



# 2024年1月PMI点评

宏观经济点评  
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）  
zhangyunjie@gjzq.com.cn

## 春节临近，“稳增长”落地放缓

### 事件：

1月31日，国家统计局公布1月PMI指数，制造业PMI为49.2、前值49；非制造业PMI为50.7、前值50.4。

### 制造业PMI小幅回升，生产指数涨幅扩大

制造业PMI小幅回升，生产指数涨幅扩大。1月，制造业PMI 49.2%、较上月小幅回升0.2个百分点。主要分项中，生产、新订单指数分别较上月提升1.1、0.3个百分点至51.3%、49%；供货商配送时间有所加快，较上月提升0.5个百分点至50.8%；原材料库存、从业人员指数均录得47.6%，分别较上月回落0.1、0.3个百分点。

供需错配下，制造业“被动补库”。1月，进口、新出口订单指数仍处收缩区间，分别较上月回升0.3、1.4个百分点至46.7%、47.2%。在手订单指数下滑0.2个百分点至44.3%，指向终端需求仍待修复。由于生产表现强于需求，制造业“被动补库”，产成品库存指数较上月回升1.6个百分点至49.4%。

### 服务业需求扩张，建筑业景气有所回落

非制造业PMI提升，服务业重回扩张区间。1月，非制造业PMI、服务业PMI分别较上月提升0.3、0.8个百分点至50.7%、50.1%。服务业PMI中，新订单、从业人员指数分别较上月提升0.7、0.1个百分点至47.7%、46.4%。由于需求支撑较为有限，投入品和销售价格指数分别较上月下滑0.1、0.2个百分点至49.2%、48.7%。

建筑业PMI受停工影响出现回落。1月，建筑业景气有所回落、PMI较上月回落3个百分点至53.9%。其中，新订单、从业人员指数分别较上月回落3.9、1.6个百分点至46.7%、50.1%。其余分项指标均处于扩张区间，投入品价格有所上涨、指数较上月提升0.6个百分点至52%，销售价格涨幅回落、指数较上月下滑1.3个百分点至50.4%。

### 春节临近，“稳增长”落地节奏或受到扰动

制造业生产仍具韧性，或受部分终端需求较好链条的带动较大，包括化工、汽车、部分工业金属等。近期PTA开工率与总需求量、汽车半钢胎开工率、电解铜杆开工率均处于历史高位。其中，化工和汽车主要受外需带动，近期我国纺织行业出口连续回暖、汽车出口保持强势。电解铜杆则主要受国内电力设备投资需求带动。

重申观点：“稳增长”进行时，对于经济的支撑效果有望逐步显现。“稳增长”三步走，一是“万亿国债”项目清单下达；二是地产“三大工程”加速布局；三是产业政策保驾护航。中期来看，政策落地有望带动经济企稳回升，不必对增长前景过于悲观。短期来看，春节临近、政策落地节奏或受“停工”扰动，相关链条产需表现或出现暂时性回落。

### 风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



## 内容目录

|                              |   |
|------------------------------|---|
| 1、制造业 PMI 小幅回升，生产指数涨幅扩大..... | 3 |
| 2、服务业需求扩张，建筑业景气有所回落.....     | 4 |
| 3、春节临近，“稳增长”落地节奏或受到扰动.....   | 6 |
| 风险提示.....                    | 7 |

## 图表目录

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| 图表 1： 1 月，制造业 PMI 小幅回升.....           | 3 |
| 图表 2： 1 月，PMI 主要分项中生产表现偏强.....        | 3 |
| 图表 3： 1 月，外需带动新订单指数回升.....            | 3 |
| 图表 4： 1 月，采购量指数小幅回暖.....              | 3 |
| 图表 5： 1 月，制造业“去库存”仍在延续.....           | 4 |
| 图表 6： 1 月，原材料库存持续下降.....              | 4 |
| 图表 7： 1 月，大、中企业 PMI 有所回升.....         | 4 |
| 图表 8： 1 月，中、小企业 PMI 受需求掣肘较大.....      | 4 |
| 图表 9： 1 月，非制造业 PMI 回升.....            | 5 |
| 图表 10： 1 月，建筑业 PMI 回落、服务业 PMI 回升..... | 5 |
| 图表 11： 1 月，服务业新订单、从业人员指数回升.....       | 5 |
| 图表 12： 临近春节，整车货运流量呈回升态势.....          | 5 |
| 图表 13： 临近春节，快递业务量攀升.....              | 5 |
| 图表 14： 1 月，服务业投入品和销售价格指数有所下滑.....     | 5 |
| 图表 15： 1 月，建筑业新订单和从业人员指数显著回落.....     | 6 |
| 图表 16： 临近春节，全国粉磨开工率持续下滑.....          | 6 |
| 图表 17： 春节前，沥青开工率整体表现偏弱.....           | 6 |
| 图表 18： 1 月，投入品价格有所上涨、销售价格涨幅回落.....    | 6 |
| 图表 19： 春节前，国内 PTA 开工率维持高位.....        | 7 |
| 图表 20： 春节前，PTA 总需求量维持历史高位.....        | 7 |
| 图表 21： 春节前，汽车半钢胎开工率维持历史高位.....        | 7 |
| 图表 22： 春节前，电解铜杆开工率环比走高.....           | 7 |

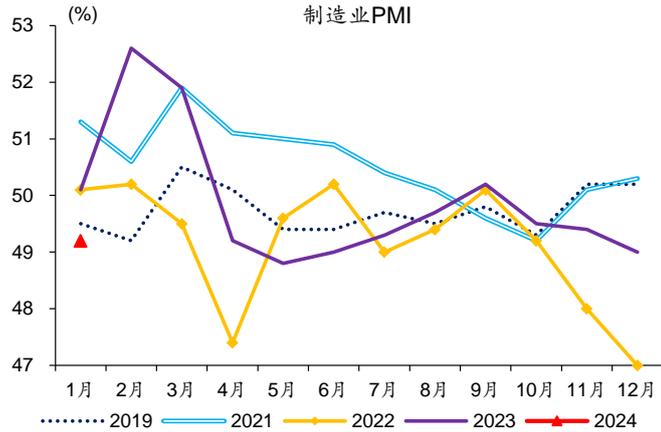


1月31日，国家统计局公布1月PMI指数，制造业PMI为49.2、前值49；非制造业PMI为50.7、前值50.4。

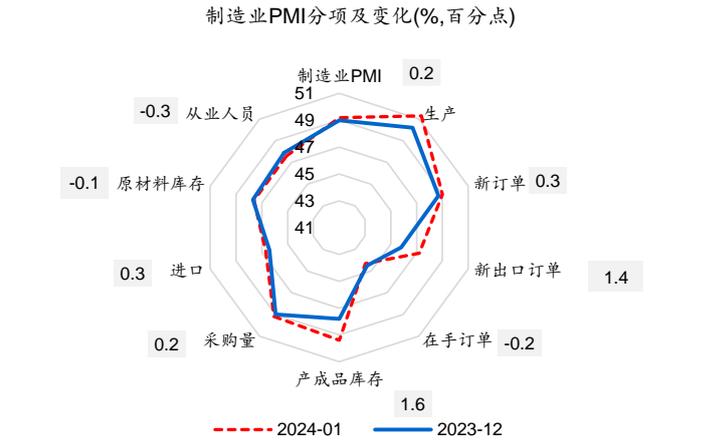
## 1、制造业PMI小幅回升，生产指数涨幅扩大

制造业PMI小幅回升，生产指数涨幅扩大。1月，制造业PMI 49.2%、低于2019-2023年均值的50.2%，边际上较上月小幅回升0.2个百分点。主要分项中，生产表现偏强、指数较上月提升1.1个百分点至51.3%，需求仍处于收缩区间、新订单指数较上月提升0.3个百分点至49%；供货商配送时间有所加快，较上月提升0.5个百分点至50.8%；原材料库存、从业人员指数均录得47.6%，分别较上月回落0.1、0.3个百分点。

图表1：1月，制造业PMI小幅回升



图表2：1月，PMI主要分项中生产表现偏强

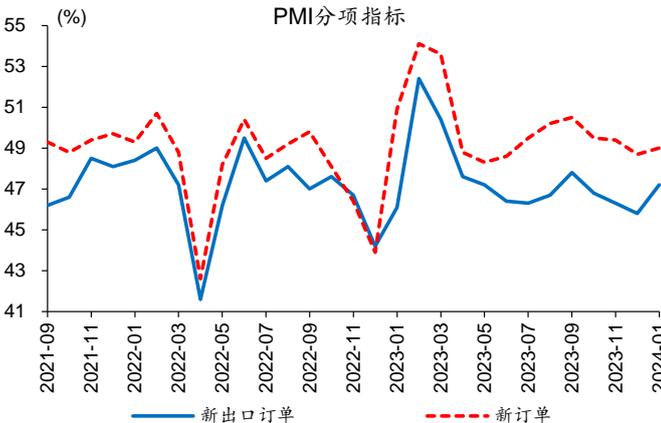


来源：Wind、国金证券研究所

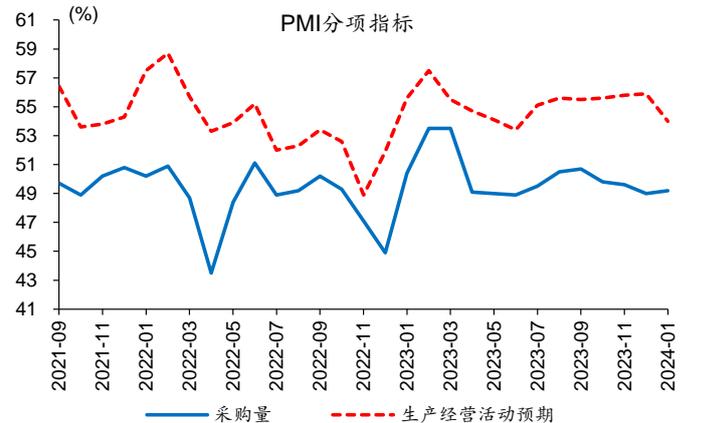
来源：Wind、国金证券研究所

供需错配下，制造业“被动补库”。1月，内、外需仍处收缩区间，进口、新出口订单指数分别较上月回升0.3、1.4个百分点至46.7%、47.2%。在手订单指数下滑0.2个百分点至44.3%，指向终端需求仍待修复。由于生产表现强于需求，制造业“被动补库”，产成品库存指数较上月回升1.6个百分点至49.4%。此外，采购量指数小幅改善、较上月提升0.2个百分点至49.2%。企业生产经营活动预期亦有降温，较上月回落1.9个百分点至54%。

图表3：1月，外需带动新订单指数回升



图表4：1月，采购量指数小幅回暖

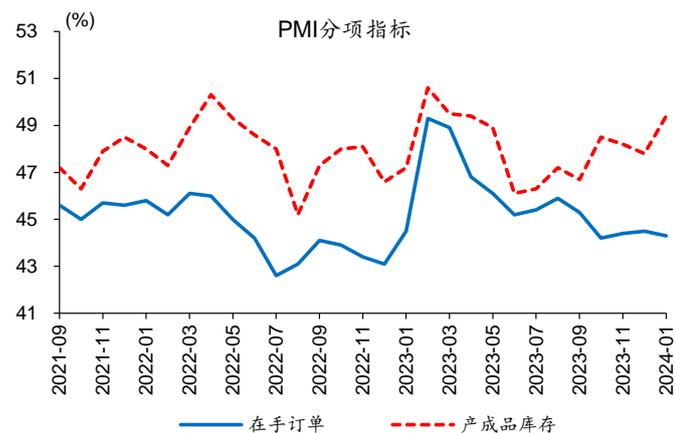


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

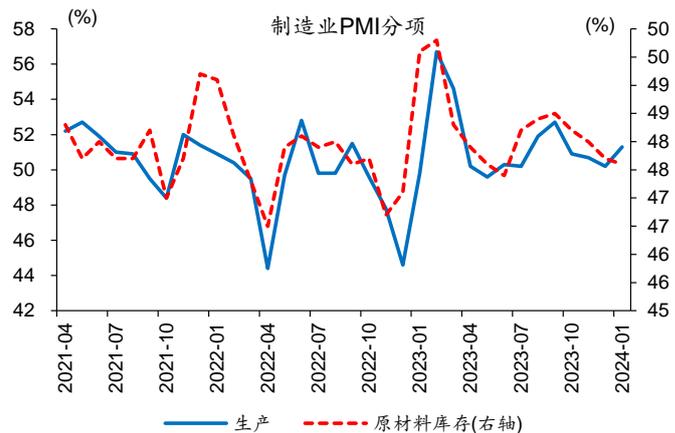


图表5: 1月, 制造业“去库存”仍在延续



来源: Wind、国金证券研究所

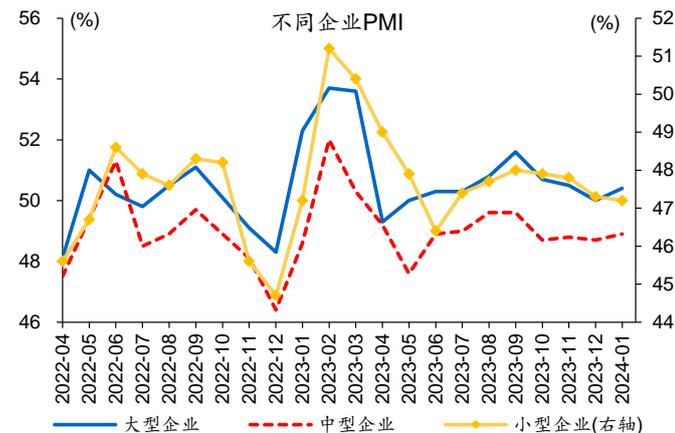
图表6: 1月, 原材料库存持续下降



来源: Wind、国金证券研究所

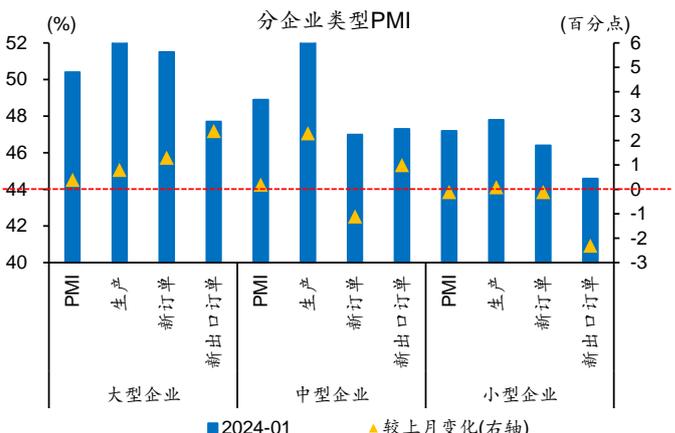
大型企业 PMI 持续扩张, 中、小企业景气仍待改善。1月, 大、中、小型企业 PMI 分别上升 0.4、上升 0.2、下降 0.1 个百分点至 50.4%、48.9%、47.2%。大型企业生产、新订单指数进一步提升 0.8、1.3 个百分点至 52.3%、51.5%, 生产指数较上月提升 0.8 个百分点至 52.3%。中、小企业受需求掣肘较大, 新订单指数分别较上月回落 1.1、0.1 个百分点至 47%、46.4%, 尤其是小型企业新出口订单指数较上月下滑 2.3 个百分点至 44.6%。

图表7: 1月, 大、中企业 PMI 有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 1月, 中、小企业 PMI 受需求掣肘较大



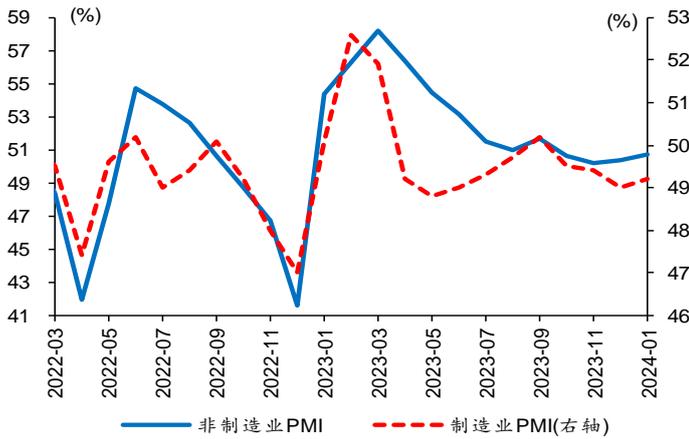
来源: Wind、国金证券研究所

## 2、服务业需求扩张, 建筑业景气有所回落

非制造业 PMI 平稳扩张、服务业重回扩张区间。1月, 非制造业 PMI 回升 0.3 个百分点至 50.7%。其中, 建筑业景气度有所回落、商务活动指数下降 3.0 个百分点至 53.9%。服务业需求有所扩张、PMI 增加 0.8 个百分点至 50.1%。在节日效应带动下, 零售、道路运输、餐饮等行业商务活动指数升至扩张区间, 同时铁路运输、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。

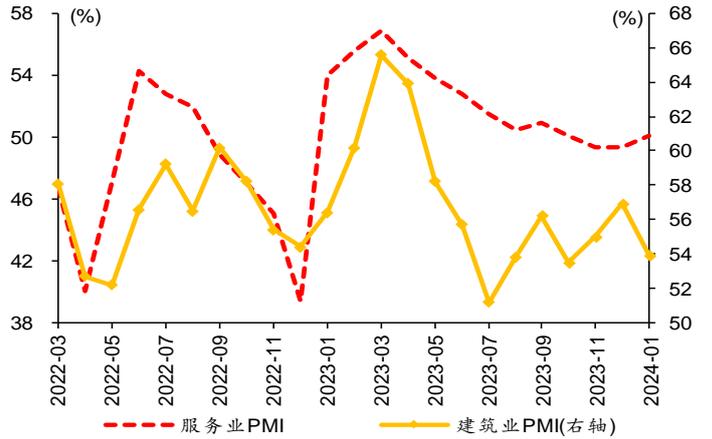


图表9: 1月, 非制造业PMI回升



来源: Wind、国金证券研究所

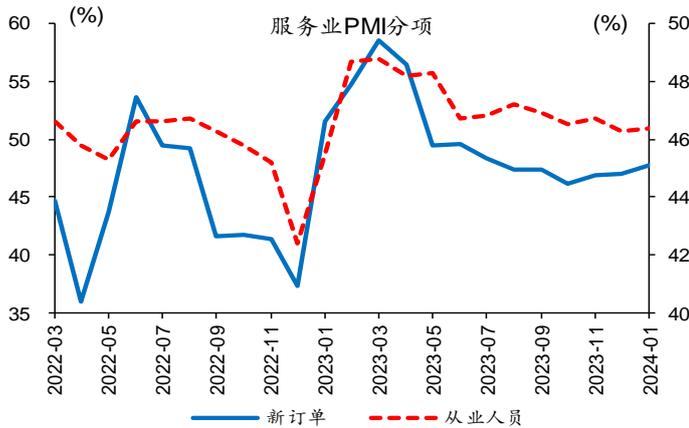
图表10: 1月, 建筑业PMI回落、服务业PMI回升



来源: Wind、国金证券研究所

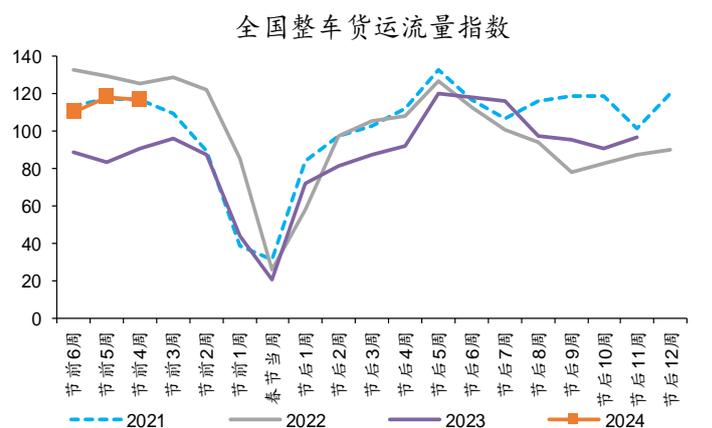
服务业需求有所改善, 生产性与生活性服务消费均有回升。1月, 服务业商务活动指数较上月提升0.8个百分点、录得50.1%。主要分项中, 新订单、从业人员指数分别回升0.7、0.1个百分点至47.7%、46.4%。生产性与生活性服务业在假日效应提振下均有好转, 全国整车货运流量、快递业务量持续回升、明显高于去年。由于需求支撑较为有限, 投入品和销售价格指数分别较上月下滑0.1、0.2个百分点至49.2%、48.7%。

图表11: 1月, 服务业新订单、从业人员指数回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 临近春节, 整车货运流量呈回升态势



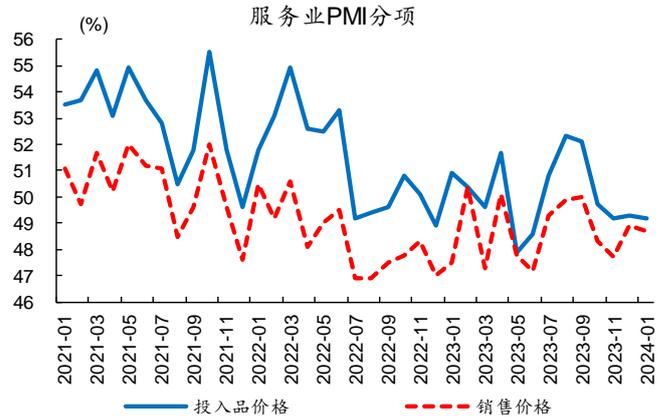
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 临近春节, 快递业务量攀升



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 1月, 服务业投入品和销售价格指数有所下滑



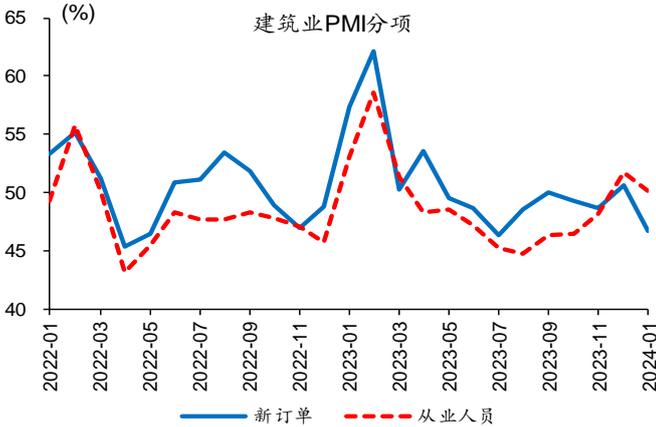
来源: Wind、国金证券研究所



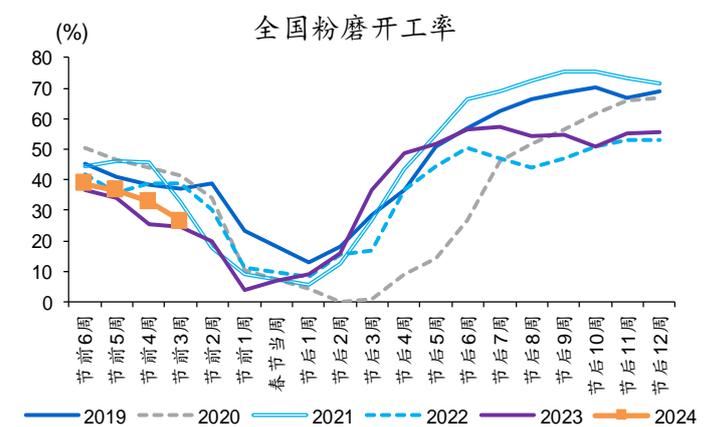
建筑业 PMI 受停工影响出现回落，新订单指数边际下滑。1 月，建筑业商务活动指数下降 3.0 个百分点至 53.9%。主要分项中，新订单、从业人员指数分别回落 3.9、1.6 个百分点至 46.7%、50.1%。高频数据显示，临近春节，全国粉磨开工率季节性下滑、且降幅显著；沥青开工率持续回落、处于近年同期低位。其余分项指标均处于扩张区间，投入品价格有所上涨、指数较上月提升 0.6 个百分点至 52%，销售价格涨幅回落、指数较上月下滑 1.3 个百分点至 50.4%。

图表 15: 1 月，建筑业新订单和从业人员指数显著回落

图表 16: 临近春节，全国粉磨开工率持续下滑



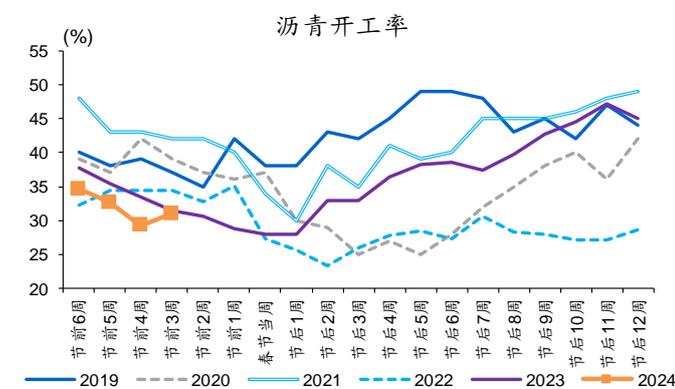
来源: Wind、国金证券研究所



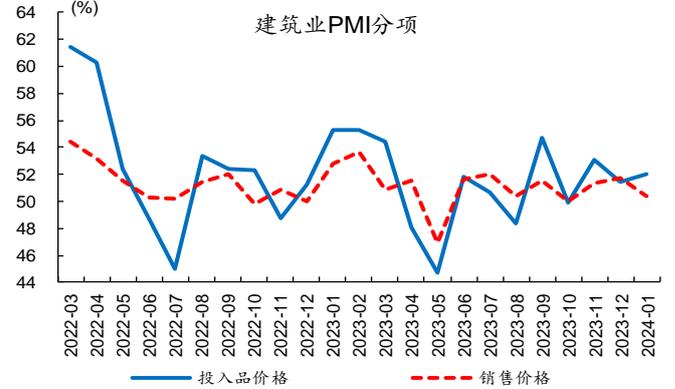
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 春节前，沥青开工率整体表现偏弱

图表 18: 1 月，投入品价格有所上涨、销售价格涨幅回落



来源: Wind、国金证券研究所



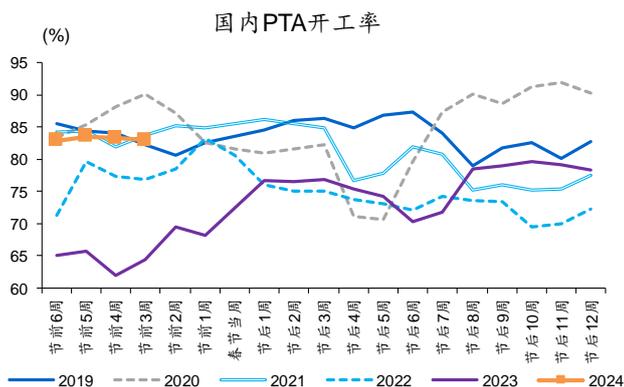
来源: Wind、国金证券研究所

### 3、春节临近，“稳增长”落地节奏或受到扰动

制造业生产仍具韧性，或受部分终端需求较好链条的带动较大，包括化工、汽车、部分工业金属等。春节临近，各行业生产趋于回落，2017-2023 年 1 月制造业生产指数多较上年末出现下降。2024 年 1 月，制造业生产指数较上月提升 1.1 个百分点至 51.3%，涨幅强于季节性。分行业看，近期 PTA 开工率与总需求量、汽车半钢胎开工率、电解铜杆开工率均处于历史高位。其中，化工和汽车主要受外需带动，近期我国纺织行业出口连续回暖、汽车出口保持强势。电解铜杆则主要受国内电力设备投资需求带动。

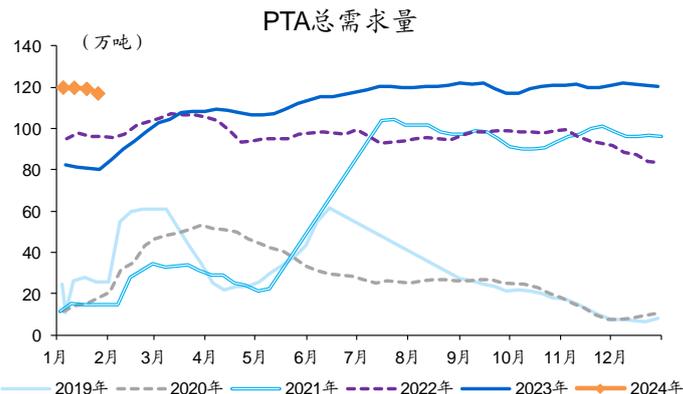


图表19: 春节前, 国内PTA开工率维持高位



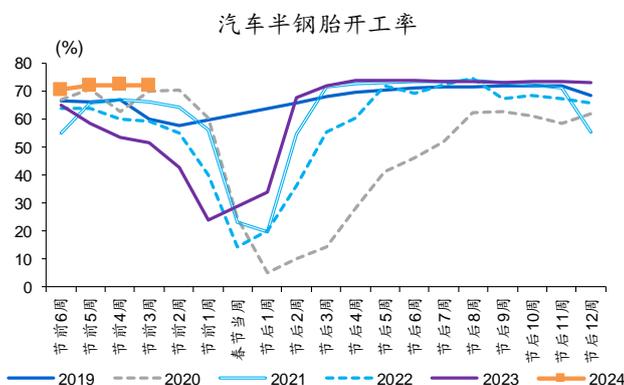
来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 春节前, PTA总需求量维持历史高位



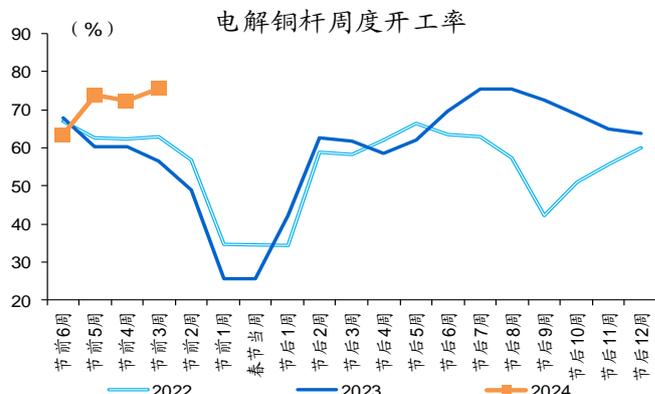
来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 春节前, 汽车半钢胎开工率维持历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 春节前, 电解铜杆开工率环比走高



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: “稳增长”进行时, 对于经济的支撑效果有望逐步显现。“稳增长”三步走正在进行, 一是“万亿国债”项目清单下达; 二是地产“三大工程”加速布局; 三是产业政策保驾护航。中期来看, 政策落地对于经济的支撑效果有望逐步显现, 不必对经济增长前景过于悲观。短期来看, 春节临近、政策落地节奏或受“停工”扰动。考虑到冬季为水利项目施工黄金期, 本轮“万亿国债”实物工作量或领先于“三大工程”落地。

### 风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地, 资金滞留金融体系等。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                                | 深圳  |
|-----------------------------------|-----------------------------------|---|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                   | 电话：0755-83831378                                    |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn         | 传真：0755-83830558                                    |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                         | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn                           |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 邮编：518000<br>地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究