

## “适度”的意义

### ——2024年1月PMI分析

#### 核心要点:

**事件:** 国家统计局1月31日发布数据显示,中国1月官方制造业PMI为49.2%(前值49.0%)。结束了2023Q4的连续下降趋势,但仍处于收缩区间。从分项指数来看,需要关注7个方面的“收缩”。

**1. 生产持续扩张但需求持续收缩。**1月制造业生产指数加速上升至51.3%(前值50.2%),但新订单指数回落至49.0%(前值48.7%)。

**2. 购进价保持扩张但出厂价加速收缩。**1月出厂价指数进一步降至47.0%(前值47.7%),原材料购进价指数回落至50.4%(前值51.5%)。

**3. 采购量指数、原材料库存指数和产成品库存指数持续运行在收缩区间。**有效需求不足,部分行业产能过剩,导致PPI连续15个月运行在负值区间,库存周期缺乏上行动力。

**4. 新出口订单与进口指数持续收缩。**1月美国Markit制造业PMI上升至50.3%,站上临界值。欧元区制造业PMI仍在收缩区间。中国制造业PMI的新出口订单指数回升至47.2%(前值45.8%),进口指数46.7%(46.4%),继续运行在收缩区间。

**5. 中小企业与就业收缩。**从企业类型和从业人员来看,当前仅大型企业指数、建筑业的从业人员指数保持景气。

**6. 服务业面临需求收缩问题。**1月服务业PMI回升至50.1%,结束连续两个月的收缩,回归景气区间。但新订单指数、投入价格指数和销售价格指数都运行在收缩区间。

**7. 建筑业也面临需求收缩问题。**1月建筑业PMI为53.9%(前值56.9%),但新订单指数降至46.7%(前值50.0%),进入收缩区间。

**展望未来:** 当前中国工业化与城镇化进入尾声,房地产、建筑业、制造业周期都趋于降速,中国经济结构向微笑曲线两端发展是必然趋势。上游是科技创新、数字经济、新能源、新材料;下游是文化、卫生、教育等中高端服务业。但就当前形势而言,短期经济与就业增量都在调整进入低门槛行业,形成服务业导向的经济增长,这是2023年旅游与餐饮领域热点频出的原因,也是服务业PMI领先于制造业PMI回归临界值的原因,当然也将会是2024年增长与就业增量的主要方向。中国经济这种短期的适应性的变化,决定了经济增速并不会很高。如果要想经济增长进一步加速,驱动力排序应该是国内逆周期政策先发力,之后全球货币政策转向带动出口回升;再之后才是民营企业投资、房地产销售与投资,以及经济全面企稳之后的居民消费修复。这是一个全面的、长期的修复过程,会面临诸多外部压力、内部阻力、系统复杂性和不确定性。期间宏观调控政策需要遵循中央经济工作会议所要求的“适度”,过快就会出现低效率问题,过慢则会有稳增长的压力。

#### 分析师

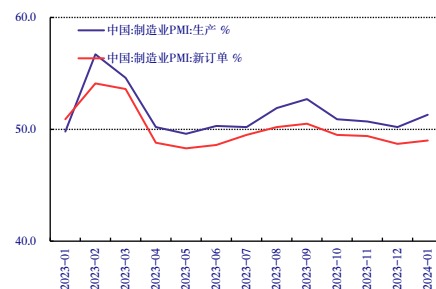
高明

☎: 18510969619

✉: gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

图: PMI生产指数保持扩张但新订单指数持续收缩



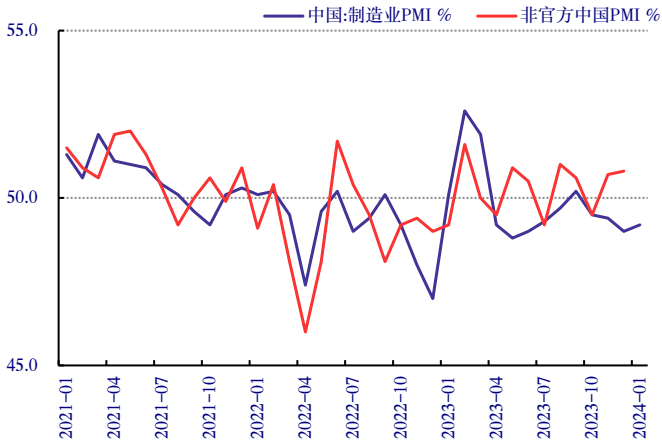
来源: Wind, 中国银河证券研究院

#### 风险提示:

1. 政策时滞的风险
2. PPI持续为负的风险

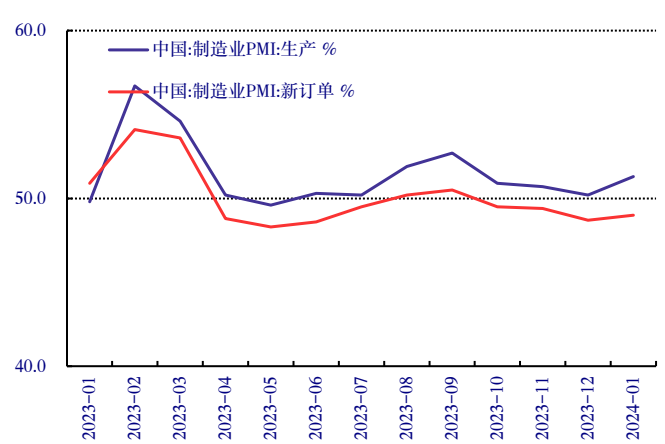
1月官方制造业PMI反弹至49.2%（前值49.0%），结束了2023Q4连续回落的趋势。其中生产指数加速上升至51.3%（前值50.2%），新订单指数回落至49.0%（前值48.7%）。生产加速扩张同时需求持续收缩，会加剧部分行业产能过剩的情况，导致PPI持续负值。

图1. 中采制造业PMI连续3个月下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

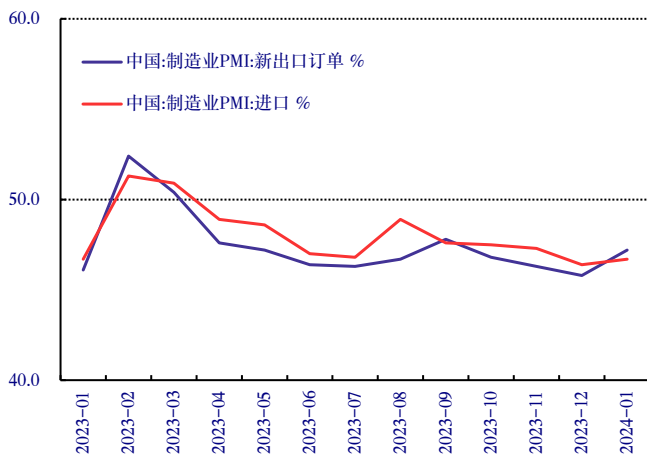
图2. 12月生产指数仍然高于临界值, 新订单指数仍然低于临界值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

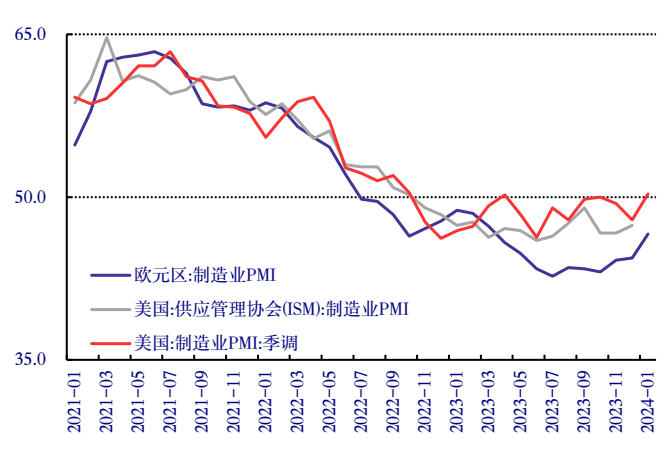
1月美国Markit制造业PMI升至50.3%，站上景气区间。欧元区制造业PMI升至46.6%，但仍在收缩区间。中国制造业PMI的新出口订单指数回升至47.2%（前值45.8%），进口指数46.7%（前值46.4%），都运行在收缩区间。国际贸易好转还要等美联储货币政策拐点：随着美元指数的进一步回落，各国外资净流出压力与汇率压力缓解，全球货币政策空间才会完全打开。

图3. 12月出口新订单指数和进口指数都在临界值以下进一步下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4. 12月美国制造业PMI出现回落, 但仍然高于欧元区(%)

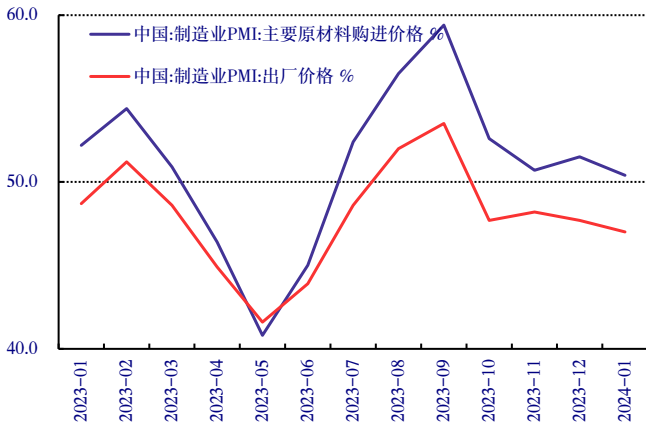


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

1月出厂价指数进一步降至47.0%（前值47.7%），原材料购进价指数回落至50.4%（前值51.5%），仍保持扩张。购进价保持扩张但出厂价加速收缩，充分体现了终端需求不足的问题。目前PPI已经连续5个季度负值，在逆周期调节政策见效和出口进一步好转之前，可能还有2至3个季度左右的负值时期。

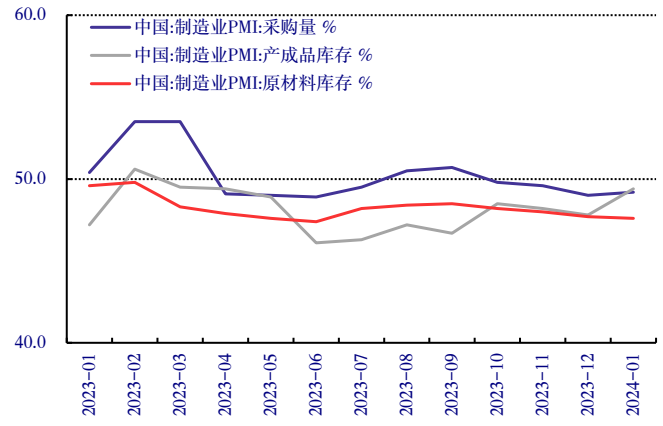
1月采购量指数、原材料库存指数和产成品库存指数分别为49.2%、47.6%和49.4%（前值49.0%、47.7%和47.8%），持续处于收缩区间。有效需求不足的同时部分行业产能过剩，导致PPI持续负值，也导致库存周期即便已经见底也缺乏回升动力。

图 5. 12月购进价格指数保持扩张，出厂价格指数维持在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

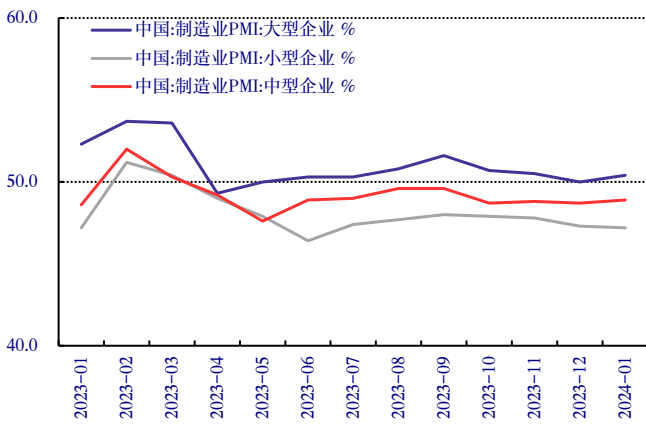
图 6. 12月制造业采购量和产成品库存都继续维持在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

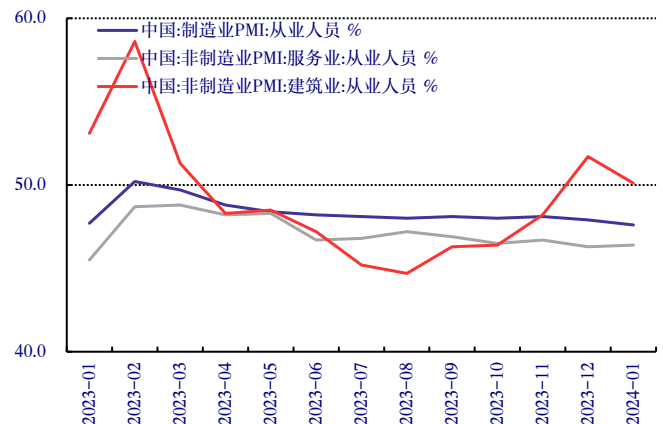
从企业类型和从业人员来看，当前仅大型企业指数、建筑业的从业人员指数还能保持景气。其他指数全部处于连续收缩状态之中。

图 7. 中、小型企业景气度仍在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 制造业、服务业、建筑业从业人员指数都持续低迷



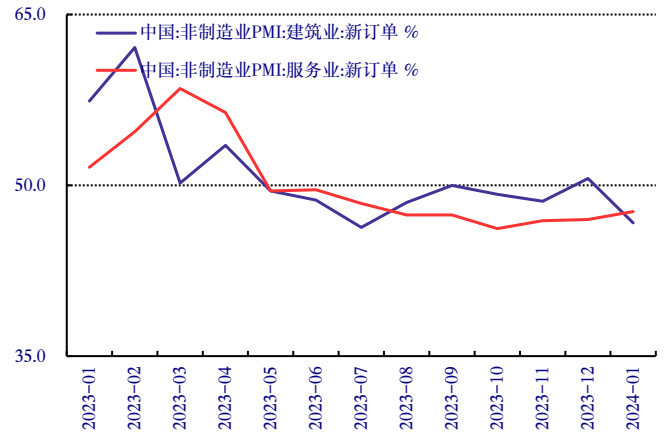
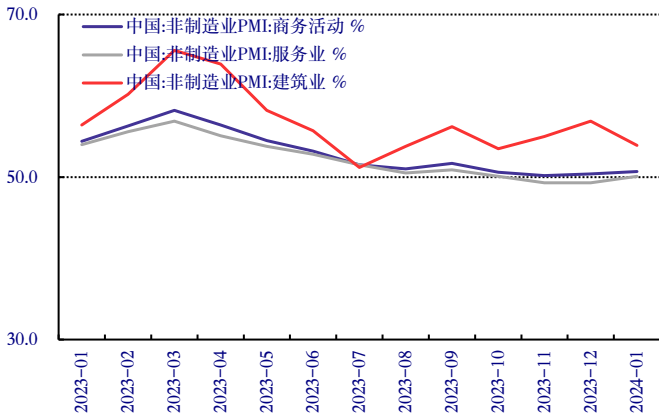
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

1月服务业 PMI 回升至 50.1%，结束连续两个月的收缩。服务业新订单指数虽然回升至 47.7%（前值 47.0%），但仍在收缩区间。分项指数之中，仅业务活动预期指数运行在景气区间，为 59.3%（前值 59.4%）。1月投入价格和销售价格都出现了下降，分别为 49.2%和 48.7%（前值 49.3%和 48.9%）。

1月建筑业 PMI 回落至 53.9%（前值 56.9%），其中新订单指数回落至 46.7%（前值 50.0%），进入收缩区间。分项指数之中，业务活动预期指数 61.9%（前值 65.7%）；投入价格和销售价格指数分别为 52.0%和 50.4%（前值 51.4%和 51.7%）。

图 9. 建筑业 PMI 进一步上行，但服务业 PMI 仍运行在荣枯线以下

图 10. 建筑业新订单指数回升至临界值以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**高明：宏观经济分析师，宏观经济研究组组长。中国人民大学国民经济学博士，招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2022年11月加入中国银河证券。**

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

| 评级标准                                                                                                                               | 评级   | 说明                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------------------------------------------------------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上<br>中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间<br>回避：相对基准指数跌幅5%以上                          |
|                                                                                                                                    | 公司评级 | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上<br>谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间<br>中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间<br>回避：相对基准指数跌幅5%以上 |

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn