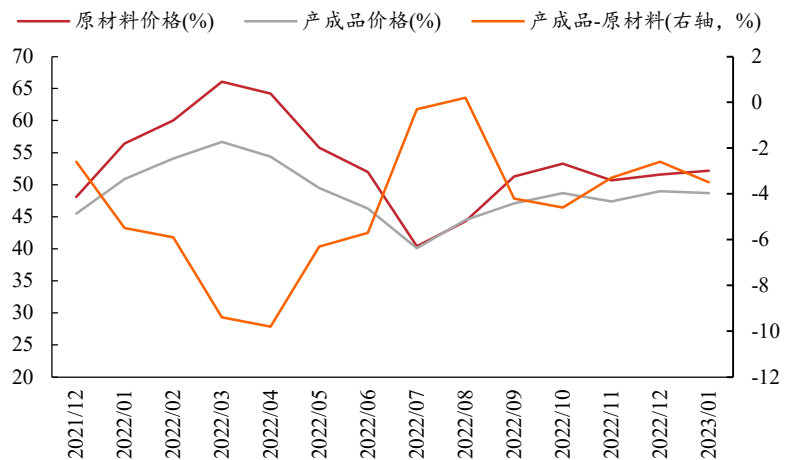
图表6. 内需快速恢复, 外需也有所修复



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

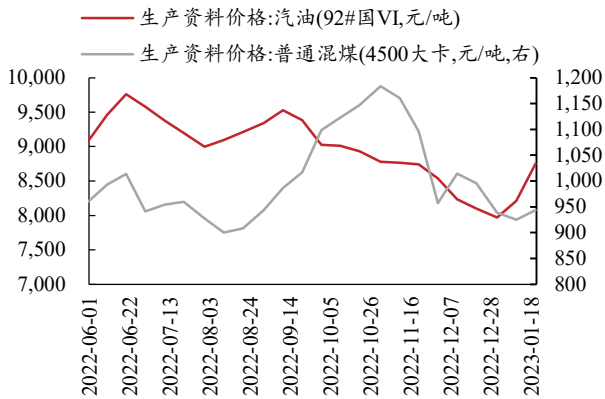
能源价格边际回升叠加黑色、有色金属冶炼加工工业价格延续高位运行, 带动 PMI 价格指数回升。1 月原材料购进指数为 52.2%, 较前月上升 0.6 个百分点; 产成品价格指数为 48.7%, 较前月下降 0.3 个百分点。12 月起汽油价格已显著回升, 而 1 月煤炭价格也边际上行, 能源价格边际回升成为推高 PMI 原材料价格指数的新动力; 另一方面, 黑色、有色金属冶炼加工工业原材料价格高位运行, 对 PMI 原材料价格指数的推升力度不减。

图表7. 原材料、产成品价格双双回升



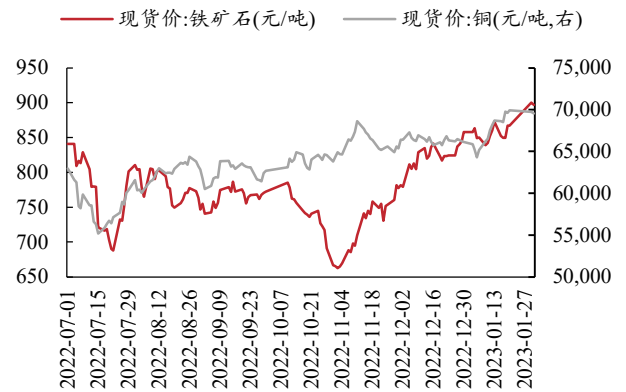
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表8. 1月能源价格边际回升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

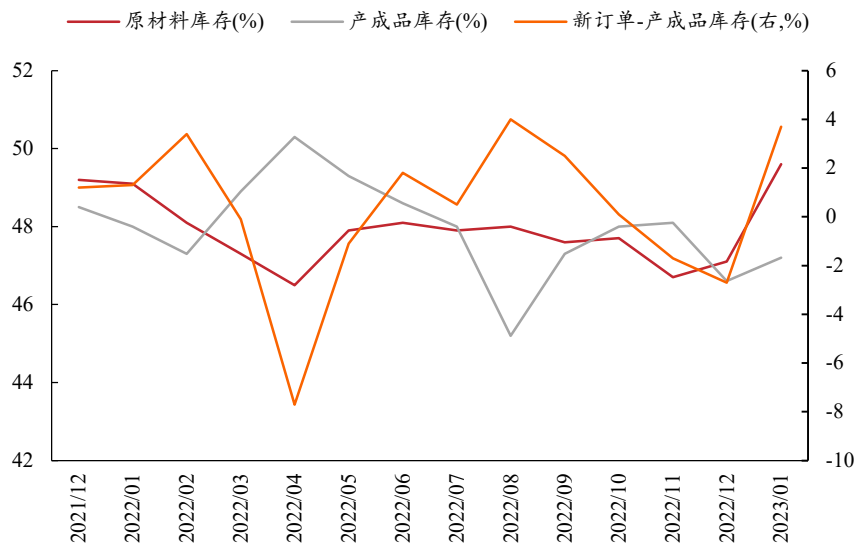
图表9. 黑色、有色金属业原材料价格高位运行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

本轮去库存在订单和需求恢复下或接近尾声。1月制造业PMI原材料库存指数为49.6%，较前月上升2.5个百分点，产成品库存指数为47.2%，较前月上升0.6个百分点。1月企业订单明显增加，企业为应对订单压力和为后续需求做准备，放缓了原材料去库存节奏，本轮去库或接近尾声。

图表10. 订单增加需求恢复促使企业放缓库存去化节奏

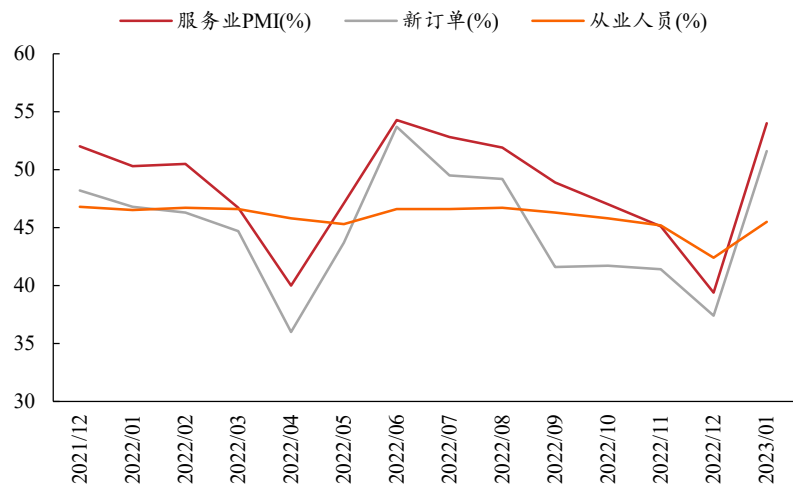


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 服务业：复苏如期而至

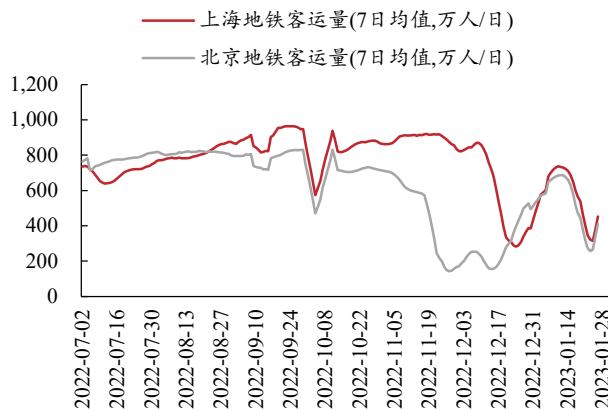
1月服务业如预期复苏。1月服务业商务活动指数为54%，较前月上升14.6个百分点。服务业市场活跃度明显回升，春运因素带动交通运输各行业景气度高企，铁路运输、航空运输、邮政等行业持续处于60%以上高景气区间，执行航班量快速增加；前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等线下服务行业商务活动指数均快速重返扩张区间，居民消费意愿明显增强，线下客运流量显著提升。

图表11. 服务业快速恢复景气



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表12. 1月北上地铁客流量显著提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表13. 1月国内执行航班快速增加

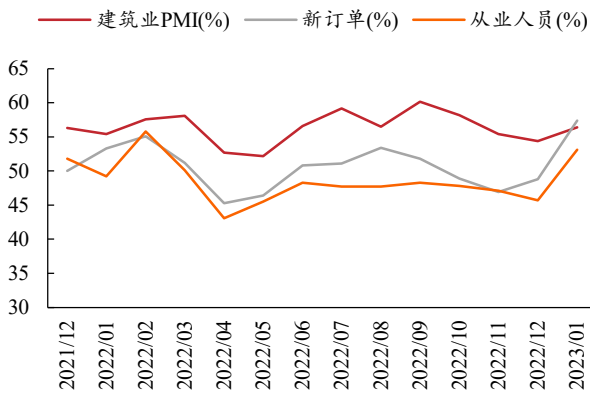


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4. 建筑业: 新订单增加和从业人员季节性回归支撑建筑业景气

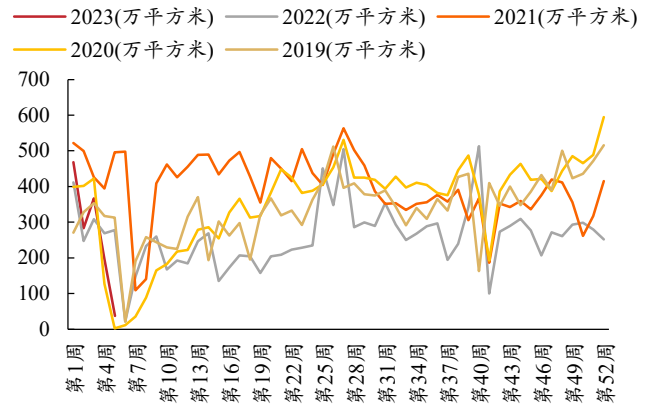
新订单增加和从业人员回归支撑建筑业景气。1月建筑业PMI为56.4%，较前月上升2个百分点，仍位于较高景气区间。开年后新设施工计划带来了订单增加，从业人员也开始季节性回归。地产销售端也初见改善，虽然2022年12月年底地产销售“削峰”，但跨年后，伴随着近期多地首套房贷款利率调降，年初地产销售高峰再现，成为仅次于2021年的近五年同期第二高点，从地产销售的周期性节奏看，由于春节日期错位，今年春节相对较早，当前处于春节假期期间的周期性低点，后续2月地产销售预计将达到近五年同期最高，地产销售的回暖或成为开年后建筑业景气的新动力。

图表14. 订单和从业人员推动建筑业高景气持续



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表15. 年初地产销售达到近年同期第二高点



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

5. 债市策略

经济修复斜率较高，但短期内基本面利空或难敌资金转松预期。1月PMI显著改善，服务业率先快速复苏，而春节假期因素下制造业修复慢于服务业，但新订单、原材料库存和进口等分项指数均显示需求对制造业的支撑力度充足，一季度制造业的持续修复将是大概率事件。虽然1月PMI传递出的经济高斜率修复对债市而言是较为明确的利空，但近期市场对此预期较为充分，数据公布并未对长债收益率产生较大扰动。数据公布当日央行放量逆回购投放与假期结束后现金需求收缩资金回流银行体系的预期共同构成了对前期紧张资金面的挑战，在跨年因素、春节因素、跨月因素三重资金压力消解后预计短期内债市将聚焦资金面的边际变化，长债收益率或高位震荡回落。

6. 风险提示

疫情影响超预期；货币政策变化超预期；外部环境变化超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郑倩怡，东亚前海证券研究所轻工组组长。华威大学金融数学硕士。2019 年加入东亚前海证券。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>