

2024 年 1 月 31 日

产需差值延续高位——1 月 PMI 点评

SDIC

 点评报告

证券研究报告

尹睿哲

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523120003

yinrz@essence.com.cn

相关报告

PMI 临界值以下弱回升。1 月制造业 PMI 指数结束了此前连续三个月的回落趋势，逆季节性回升 0.2 个点。一般而言 1 月临近春节假期，往往是制造业淡季，PMI 作为环比指标大多呈回落趋势，近十年来 1 月制造业 PMI 平均回落 0.2 个点，而本月读数回升虽仍在临界值以下，但也反映经济趋稳因素增多。其中，生产偏强，相关指数回升 1.1 个百分点是拉动总指标回升的关键，订单类指标表现仍然偏弱，新订单及新出口订单均有小幅回升，但仍落在临界值以下。原材料价格及出厂价格指数均有回落，但上游价格延续强势。此外，企业生产经营活动预期在本月回落 1.9 个点，回落幅度为近一年内次高。

目 1. 节前备货，支撑生产

长假前赶工，生产临界值以上回升。今年春节偏晚，落在 2 月，且假期偏长企业备货意愿更强。从行业看，食品及酒饮料精制茶、造纸印刷及文教体美娱用品、医药等行业生产指数位于 53.0% 以上，显然受节前赶工影响较大。同时采购量分项指标结束自去年四季度以来持续下行的趋势有所回升，原材料库存指标下降而产成品库存指标上升也印证了节前备货逻辑。但采购指标反弹力度不大，仅在临界值以下小幅回升 0.2 个点，且企业经营预期在本月出现较明显的回落，隐含着市场主体或对节后的市场需求并不持有太乐观的预期。

产需差值延续高位。自四季度需求端走弱以来，供给端的表现始终相对强势，“生产-需求”差值指标一直在相对高位徘徊，本月更是进一步扩大到 2.3。虽然在备产月出现产需差值的扩大属正常情况，但持续的产能过剩也可能对未来的生产空间构成压制。

目 2. 需求弱勢延续，外需强于内需

外需较内需改善更为明显。本月反映需求的订单类指标均出现回升，但拆分来看，新出口订单分项指标的回升力度明显强于新订单指标，也即外需在本月出现改善，而内需仍有待修复。海外来看，1 月美国 Markit 制造业 PMI 录得 50.3，是自 2022 年底以来第二次重返扩张区间，上一次发生在 2023 年 4 月，仅在一个月后又重新回落至收缩区间。本次 PMI 扩张出现在加息周期尾声，反弹力度及持续性或都将强于上一次。同时，美国的去库周期已持续一年半左右，当前库存增速已处于历史低位，根据历史经验来看，美国历次补库周期都会伴随中国的出口增速持续性的上行。

目 3. 非制造业景气度分化

服务业商务活动指数重返扩张区间。春节假期临近，在节日效应的带动下，居民出行消费意愿增强，服务业景气面扩大，调查的 21 个行业中 13 个位于扩张区间，比上月增加 4 个。其中，零售、道路运输、航空运输、餐饮等行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所回升；铁路运输、邮政、货币金融服务等行业商务活动指数均位于 60.0% 及以上高位景气区间。

建筑业商务活动指数遇冷。受冬季低温天气及春节假日临近等因素影响，建筑业进入施工淡季，商务活动指数为 53.9%，比上月明显回落 3.0 个百分点。其中，各分项指标均有较明显回落，新订单指数大幅回落 3.9 个点，再度降至临界值以下；从业人员指数回落 1.6 个点；而业务活动预期大幅回落 3.8 个点，虽然仍处于高景气区间但已明显弱于往年同期。

PMI 同比转向回落至-2.3%。如果我们将 2022 年三季度 PMI 趋势值的上行视为本轮 PMI 运行周期的起点，中间虽然因公共卫生事件的政策变化导致阶段性回落，但整体位于上行通道中，而本月 PMI 同比再度转向回落。向后展望，如我们在此前报告《建筑业逆势上升》中预测的，在去年一季度高弹性复苏带来的高基数效应下，2-3 月预计 PMI 同比或将继续回落。而进一步向后推断，二季度企稳之后，除非每个月 PMI 读数均能站上临界值，否则 PMI 同比大概率在三季度开始继续下行。

目 **风险提示：统计口径误差**

目 录

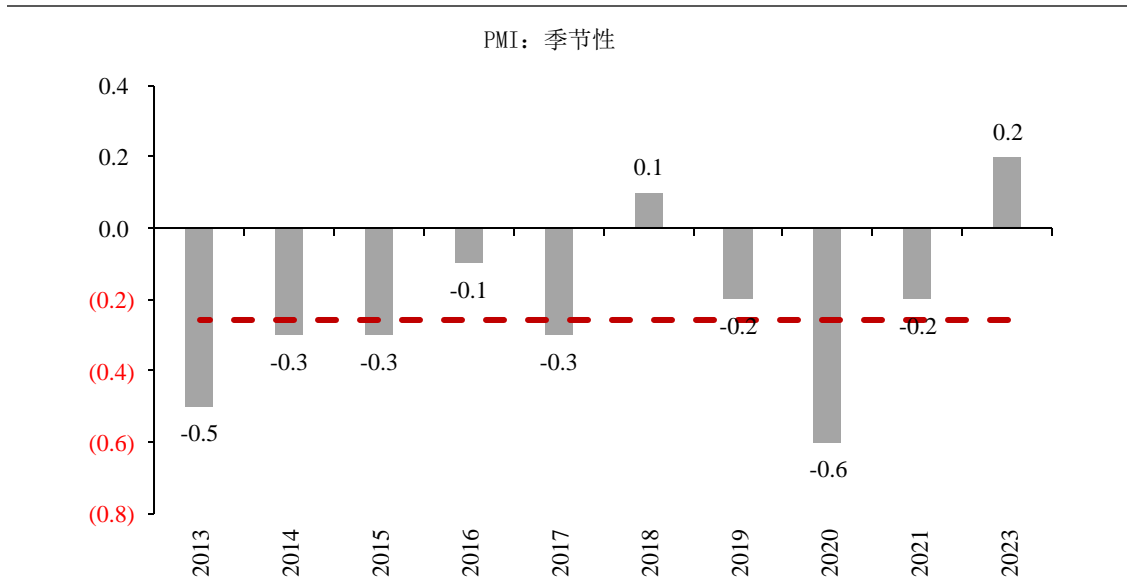
1. 节前备货，支撑生产.....	4
2. 需求弱势延续，外需强于内需.....	5
3. 非制造业景气度分化.....	6

目 录

图 1. 1 月制造业 PMI 强于季节性.....	4
图 2. 1 月制造业 PMI 回升 0.2 个点至 49.2.....	5
图 3. 产需差值自去年四季度以来持续位于高位.....	5
图 4. 新出口订单修复强于新订单指数.....	6
图 5. 中国出口增速与美国库存周期高度相关 (%).....	6
图 6. PMI 同比接近上行尾声.....	7

PMI 临界值以下弱回升。1 月制造业 PMI 指数结束了此前连续三个月的回落趋势，逆季节性回升 0.2 个点。一般而言 1 月临近春节假期，往往是制造业淡季，PMI 作为环比指标大多呈回落趋势，近十年来 1 月制造业 PMI 平均回落 0.2 个点，而本月读数回升虽仍在临界值以下，但也反映经济趋稳因素增多。其中，生产偏强，相关指数回升 1.1 个点是拉动总指标回升的关键。订单类指标表现仍然偏弱，新订单及新出口订单均有小幅回升，但仍落在临界值以下。原材料价格及出厂价格指数均有回落，但上游价格延续强势。此外，企业生产经营活动预期在本月回落 1.9 个点，回落幅度为近一年内次高。

图1.1 月制造业 PMI 强于季节性



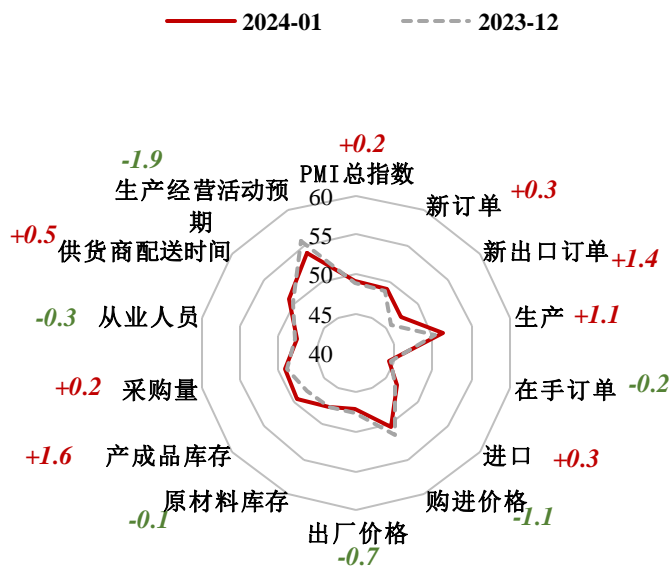
资料来源: Wind、国投证券研究中心

关于本月 PMI 数据，我们提示以下几点：

1. 节前备货，支撑生产

长假前赶工，生产临界值以上回升。今年春节偏晚，落在 2 月，且假期偏长企业备货意愿更强。从行业看，食品及酒饮料精制茶、造纸印刷及文教体美娱用品、医药等行业生产指数位于 53.0% 以上，显然受节前赶工影响较大。同时采购量分项指标结束自去年四季度以来持续下行的趋势有所回升，原材料库存指标下降而产成品库存指标上升也印证了节前备货逻辑。但采购指标反弹力度不大，仅在临界值以下小幅回升 0.2 个点，且企业经营预期在本月出现较明显的回落，隐含着市场主体或对节后的市场需求并不持有太乐观的预期。

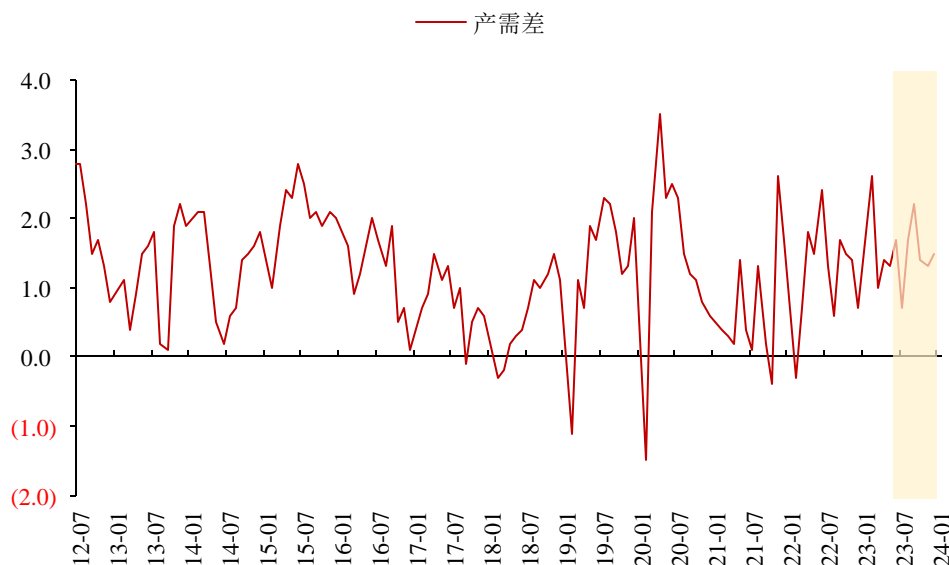
图2.1 月制造业 PMI 回升 0.2 个点至 49.2



资料来源: Wind、国投证券研究中心

产需差值延续高位。自四季度需求端走弱以来，供给端的表现始终相对强势，“生产-需求”差值指标一直在相对高位徘徊，本月更是进一步扩大到 2.3。虽然在备产月出现产需差值的扩大属正常情况，但持续的产能过剩也可能会对未来的生产空间构成压制。

图3. 产需差值自去年四季度以来持续位于高位



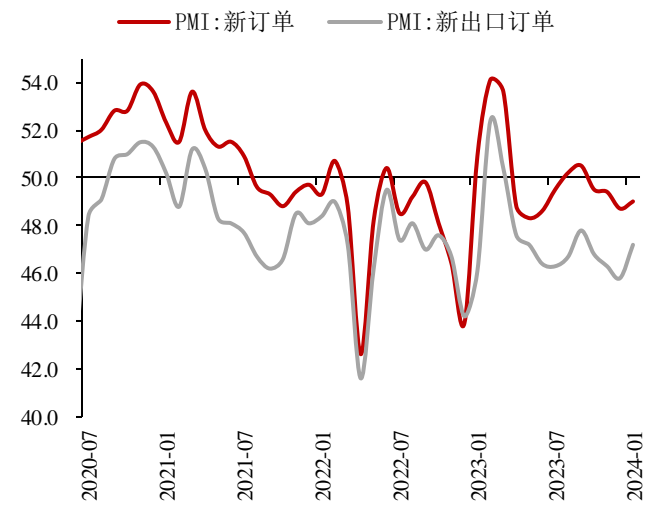
资料来源: Wind、国投证券研究中心

2. 需求弱势延续，外需强于内需

外需较内需改善更为明显。本月反映需求的订单类指标均出现回升，但拆分来看，新出口订单分项指标的回升力度明显强于新订单指标，也即外需在本月出现改善，而内需仍有待修复。海外来看，1月美国 Markit 制造业 PMI 录得 50.3，是自 2022 年底以来第二次重返扩张区间，上一次发生在 2023 年 4 月，仅在一个月后又重新回落至收缩区间。本次 PMI 扩张出现在加

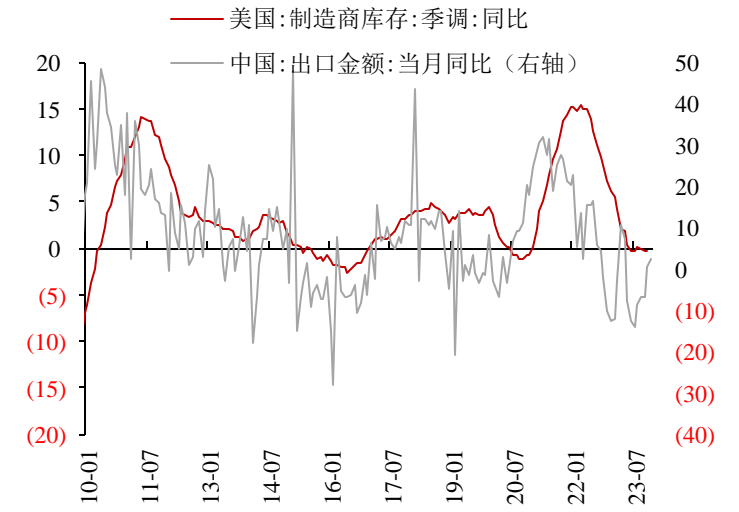
息周期尾声，反弹力度及持续性或都将强于上一次。同时，美国的去库周期已持续一年半左右，当前库存增速已处于历史低位，根据历史经验来看，美国历次补库周期都会伴随中国的出口增速持续性的上行。

图4. 新出口订单修复强于新订单指数



资料来源: Wind、国投证券研究中心

图5. 中国出口增速与美国库存周期高度相关 (%)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

3. 非制造业景气度分化

服务业商务活动指数重返扩张区间。春节假期临近，在节日效应的带动下，居民出行消费意愿增强，服务业景气面扩大，调查的 21 个行业中有 13 个位于扩张区间，比上月增加 4 个。其中，零售、道路运输、航空运输、餐饮等行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所回升；铁路运输、邮政、货币金融服务等行业商务活动指数均位于 60.0% 及以上高位景气区间。

建筑业商务活动指数遇冷。受冬季低温天气及春节假日临近等因素影响，建筑业进入施工淡季，商务活动指数为 53.9%，比上月明显回落 3.0 个百分点。其中，各分项指标均有较明显回落，新订单指数大幅回落 3.9 个点，再度降至临界值以下；从业人员指数回落 1.6 个点；而业务活动预期大幅回落 3.8 个点，虽然仍处于高景气区间但已明显弱于往年同期。

PMI 同比转向回落至-2.3%。如果我们将 2022 年三季度 PMI 趋势值的上行视为本轮 PMI 运行周期的起点，中间虽然因公共卫生事件的政策变化导致阶段性回落，但整体位于上行通道中，而本月 PMI 同比再度转向回落。向后展望，如我们在此前报告《建筑业逆势上升》中预测的，在去年一季度高弹性复苏带来的高基数效应下，2-3 月预计 PMI 同比或将继续回落。而进一步向后推断，二季度企稳之后，除非每个月 PMI 读数均能站上临界值，否则 PMI 同比大概率在三季度开始继续下行。

图6. PMI 同比接近上行尾声



目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034