

2024年01月31日

经济景气度小幅改善

事件点评

1月PMI数据点评

- ◆ 事件：统计局公布1月制造业PMI，环比提高0.2至49.2，结束此前连续三个月下降的趋势；非制造业PMI继续提升0.3至50.7；综合PMI回升0.6至50.9。整体而言，经济景气水平基本稳定。
- ◆ 一、制造业：生产保持扩张，产成品明显累库；外需环比改善，内需连续两个月环比走弱
 - ◆ 1) 生产与投资端，生产加速扩张但企业投资意愿偏弱，产成品明显累库。1月生产指数回升1.1至51.3，为近4个月以来高点；需求小幅改善，采购量回升0.2至49.2；原材料库存连续4个月下降至47.6；产成品库存显著回升1.6至49.4。
 - ◆ 分行业看，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高于53.0，相关行业生产增长较快；化工、非金属矿物制品等行业生产指数低于临界点，生产活动放缓。
 - ◆ 2) 需求端小幅回升0.3至49.0，但连续4个月处于收缩区间；外需环比改善，内需连续两个月环比走弱；高耗能行业需求收缩幅度最大。1月，外需大幅改善1.4至47.2，但仍然连续10个月处于收缩区间；内需“新订单-新出口订单”连续两个月环比走弱。分行业看，装备制造业、高技术制造业、消费品行业的新订单指数分别为50.3、50.2、50.3，景气度小幅扩张；高耗能行业新订单指数为47.0，继续位于临界点以下。
 - ◆ 3) 价格与利润方面，企业议价能力进一步走弱，企业利润持续受到挤压。1月原材料购进价格并未延续上个月的反弹趋势，回落1.1至50.4，仍高于荣枯线；出厂价格继续回落0.7至47.0，企业议价能力进一步走弱。
 - ◆ 4) 部分行业进入传统生产淡季，生产经营活动预期环比回落1.9至54.0，结束前半年上行趋势，但仍处于较高景气区间。分行业看，医药、专用设备、汽车、交通运输等行业的预期指数位于56.0以上。
 - ◆ 5) 大型企业生产扩张幅度扩大，产需持续处于扩张区间，超过七成的大型企业产能利用率达到或超过80%，企业产能释放较快；中型企业生产扩张幅度加大，需求收缩幅度加大；小型企业仍处境艰难，各指标均在明显收缩区间内小幅震荡。1月大、中、小型制造业企业PMI分别变动0.4、0.2、-0.1至50.4、48.97、47.2。
 - ◆ 6) 制造业企业用工景气度仍在恶化。1月从业人员指数进一步下探0.3至47.6，为2022年12月以来最低。
- ◆ 二、非制造业：节日效应带动出行消费，服务业重回扩张
 - ◆ 1) 建筑业PMI回落3.0至53.9，主要为需求收缩所致，此外，低温天气及节假日临近背景下，建筑业进入施工淡季也有一定影响。需求侧，建筑业新订单大幅回落3.9至46.7，重回收缩区间，且为去年8月以来最低值。业务活动预期指数为61.9，持续位于高位景气区间，建筑业企业对市场发展信心较强。
 - ◆ 2) 服务业PMI提高0.8，重回荣枯线以上，主要为节日效应下需求侧收缩幅度下降所致。从行业看，21个服务行业中位于扩张区间的行业环比增加4个到13个。具体而言，节日效应下居民出行消费意愿增强，零售、道路运输、航空运输、餐饮等行业升至扩张区间；资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行。业务活动预期为59.3，继续位于较高景气区间，服务业企业对市场发展前景信心稳定。
- ◆ 三、投资建议
 - ◆ 总体而言，经济景气水平基本稳定，1月节假日出行热度较高，出行服务业对经济带动力度强于其他行业。然而资产端持续恢复的基础仍需进一步巩固，制造业国内

分析师

罗云峰

SAC执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

SAC执业证书编号：S0910523050002

yangfeiran@huajinsec.cn

相关报告

ESG 市场跟踪双周报

(2024.1.15-2024.1.28)-欧洲期货交易所推出SRI指数衍生品 2024.1.28

资产配置周报(2024-1-27)-红利指数或重回强势 2024.1.28

资产配置周报(2024-1-21)-继续看好价值 2024.1.21

增长动能减弱 2024.1.17

地方债发行计划半月报-2024年一季度地方债发行计划已披露 16438 亿元 2024.1.16



有效需求不足、用工景气度低迷、企业议价能力较差、小企业经营恶化等问题持续存在。我们目前认为，未来 1-2 年中国实际经济增长中枢在 4-5% 之间，对应名义经济增长中枢在 6-7% 之间。通胀方面，在负债收敛和实体经济平稳的组合下，有望震荡温和回落。

- ◆ 近期资金面缓解、股市吸引力不足、货币政策期待较强等因素下，债市收益率持续向下突破。针对降准，我们维持之前的观点，2018 年之后的降准主要是对冲基础货币收投的中性操作，不是大规模放松，降准对金融市场的影响更多局限在短期扰动，并且冲击效果越来越小。预计未来各项指标向中枢回归，比如一年期国债收益率向 1.9% 左右的中枢回归，期限利差向 70 个基点左右的中枢回归，对应十债收益率中枢在 2.6%，区间在 2.5-2.7%，三十年国债和十年国债的利差进一步压缩空间或已有限，目前预计在年内三十年和十年国债利差压缩至 20 个基点左右。
- ◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.77	0.84	(0.08)	0.97	0.86	0.40	0.46	0.79	0.88	0.57	0.59
环比 (PMI原值)	2024年1月	49.20	51.30	49.00	47.20	44.30	49.40	49.20	46.70	47.00	50.40	47.60	47.60	50.80	54.00
	2023年12月	49.00	50.20	48.70	45.80	44.50	47.80	49.00	46.40	47.70	51.50	47.70	47.90	50.30	55.90
	2023年11月	49.40	50.70	49.40	46.30	44.40	48.20	49.60	47.30	48.20	50.70	48.00	48.10	50.30	55.80
	2023年10月	49.50	50.90	49.50	46.80	44.20	48.50	49.80	47.50	47.70	52.60	48.20	48.00	50.20	55.60
	2023年9月	50.20	52.70	50.50	47.80	45.30	46.70	50.70	47.60	53.50	59.40	48.50	48.10	50.80	55.50
	1月较12月	↑	↑	↑	↑	↓	↑	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↑	↓
	历年1月均值	51.08	53.28	52.41	48.60	45.74	46.69	52.69	49.03	50.30	55.74	48.65	48.24	49.98	54.70
	1月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓
非制造业		PMI	新订单	新出口订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供货商配送时间				
与PMI相关系数		1	0.96	0.70	0.86	0.51	0.52	0.84	0.71	0.68	0.82				
环比 (PMI原值)	2024年1月	50.70	47.60	45.20	59.70	49.60	48.90	47.00	43.70	47.20	52.00				
	2023年12月	50.40	47.50	50.90	60.30	49.60	49.30	47.10	43.90	46.00	51.00				
	2023年11月	50.20	47.20	46.80	59.80	49.80	48.30	46.90	43.00	46.70	51.80				
	2023年10月	50.60	46.70	49.10	58.10	49.70	48.60	46.50	43.10	46.20	52.00				
	2023年9月	51.70	47.80	49.40	58.70	52.50	50.30	46.80	43.30	46.90	51.30				
	1月较12月	↑	↑	↓	↓	→	↓	↓	↓	↑	↑				
	历年1月均值	55.42	52.02	50.27	62.12	55.62	50.51	50.72	44.33	47.29	51.10				
	1月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓				
建筑业		PMI	新订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	服务业							
与PMI相关系数		1	0.89	0.31	0.39	0.22	0.14	与PMI相关系数		1	0.96	0.25	0.83	0.29	0.40
环比 (PMI原值)	2024年1月	53.9	46.7	61.9	52	50.4	50.1	环比 (原值)	2024年1月	50.1	47.7	59.3	49.2	48.7	46.4
	2023年12月	56.9	50.6	65.7	51.4	51.7	51.7		2023年12月	49.3	47	59.4	49.3	48.9	46.3
	2023年11月	55	48.6	62.6	53.1	51.3	48.2		2023年11月	49.3	46.9	59.3	49.2	47.7	46.7
	2023年10月	53.5	49.2	61.4	49.9	50	46.4		2023年10月	50.1	46.2	57.5	49.7	48.3	46.5
	2023年9月	56.2	50	61.8	54.7	51.5	46.3		2023年9月	50.9	47.4	58.1	52.1	50	46.9
	1月较12月	↓	↓	↓	↑	↓	↓		1月较12月	↑	↑	↓	↓	↓	↑
	历年1月均值	56.08	48.73	50.33	63.76	53.61	51.45		历年1月均值	53.33	50.51	49.30	59.31	52.85	49.66
	1月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓		1月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓

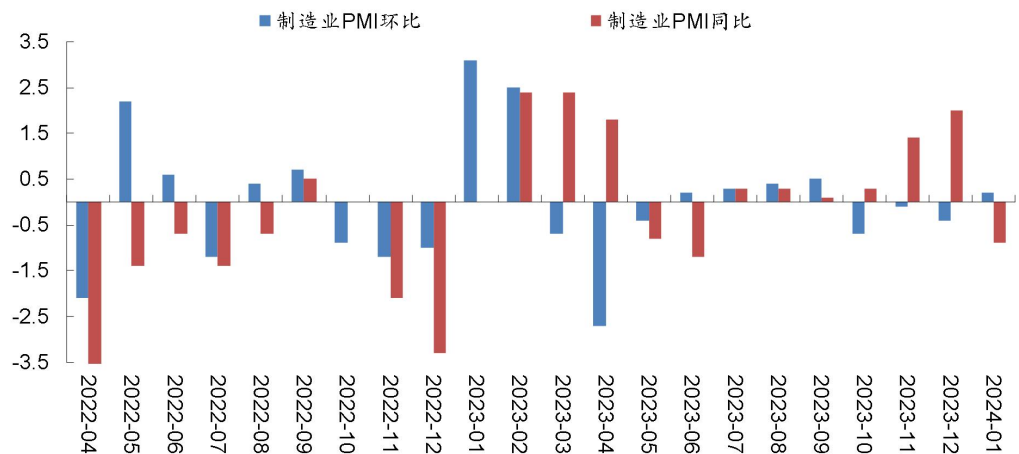
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

	PMI	制造业	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	生产经营活动预期	在手订单	产成品库存	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	从业人员	供货商配送时间
大型企业	2024年01月	50.4	52.3	51.5	48.5	47.7	49.5	55.4	46	50.9	51.4	50.3	46.9	47.7	51.1
	2023年12月	50	51.5	50.2	47	45.3	49	57.9	46.3	49.1	50.9	52.7	49	48.1	49.8
	2023年11月	50.5	52.1	51.1	47.9	48.1	48.5	57	45.6	49.5	51.9	50.3	49.2	49.3	50.3
	2023年10月	50.7	53.1	50.8	47.8	47.9	49.6	56.7	45.1	49.6	51.6	53.7	47.6	48.8	49.9
	2023年09月	51.6	54.4	52.7	48.7	48.6	49.9	56.8	46.7	47	52.1	61	55.1	49.4	51
中型企业	2024年01月	48.9	52.4	47	43.1	47.3	48.7	56.7	45	50.7	49.8	51.1	47.7	47.1	50.4
	2023年12月	48.7	50.1	48.1	44.3	46.3	48	56.2	44.1	48.4	48.6	50.9	46	47.7	50.8
	2023年11月	48.8	50.5	48.8	46.2	45	46.9	56.3	43.6	47.8	47.4	50.6	47.3	46.7	50.1
	2023年10月	48.7	49	48.9	46.8	44.3	48.3	55.4	44.2	48.1	48.9	51.2	48.8	47.4	50.3
	2023年09月	49.6	52.4	49.7	45.1	47.2	47.8	55.4	44.9	46.9	50.9	58.2	53.9	47.2	51.1
小型企业	2024年01月	47.2	47.8	46.4	44.3	44.6	42.2	47.5	39.8	44.8	44	49.7	45.9	48.2	50.6
	2023年12月	47.3	47.7	46.5	47.8	46.9	44.7	51.4	41.5	44.4	45.6	49.8	47.2	47.7	50.6
	2023年11月	47.8	48.2	46.7	46.4	40.9	48.3	52.7	42.9	46	47.9	51.8	47	47.5	50.6
	2023年10月	47.9	48.8	47.8	47.2	47.8	45.1	53.7	42.2	46.8	47.3	52.1	46.5	47	50.7
	2023年09月	48	49.6	47.1	46.6	45.6	46.5	53.1	42.9	45.9	47.6	57.7	50.2	46.7	50

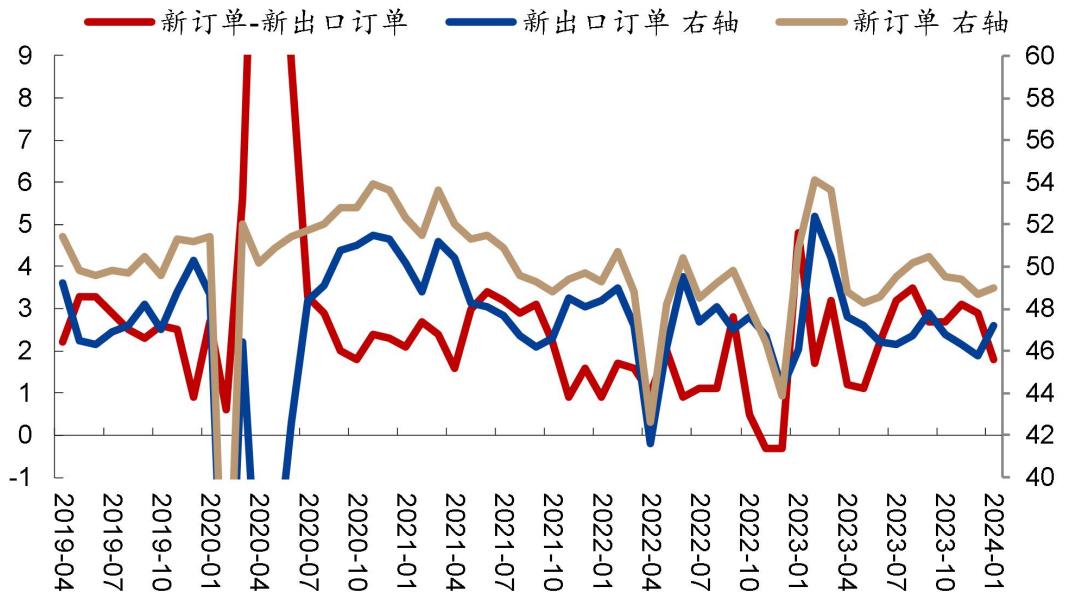
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：1 月制造业 PMI 环比小幅改善



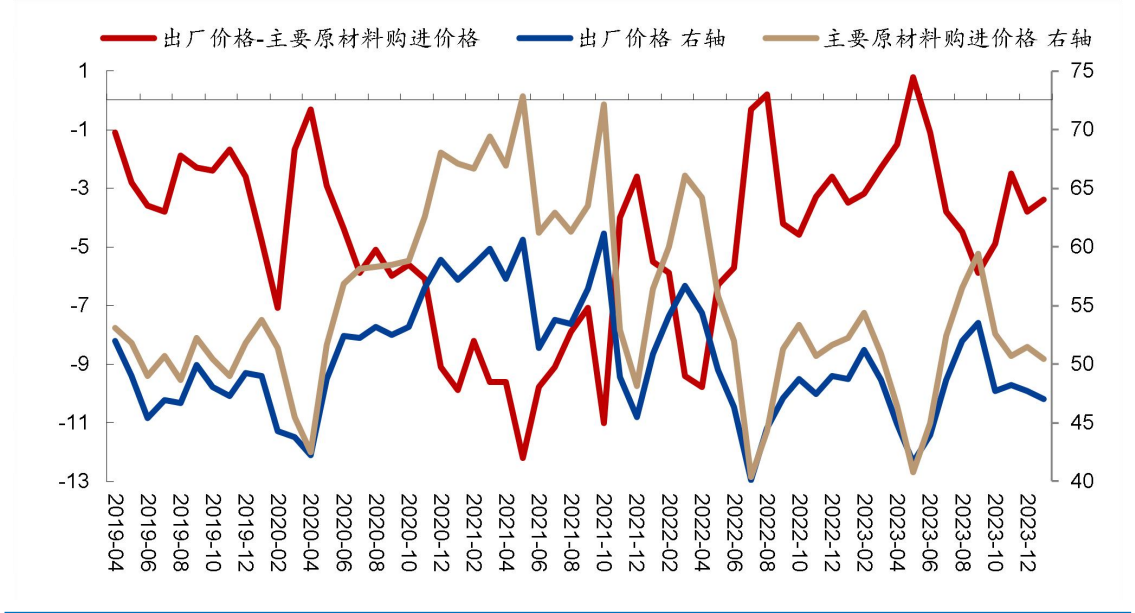
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：1 月制造业外需环比回升



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 企业议价能力进一步走弱



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com