

2024年1月31日

# 开年经济小幅回温，需求改善力度偏弱

——国内观察：2024年1月PMI

## 证券分析师：

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

## 证券分析师：

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

## 联系人：

高旗胜

gqs@longone.com.cn

## 相关研究

1. PMI大幅回升，经济回暖势头明显——2023年1月PMI
2. PMI超预期回升，经济恢复动力较强——2023年2月PMI
3. PMI保持扩张，经济复苏速度可能放缓——2023年3月PMI
4. 景气度重回荣枯线以下，制造业与服务行业有所分化——2023年4月PMI
5. 需求恢复偏弱，经济景气水平继续回落——2023年5月PMI
6. 景气水平小幅回升，新动能增势明显——国内观察：2023年6月PMI
7. 景气水平延续回升，内需有所回暖——国内观察：2023年7月PMI
8. 内需回暖显示积极信号——国内观察：2023年8月PMI
9. 经济恢复向好，发展质量提升——国内观察：2023年9月PMI
10. PMI回落，经济恢复还需巩固——国内观察：2023年10月PMI
11. PMI稳中略降，需求有待加力恢复——国内观察：2023年11月PMI
12. PMI继续回落，需求仍显不足——国内观察：2023年12月PMI

## 投资要点

- **事件：**1月31日，国家统计局公布1月官方PMI数据。1月，制造业PMI为49.2%，前值49%；非制造业PMI为50.7%，前值50.4%。
- **核心观点：**1月制造业PMI止跌回升，经济景气度有所回温。与历史同期相比，今年1月制造业PMI低于近10年同期水平，但从环比变化来看，今年1月制造业PMI环比升幅强于季节性，或显示今年1月经济边际改善力度相对较好。制造业供需两端均有改善，但生产指数升幅更大，供给仍好于需求；原材料价格和出厂价格均有不同程度回落。结构上，受元旦假期和春节消费预期带动，消费品市场需求较快释放；外需有所好转，装备制造业、高技术制造业出口改善较为明显。非制造业方面，节日消费效应显现，元旦假期和寒假带动交通运输、住宿餐饮等消费活跃度上升；建筑业则受春节假期临近、冬季低温天气等因素影响进入施工淡季，建筑业指数有一定回落。总体看，当前经济稳中回升，但需求不足的制约仍在，房地产限制性政策正逐步解除，促消费扩内需政策或将持续发力。
- **制造业PMI止跌回升。**2023年四季度制造业PMI连续3个月环比回落，显示经济恢复动能趋缓。2024年1月，制造业PMI较前值上升0.2个百分点至49.2%，经济景气度有所回温。供需均有改善，供给扩张快于需求。1月生产和新订单指数分别为51.3%、49%，环比分别上升1.1个、0.3个百分点。从需求端看，制造业需求有所回暖，内需可能受消费品市场和基础原材料市场带动。一方面，在元旦假期消费和春节消费预期的带动下，消费品市场需求较快释放；另一方面，全国多地积极推动项目落地，或对基础原材料市场需求有一定拉动。同时，外需也有所好转，1月新出口订单指数环比上升1.4个百分点至47.2%。从生产端看，生产指数自2023年6月以来已连续8个月保持在扩张区间。1月，受市场需求回暖带动，企业加快生产、增加库存以备后市销售的意愿上升。
- **原材料价格和出厂价格回落。**1月，原材料购进价格指数环比下降1.1个百分点至50.4%，仍在荣枯线以上。1月以来国内煤炭、钢铁、水泥等原材料价格总体下行，或带动原材料价格指数回落。从出厂价格来看，受原材料价格回落、市场需求相对偏弱等因素影响，产品销售价格有所下降，1月出厂价格指数环比下降0.7个百分点至47%。**大中型企业PMI环比回升，小型企业景气水平偏低。**1月，大、中、小型企业PMI分别为50.4%、48.9%、47.2%。其中，大型企业和中型企业PMI环比分别上升0.4个、0.2个百分点；小型企业PMI环比回落0.1个百分点。其中，中小型企业新订单指数均出现回落，仅大型企业新订单指数上升，反映中小企业市场需求仍待改善。近期地方两会密集召开，多地提出了继续促进民营经济发展、解决民营企业痛点的举措，未来以民营企业为主体的中小企业需求有望进一步改善。
- **节日消费带动服务业活动升温。**1月，服务业商务活动指数为50.1%，环比上升0.8个百分点，交通运输、住宿餐饮、邮政快递等行业活跃度较高。一是元旦假期以及寒假到来带动交通运输需求旺盛；二是居民吃住消费活动有所升温；三是线上消费活动升温带动邮政快递服务活跃度上升。预计在春节假期带动下，交通出行、住宿餐饮等消费有望保持活跃。
- **建筑业进入施工淡季，活跃度有所回落。**1月，受春节假期临近、冬季低温天气等因素影响，建筑业进入传统施工淡季，活跃度有所回落，建筑业商务活动指数环比下降3个百分点至53.9%。从需求看，1月建筑业新订单指数环比下降3.9个百分点至46.7%。春节过后，伴随复工复产以及气温逐步回升，建筑业相关活动有望提速。
- **风险提示：**海外局势变化超预期；政策落地不及预期。

## 正文目录

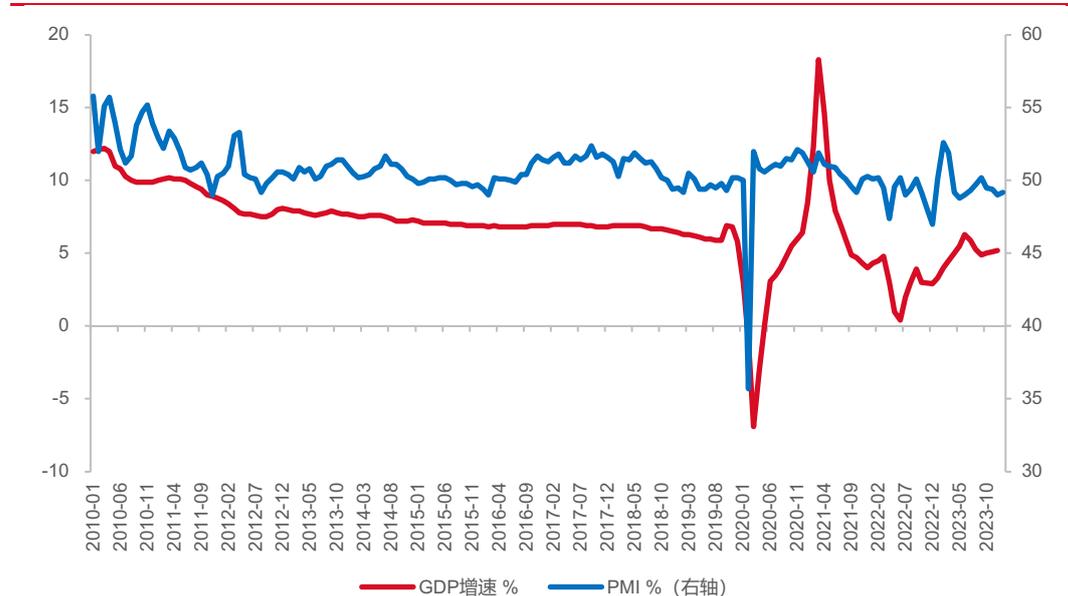
1. 制造业 PMI：景气水平好转，供需均有改善 .....	4
2. 非制造业 PMI：服务业升温，建筑业回落 .....	7
3. 核心观点 .....	9
4. 风险提示 .....	9

## 图表目录

图 1 GDP 增速与 PMI, %.....	4
图 2 2013-2024 年 1 月制造业 PMI 及环比变化, %.....	5
图 3 制造业 PMI, %.....	5
图 4 制造业 PMI 各分项, %.....	5
图 5 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数, %.....	6
图 6 BDI 指数, 点.....	6
图 7 主要原材料购进价格、出厂价格指数, %.....	7
图 8 大、中、小企业 PMI, %.....	7
图 9 原材料和产成品库存指数, %.....	7
图 10 生产经营活动预期指数, %.....	7
图 11 非制造业 PMI, %.....	8
图 12 非制造业 PMI 各分项, %.....	8
图 13 建筑业 PMI, %.....	8
图 14 30 城商品房销售面积, 万平方米.....	8

事件：1月31日，国家统计局公布1月官方PMI数据。1月，制造业PMI为49.2%，前值49%；非制造业PMI为50.7%，前值50.4%。

图1 GDP增速与PMI，%

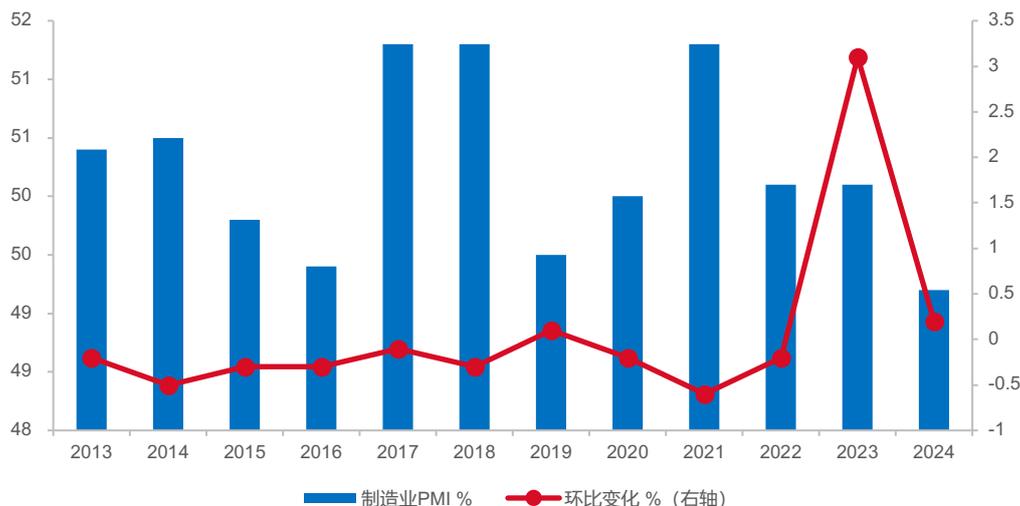


资料来源：Wind，东海证券研究所

## 1.制造业 PMI：景气水平好转，供需均有改善

**制造业 PMI 止跌回升。**2023 年四季度制造业 PMI 连续 3 个月环比回落，显示经济恢复动能趋缓。2024 年 1 月，制造业 PMI 较前值上升 0.2 个百分点至 49.2%，景气水平有所改善。与历史同期相比，今年 1 月制造业 PMI 低于近 10 年同期水平，2014-2023 年 1 月 PMI 均值为 50.3%。但从环比变化来看，今年 1 月制造业 PMI 环比升幅强于季节性，或显示今年 1 月经济边际改善力度相对较好。从 1 月制造业 PMI 各分项指数来看，生产、新订单、供货商配送时间三个指数环比均有上升，原材料库存和从业人员两个指数环比回落。

图2 2013-2024年1月制造业PMI及环比变化，%

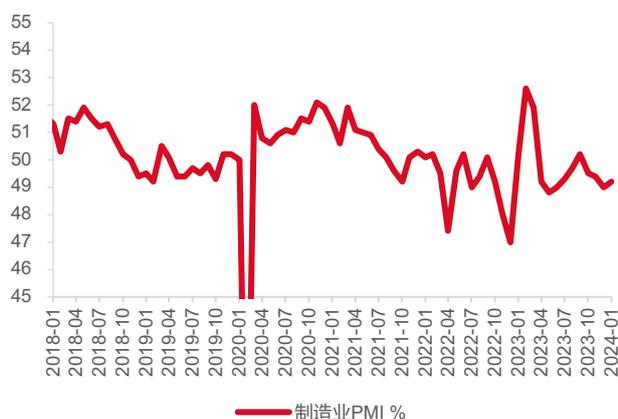


资料来源：Wind，东海证券研究所

**供需均有改善，供给扩张快于需求。**1月生产和新订单指数分别为51.3%、49%，环比分别上升1.1个、0.3个百分点。从需求端来看，1月制造业市场需求有所回暖，国内需求主要可能受消费品市场和基础原材料市场带动。一方面，在元旦假期消费和春节消费预期的带动下，消费品市场需求较快释放；另一方面，全国多地积极推动项目落地，或对基础原材料市场需求有一定拉动作用。同时，外需也有所好转，1月新出口订单指数环比上升1.4个百分点至47.2%，中采提到“近期国外对我国船舶汽车、计算机通信电子设备、基础原材料需求较快增长，带动装备制造业、高技术制造业和基础原材料行业出口都有较为明显的改善”。但是，需求不足对经济恢复的制约仍在，统计局数据显示，1月反映需求不足的企业比重为59.9%，仍处较高水平。从生产端来看，生产指数自2023年6月以来已连续8个月保持在扩张区间。1月，受市场需求回暖带动，企业加快生产、增加库存以备后市销售的意愿上升。其中，制造业新动能和消费品生产活动稳步加快，基础原材料生产趋稳。

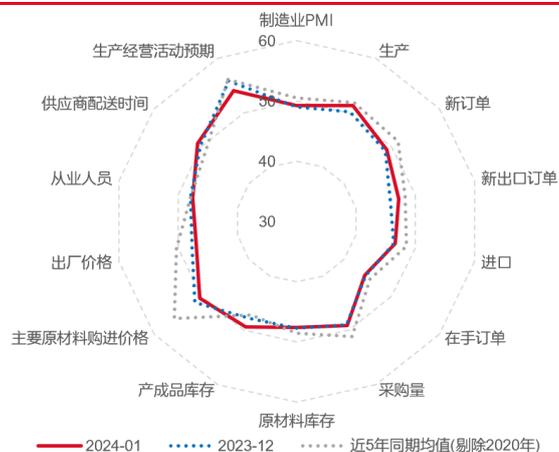
此外，与近5年同期均值相比，新订单指数表现明显偏弱。1月，生产指数与近5年同期均值的51.4%基本持平，但新订单指数明显低于近5年同期均值的50.6%。

图3 制造业PMI，%



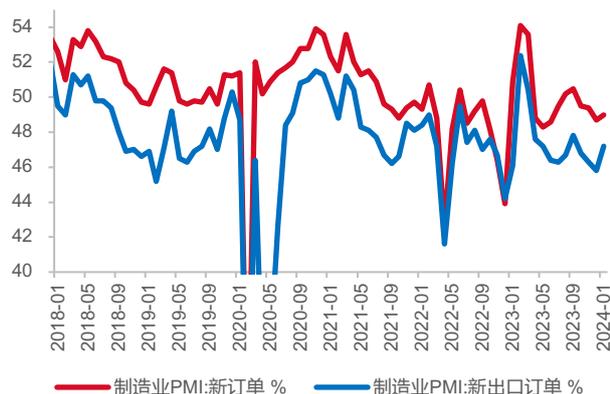
资料来源：Wind，东海证券研究所

图4 制造业PMI各分项，%



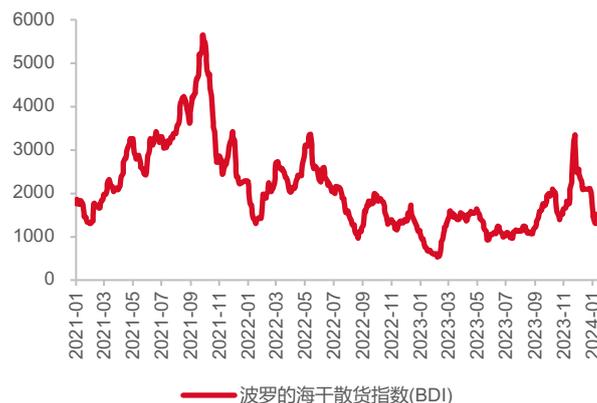
资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 制造业 PMI 新订单及新出口订单指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 BDI 指数，点



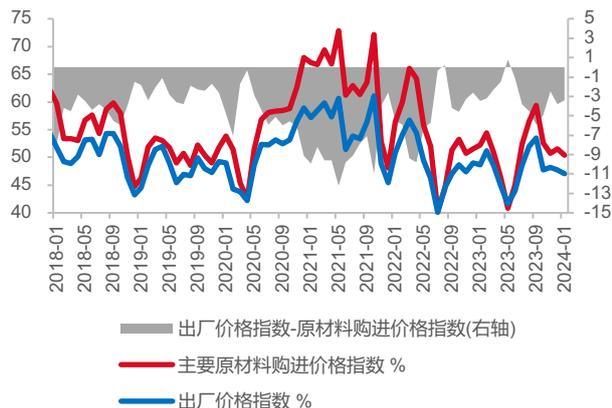
资料来源：Wind，东海证券研究所

**原材料价格和出厂价格回落。**1月，原材料购进价格指数环比下降1.1个百分点至50.4%，仍在荣枯线以上。2023年12月下旬至今国内煤炭价格有所回落，钢铁、水泥价格1月以来也总体下行，或带动原材料价格指数下降。从出厂价格来看，受原材料价格回落、市场需求相对偏弱等因素影响，产品销售价格有所下降，1月出厂价格指数环比下降0.7个百分点至47%。

**大中型企业 PMI 环比回升，小型企业景气水平偏低。**1月，大、中、小型企业 PMI 分别为50.4%、48.9%、47.2%。其中，大型企业和中型企业 PMI 环比分别上升0.4个、0.2个百分点；小型企业 PMI 环比回落0.1个百分点。从供需看，供给方面，1月，各规模企业生产均有加快，其中中型企业生产指数环比升幅最大（2.3个百分点）。需求方面，1月，中型和小型企业新订单指数均出现回落，仅大型企业新订单指数上升，反映中小企业市场需求仍待改善。整体而言，1月大型企业 PMI 升至扩张区间，且需求相对较好，中小企业市场需求有所不足。近期地方两会密集召开，在2024年地方政府重点工作规划中，多地提出了继续促进民营经济发展、解决民营企业痛点的举措，未来以民营企业为主体的中小企业需求有望进一步改善。

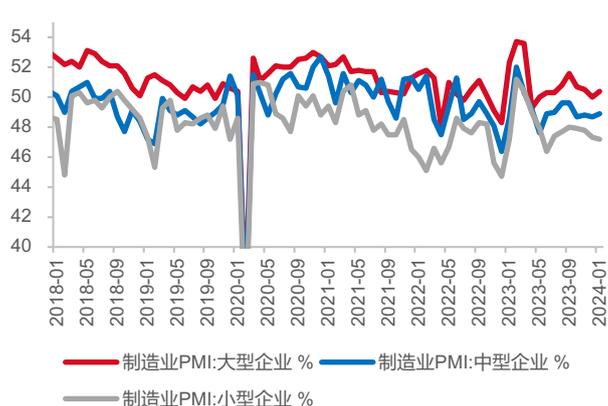
**市场预期基本稳定。**1月，制造业生产经营活动预期指数为54%，较12月回落1.9个百分点，仍处于扩张区间，企业对未来发展信心基本稳定。分行业看，医药、专用设备、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业生产经营活动预期指数位于56%以上较高景气区间，相关企业对近期市场发展信心较为乐观。

图7 主要原材料购进价格、出厂价格指数，%



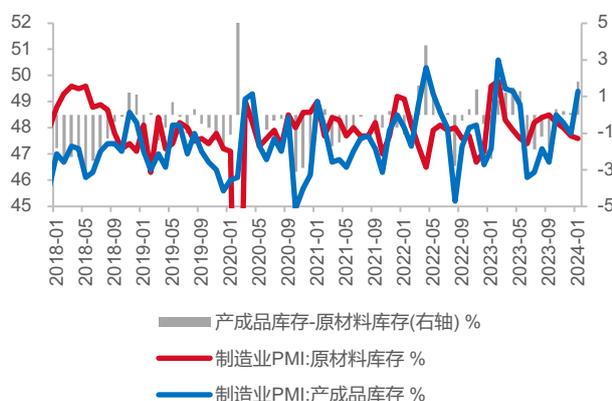
资料来源：Wind，东海证券研究所

图8 大、中、小企业 PMI，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图9 原材料和产成品库存指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 生产经营活动预期指数，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.非制造业 PMI：服务业升温，建筑业回落

1月，非制造业商务活动指数为50.7%，较上月上升0.3个百分点。

**节日消费带动服务业活动升温。**1月，服务业商务活动指数为50.1%，环比上升0.8个百分点。从需求看，服务业新订单指数为47.7%，较上月上升0.7个百分点，环比连续3个月回暖，服务业市场需求继续好转；从预期看，服务业业务活动预期指数为59.3%，前值59.4%，服务业企业对未来发展仍较乐观。从行业看，1月交通运输、住宿餐饮、邮政快递等行业活跃度较高。一是元旦假期以及寒假到来带动交通运输需求旺盛，铁路运输、航空运输业商务活动指数环比上升明显，且均升至60%以上高景气区间。二是居民吃住消费活动有所升温，餐饮、住宿业商务活动指数环比均有不同程度上升。三是除线下零售活跃外，线上消费活动也进一步升温，对邮政快递服务具有带动作用，邮政业商务活动指数升至60%以

上。整体看，1月服务业景气水平有所回暖，预计在春节假期带动下，交通出行、住宿餐饮、文旅等消费活动有望保持活跃。

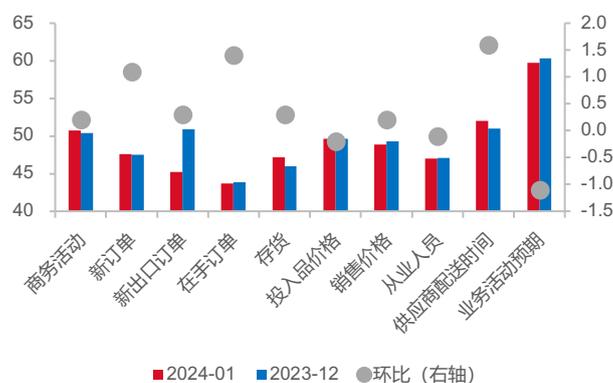
**建筑业进入施工淡季，活跃度有所回落。**1月，受春节假日临近、冬季低温天气等因素影响，建筑业进入传统施工淡季，活跃度有所回落，建筑业商务活动指数环比下降3个百分点至53.9%。从需求看，2023年12月房地产销售面积受京沪楼市新政带动明显回暖，但持续性有所不足。截至1月30日，1月30城商品房成交面积767万平方米，环比-40.5%，同比-9.8%，同比降幅与2023年12月(-9.8%)持平。同时，1月建筑业新订单指数也环比下降3.9个百分点至46.7%。市场预期方面，1月建筑业业务活动预期指数为61.9%，环比下降3.8个百分点，2022年以来连续14个月位于60%以上高景气区间，体现企业对未来市场发展保持较好预期。往后看，广州成为首个放开限购的一线城市，苏州也全面放开限购。在住建部将调控自主权充分赋予地方政府的背景下，预计后续将有更多高能级城市进一步优化房地产限制性政策，有助于稳定房地产市场，进而对稳经济也有积极作用。此外，春节过后伴随复工复产以及气温逐步回升，建筑业相关活动有望提速。

图11 非制造业 PMI, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图12 非制造业 PMI 各分项, %



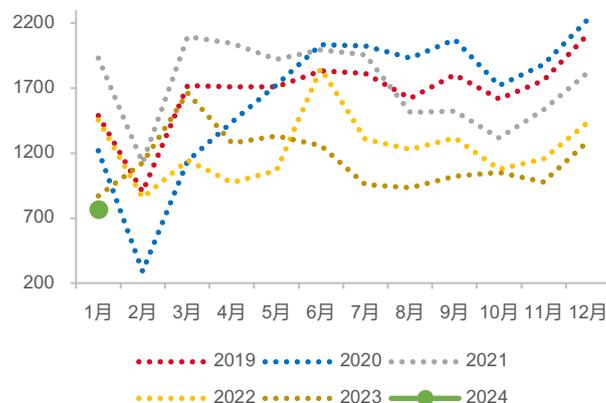
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 建筑业 PMI, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图14 30城商品房销售面积, 万平方米



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 3.核心观点

1月制造业 PMI 止跌回升，经济景气度有所回温。与历史同期相比，今年1月制造业 PMI 低于近10年同期水平，但从环比变化来看，今年1月制造业 PMI 环比升幅强于季节性，或显示今年1月经济边际改善力度相对较好。制造业供需两端均有改善，但生产指数升幅更大，供给仍好于需求；原材料价格和出厂价格均有不同程度回落。结构上，受元旦假期和春节消费预期带动，消费品市场需求较快释放；外需有所好转，装备制造业、高技术制造业出口改善较为明显。非制造业方面，节日消费效应显现，元旦假期和寒假带动交通运输、住宿餐饮等消费活跃度上升；建筑业则受春节假期临近、冬季低温天气等因素影响进入施工淡季，建筑业指数有一定回落。总体看，当前经济稳中回升，但需求不足的制约仍在，房地产限制性政策正逐步解除，促消费扩内需政策或将继续发力。

### 4.风险提示

- 1) **海外局势变化超预期**：国际地缘政治存在不稳定因素，中美关系具有不确定性；
- 2) **政策落地不及预期**：政策落地执行不及预期则可能导致市场信心无法顺利恢复。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证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, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8621) 20333275  
 手机: 18221959689  
 传真: (8621) 50585608  
 邮编: 200215

### 北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)  
 座机: (8610) 59707105  
 手机: 18221959689  
 传真: (8610) 59707100  
 邮编: 100089