

宏观点评 20240131

1月 PMI: “正在路上”的降息

2024年01月31日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《美国四季度经济表现如何--海外宏观经济周报》

2024-01-28

《除了气温,还“降温”了什么?—国内宏观经济周报》

2024-01-28

■ 用两个关键词来概括 2023 年底以来的经济景气度,“偏低水平”和“边际改善”。以制造业 PMI 为例,今年 1 月的 PMI 在同期水平仅高于 2009 年 1 月,而去年 12 月仅高于 2008 年和 2022 年同期(前者背景是全球金融危机,后者是疫情扩散)。不过,从环比的变化上看,去年 12 月和今年 1 月 PMI 的改善是要好于季节性的。那么谁更重要?

出口是边际改善的主要来源,不过从数据上看,选择加快生产、消化在手订单的偏谨慎的企业居多,企业采购和就业明显落后于生产。当然每年 1 至 2 月的数据由于假期的原因,噪音较大,不过我们依旧认为政策当前应该更加重视经济的“水平”,给予改善更多的呵护。

■ 降息的必要性大幅上升。以史为鉴,PMI 持续低于 50%的话将提高政策出台的概率——历史上 PMI 连续两个月或以上低于荣枯线,政策(特别是货币政策)都不会“袖手旁观”。尤其是当 PMI 超过 3 个月低于 50%的话,便会有货币政策降准又降息的“鼎力相助”(图 2 中灰色阴影部分)。目前 1 月降准已落地,降息或许也正在路上。从数据上来看:

■ PMI 环比改善的主要支撑是产需的同步好转。2023 年 12 月 PMI 略强于季节性的下滑,一定程度上支撑了 2024 年 1 月 PMI 的上升。产需的同步好转也成为了此次 PMI 上升的主因,时隔三个月之久,需求和生产从以往的拖累项转为了拉动项。

需求端,代表内需的 PMI 新订单指数和代表外需的 PMI 新出口订单指数均上涨,不过仍处于荣枯线以下的两大指数说明后续需求还有很大的上行空间。企业调查显示 1 月反映市场需求不足的企业比重为 59.9%(环比-0.8pct),需求回升动力偏弱这一“症结”可能正在解开。

供给端,PMI 生产指数也成功转降为升,1 月录得 51.3%(环比+1.1pct)的好成绩,这也继续延续了 2023 年“生产强于需求”的这一主题。值得注意的是,由于需求的完全回暖迟迟未至,1 月 PMI 生产经营活动预期指数环比下滑 1.9pct,为近 10 个月以来的最大跌幅,这也亟需政策端发力、以此“提需求、保供给”。

■ 两大价格指数“携手”下行,工业利润再度承压。1 月 PMI 原材料购进价格指数为 50.4%(环比-1.1pct),市场需求仍然偏弱也导致了原材料价格的短期下行。同时 PMI 出厂价格指数也有所下滑(环比-0.7pct),原材料价格下滑幅度大于出厂价格,或许这对工业中下游行业来说是件好事,在降低成本的同时可进一步打开其利润空间。但价格同时是一把“双刃剑”,这也意味着上游利润或将承压。

■ 出口链可能更靠大型企业。不仅是从 PMI 数值、还是从 PMI 环比增速来看,各类工业企业的运营情况似乎与其规模呈正相关——1 月大、中、小型企业 PMI 分别为 50.4%(环比+0.4pct)、48.9%(+0.2pct)、47.2%(环比-0.1pct)。与 PMI 新出口订单指数的整体上行不同,1 月小型企业的新出口订单指数(环比-2.3pct)反而在大幅下降,出口链可能更靠大型企业的去库存推进。正如我们在之前的报告中所说,在经济复苏之路上,或许“稳经济”的重心更在于大型传统企业,让国企充分发挥传统行业“领头羊”作用。

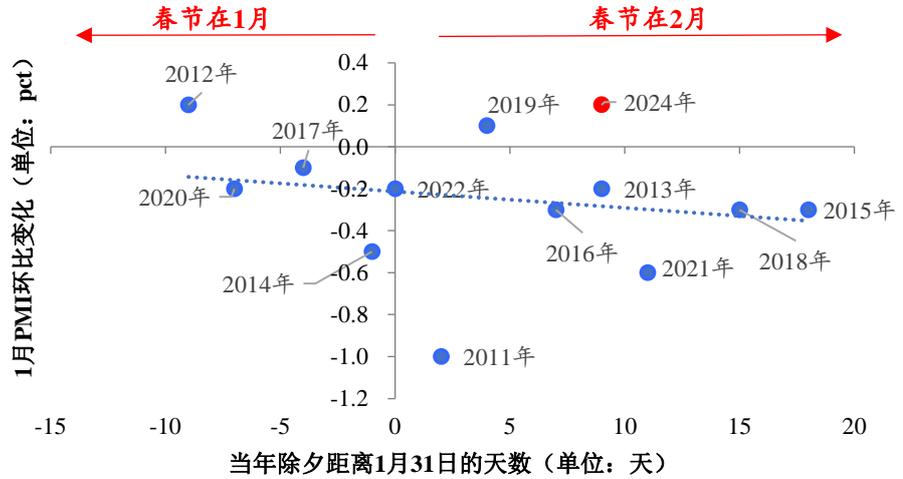
■ 新一轮补库周期或许来得比较弱。1 月 PMI 产成品库存指数转升,这或许也说明了新一轮补库周期的起点已经“悄然”开启,但是我们认为此次补库并非需求端的拉动,更多是源于已有库存的见底。目前 PMI 采购量和生产指数的差值仍在进一步走阔中,在需求偏弱的背景下,生产商的采购意愿比较谨慎。大多生产商可能是借出口链的“东风”、去降价去库存,这也在一定程度上解释了价格指数下滑的主因。

■ 非制造业离“开门红”的距离尚远。略微逆季节性上升的制造业 PMI 说明工业还是初步实现了 2024 年的“开门红”,但是建筑业和服务业并没有。1 月建筑业 PMI 为 53.9%(环比-3.0pct),再度取得有数据以来的历

史同期最低值，10月底增发万亿国债所起到的提振作用似乎也有些“动力不足”了。1月服务业PMI为50.1%（环比+0.8pct），虽然较前值有所上升，但是同样为历史同期最低位。

■ **风险提示：**政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 2024年工业有些许“开门红”的成色



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

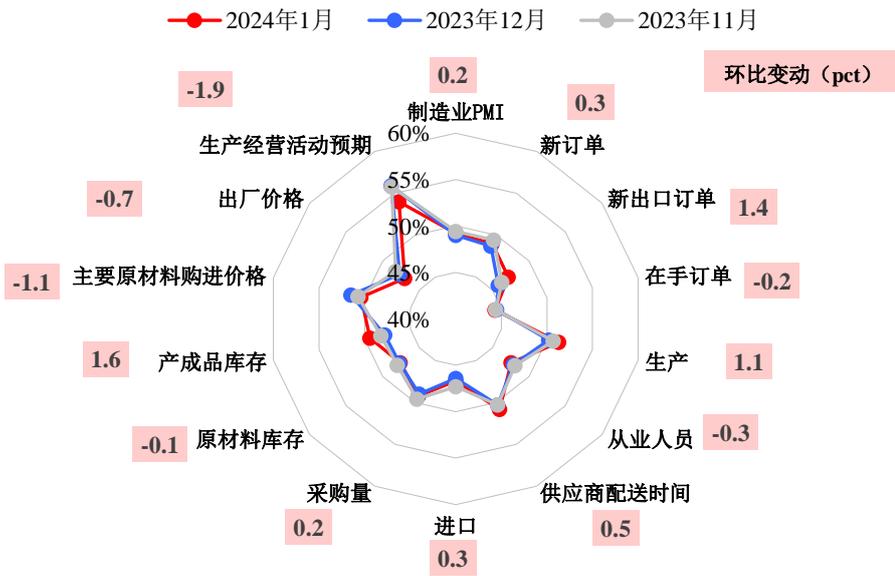
图2: PMI 超三个月低于荣枯线会有货币政策的“鼎力相助”

连续第二个月制造业PMI 低于50的时点	PMI连续低于50 持续的时间	通胀水平	货币政策操作	基建政策	人民币汇率
2023年11月	4个月	CPI、PPI同比双负持续3个月	2024年1月降准+?	增发万亿国债	升值
2023年5月	5个月	CPI、PPI同比双负持续1个月	2023年6、8月降息 (MLF&LPR) +9月降准	2023年8-9月专项债发行节奏明显加快	贬值
2022年11月	3个月	\	2022年11月降准	2022年11月提前下达2023年部分新增专项债务限额	贬值
2022年8月	2个月	\	2022年8月降息(MLF&LPR)	2022年8月增加开发性金融工具额度+9月补充增加专项债结存限额	贬值
2022年4月	3个月	\	2022年4月降准+5月降息 (LPR)	2022年6月设立开发性金融工具	贬值
2021年10月	2个月	\	2021年12月降准+降息 (MLF&LPR)	2021年12月提前下达2022年部分新增专项债务限额	升值
2019年6月	6个月	\	2019年5月降准+9月降息 (MLF&LPR)	2019年6月允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金	贬值
2019年1月	3个月	\	2019年1月降准	2019年1月雄安新区深化改革与扩大开放指导意见发布	升值

注: 灰色部分表示 PMI 超 3 个月低于 50% 的时间段。

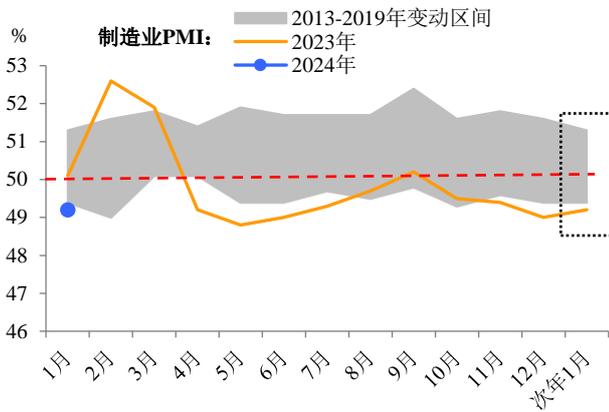
数据来源: Wind, 中国政府网, 东吴证券研究所

图3: 1月制造业 PMI 分项数据表现



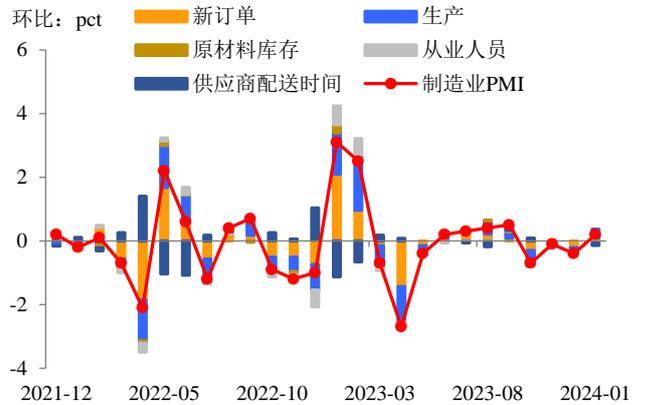
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 1月 PMI 逆季节性上升



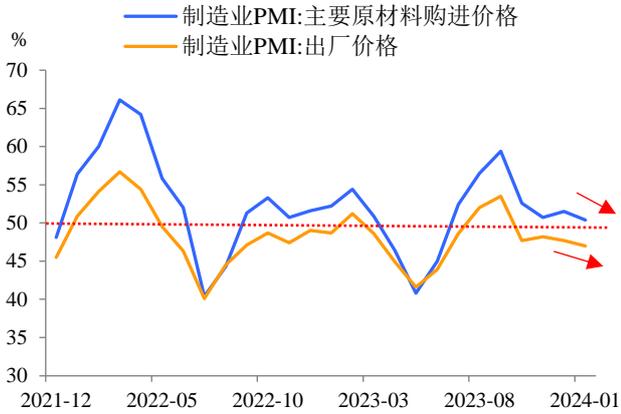
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 产需的同步好转成为 PMI 上升的主要支撑



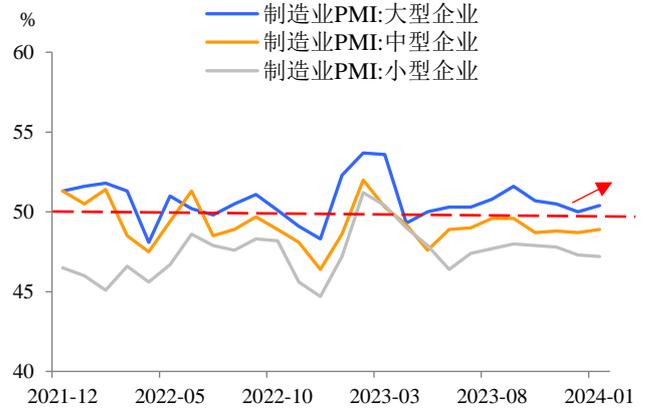
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 1月两大价格指数下行



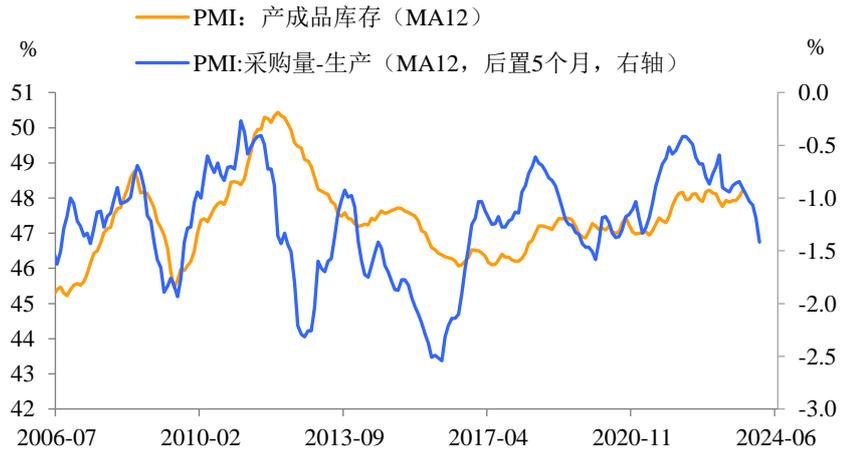
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 大型企业运营情况“略胜一筹”



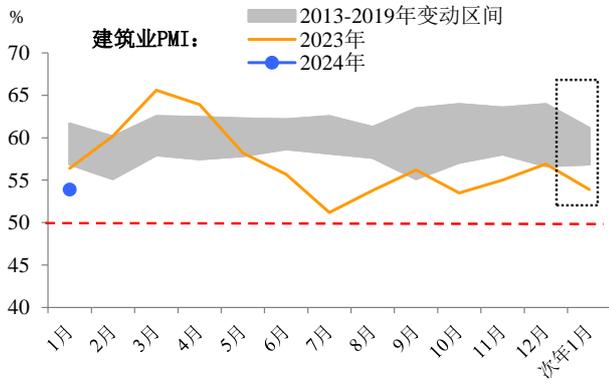
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 新一轮补库周期可能来得比较弱



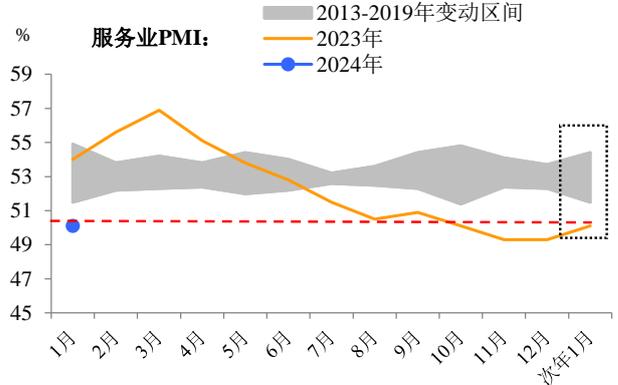
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 建筑业 PMI 处于历史同期低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 服务业 PMI 同样处于历史同期低位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>