

春季修复开启 经济内生拉动

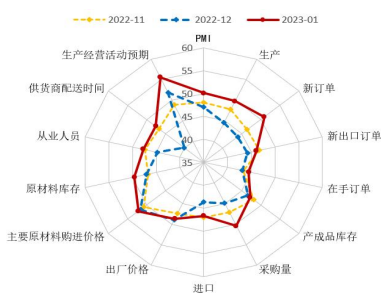
——1月PMI数据点评

■ 内容摘要

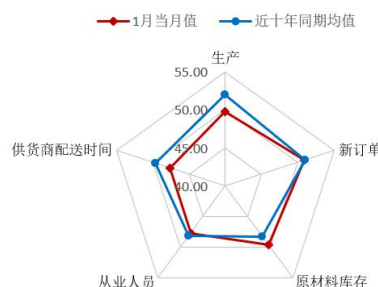
1月,制造业PMI环比回升3.1个百分点至50.1%,也好于预期的49.8%。供需两端双双改善,但受假期因素影响,生产改善力度弱于需求端。1月出厂价-购进价剪刀差再度扩大,短期企业盈利空间仍将受限。

1月,非制造业PMI环比大幅回升12.8个百分点至54.4%,新阶段下感染冲击消退使得服务业快速修复,是1月非制造业PMI触底回升的主要因素;之外,建筑业PMI也回升至56.4%的高景气区间。详见报告分解。

制造业PMI分项指标概览



制造业PMI扩散指数历史同期水平比较



数据来源: iFind, 一德宏观战略部

■ 核心观点

- 1月,在感染达峰影响消退后国内经济景气开启修复,新阶段下修复节奏明显快于2022年二季度。制造业产需均有改善,外需弱势持续,内需起主要拉动,而价格相对平稳,主动补库后续可期,经济秩序重启回归修复之迹显著。而国内经济开启修复初期,需稳增长政策支撑来保持开年经济的稳步回升;1月28日的国常会要求推动消费加快恢复和保持外贸外资稳定,增强对经济的拉动力;发改委也表示支持住房改善、新能源汽车等消费;可见需求端明显要靠扩内需且侧重消费,生产端节后返工人流快速提升,复工节奏有望加快。供需两端改善会是年初经济回升的关键支撑,政策指引上仍以“改善预期、维护信心”为主,手段上年初货币政策总量上仍存在边际宽松的窗口期,一季度仍有降息的可能,降本增信,推动有效需求恢复;另外,在“精准有力”下,促消费结构性再贷款及地产政策进一步优化等措施有望成为主要方向;另外在重点领域和薄弱环节的支持力度也会加大,综合形成经济修复的内生动力,在预期过后维护经济修复的确定性和持续性。

肖利娜

期货从业资格号:

F3019331

投资咨询从业证书号:

Z0013350

报告制作时间:

2023年1月31日

审核人:寇宁

一德期货投资咨询业

务资格:证监许可

【2012】38号

目 录

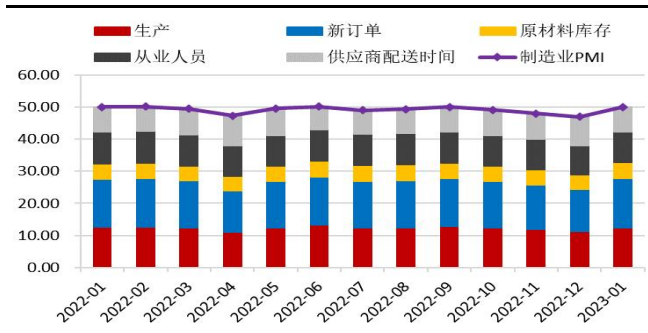
1. 制造业景气至扩张 需求回暖有望延续.....	1
2. 非制造大幅改善 服务业快速修复.....	3
3. 春季修复开启 经济内生拉动.....	4
免责声明.....	5

1. 制造业景气至扩张 需求回暖有望延续

1月，国内制造业景气水平回升至扩张区间，主因防控优化后的第一波感染在1月基本结束，且春节期间未发生二次感染现象，1月中下旬人员感染逐步恢复推动人员短缺状况缓解，多行业景气水平改善。制造业PMI环比回升3.1个百分点至50.1%，也好于预期的49.8%。

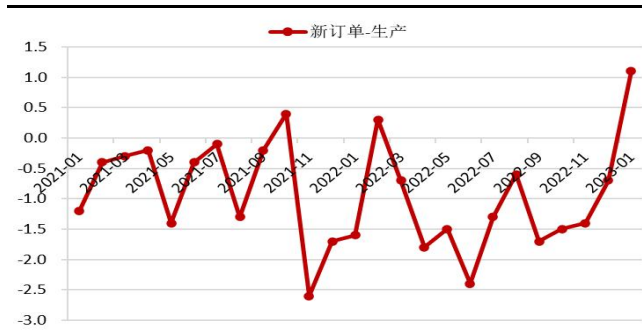
分项指标上，1月，制造业PMI供需两端双双改善，但受假期因素影响，生产改善力度弱于需求端，生产和新订单指数分别较上月环比回升5.2和7.0个百分点至49.8%和50.9%，生产和新订单对制造业PMI分别贡献了24.9%和30.5%，明显高于上月，且新订单的贡献水平创两年内新高；人员感染恢复后，虽仍有假期因素制约但人力不足现象有所改善，从业人员指数回升2.9个百分点至47.7%，物流运输上配送时间拖累也明显减弱，贡献率降至15.7%，大幅低于上月（见图1）。1月制造业新订单-生产指数差值大幅回升转正（见图2），高技术制造业和装备制造业的新订单指数回升幅度均超10%是主要拉动，另外消费品行业新订单指数也回升至扩张区间52.4%，1月的生产经营活动预期指数在较高景气区间55.6%，高于上月3.7个百分点，显示在企业信心增强预期向好背景下，行业市场需求总体呈现回暖，预计2月景气回升延续。

图1：中采制造业PMI指数及分项贡献



资料来源：iFind，一德宏观战略部

图2：中采制造业PMI新订单-生产指数



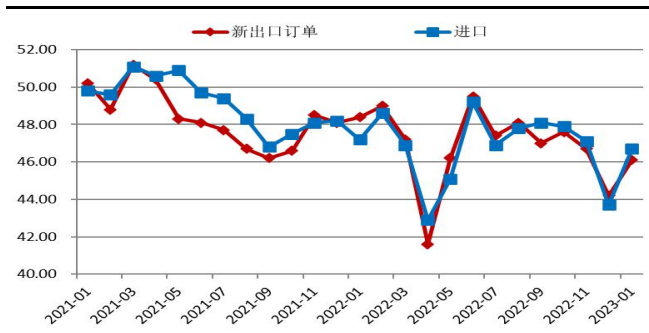
资料来源：iFind，一德宏观战略部

之外，1月，新出口订单指数为46.1%，较上月小幅回升1.9个百分点，表明1月订单的大幅改善主要是国内订单的增加，出口方面在海外主要经济体景气收缩背景下大概率仍承压下行；1月进口指数回升3.0个百分点至46.7%，结束了连续四个月的下滑态势，但依然处于景气水平低位，表明内需改善仍需政策进一步加码推动，近期

进口指数持续高于出口或将成为常态（见图3）。

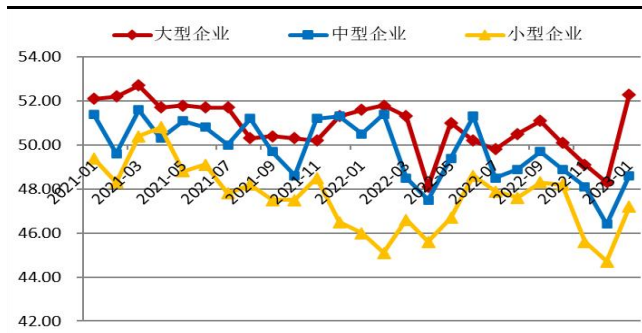
不同规模企业中，大中小企业景气均有回升，大型企业回升幅度更大至扩张区间52.3%，而中、小型企业分别环比回升2.2和2.5个百分点至48.6%和47.2%（见图4）。各规模企业产需均呈改善，大型企业新订单和生产指数分别回升8.7、6.5个百分点至扩张区间55.1%和53.1%，新订单指数回升至高景气区间，反映当前对内需改善的预期较强，在国常会“推动经济运行在年初稳步回升”的政策指引下，大型企业的景气有望维持在较高景气水平，而出口下行趋势依然会影响年初中小型企业的景气改善程度。

图3：中采制造业PMI新出口订单及进口指数



资料来源：iFind，一德宏观战略部

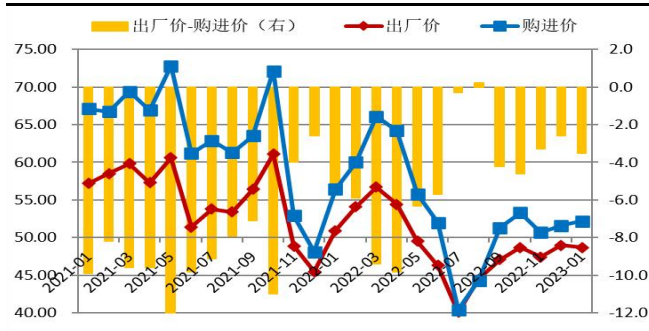
图4：大中小企业制造业PMI指数



资料来源：iFind，一德宏观战略部

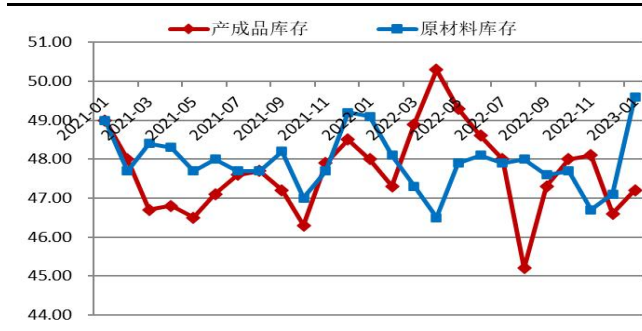
1月，制造业PMI价格指数相对平稳波动较小，但呈现分化。1月，主要原材料购进价格指数为52.2%，回升0.6个百分点；而出厂价格指数较上月回落0.3个百分点至48.7%，预计1月PPI环比继续下行，同比降幅收窄；1月出厂价-购进价剪刀差再度扩大，短期企业盈利空间仍将受限（见图5）。2022年工业企业利润承压下降4.0%，其中多数消费品行业利润有所改善，装备制造业利润占比上升，预计在工业品价格中枢下移过程中，终端消费品及装备制造业的利润逐步改善会是行业价格支撑的关键。

图5：中采制造业PMI价格指数



资料来源：iFind，一德宏观战略部

图6：中采制造业PMI库存指数



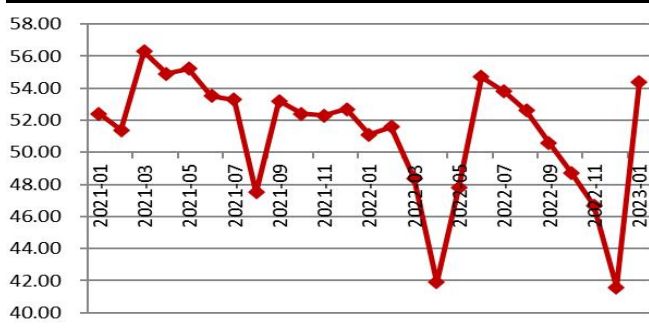
资料来源：iFind，一德宏观战略部

1月，制造业库存指数均有回升，原材料库存和产成品库存指数分别回升2.5、0.6个百分点至49.6%和47.2%，显示在制造业修复预期下，企业备库意愿上升，加上去年四季度需求端改善不及生产端，导致库存有所积累（见图6）。另外，采购量指数环比回升5.5个百分点至50.4%，企业采购力度加强，但产成品库存相对偏弱，当前仍处于被动去库阶段，但随着终端需求逐渐改善确认，从被动去库向主动补库的过渡阶段有望在一季度末到二季度初看到。

2. 非制造大幅改善 服务业快速修复

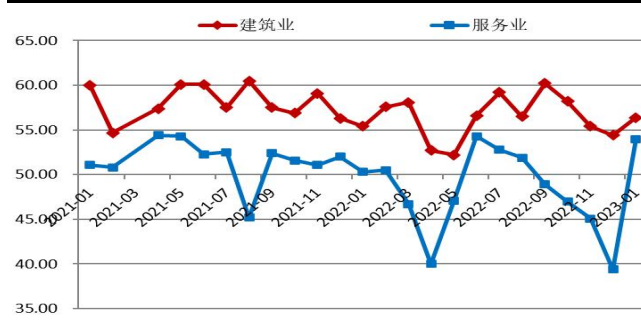
1月，非制造业PMI环比大幅回升12.8个百分点至54.4%，非制造业景气改善进度快于2022年二季度（见图7）。结构上，服务业PMI大幅回升14.6个百分点至54%，结束了连续6个月的下滑态势，至2022年6月的相近水平，显示疫情防控调整推进集中感染时间缩短，新阶段下感染冲击消退使得服务业快速修复，旅游出行等生活性服务业业务总量明显提升，是1月非制造业PMI触底回升的主要因素；之外，1月建筑业PMI也回升2.0个百分点至56.4%的高景气区间（见图8）。1月，土木工程建筑业的项目建设仍在继续产生推动，但房地产业仍未明显好转，房地产行业商务活动指数仍低于临界点。从30大中城市商品房成交情况来看，房地产交易量仍然偏弱，房企拿地意愿依然低迷，促住房消费仍将是2023年政策发力方向之一。在建筑业PMI保持扩张而服务业景气改善延续预期下，非制造业在一季度会保持较高景气水平。

图7：中采非制造业PMI



资料来源：iFind，一德宏观战略部

图8：建筑、服务业PMI



资料来源：iFind，一德宏观战略部

3. 春季修复开启 经济内生拉动


1月，在感染达峰影响消退后国内经济景气开启修复，新阶段下修复节奏明显快于2022年二季度。制造业产需均有改善，外需弱势持续，内需起主要拉动，而价格相对平稳，主动补库后续可期，经济秩序重启回归修复之迹显著。而国内经济开启修复初期，需稳增长政策支撑来保持开年经济的稳步回升；1月28日的国常会要求推动消费加快恢复和保持外贸外资稳定，增强对经济的拉动力；发改委也表示2023年将从5个方面扩大内需，支持住房改善、新能源汽车等消费；可见需求端明显要靠扩内需且侧重消费，生产端节后返工人流快速提升，复工节奏有望加快。供需两端改善会是年初经济回升的关键支撑，政策指引上仍以“改善预期、维护信心”为主，手段上年初货币政策总量上仍存在边际宽松的窗口期，一季度仍有降息的可能，降本增信，推动有效需求恢复；另外，在“精准有力”下，促消费结构性再贷款及地产政策进一步优化等措施有望成为主要方向；另外在重点领域和薄弱环节的支持力度也会加大，综合形成经济修复的内生动力，在预期过后维护经济修复的确定性和持续性。


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn