

1月PMI数据解读

企业“节前备货”带动超季节性企稳

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

1月31日，1月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.2（环比+0.2pct）；非制造业为50.7（环比+0.3pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2024-01	49.20	50.40	48.90	47.20	51.30	49.00	47.20	47.60	49.40	50.40	47.00	50.80	47.60	54.00
	2023-12	49.00	50.00	48.70	47.30	50.20	48.70	45.80	47.70	47.80	51.50	47.70	50.30	47.90	55.90
	2023-11	49.40	50.50	48.80	47.80	50.70	49.40	46.30	48.00	48.20	50.70	48.20	50.30	48.10	55.80
	2023-10	49.50	50.70	48.70	47.90	50.90	49.50	46.80	48.20	48.50	52.60	47.70	50.20	48.00	55.60
	2023-09	50.20	51.60	49.60	48.00	52.70	50.50	47.80	48.50	46.70	59.40	53.50	50.80	48.10	55.50
	2023-08	49.70	50.80	49.60	47.70	51.90	50.20	46.70	48.40	47.20	56.50	52.00	51.60	48.00	55.60
	较上月	0.20	0.40	0.20	-0.10	1.10	0.30	1.40	-0.10	1.60	-1.10	-0.70	0.50	-0.30	-1.90
非制造	2024-01	50.70	52.90	48.30	52.40	-	47.60	45.20	-	47.20	49.60	48.90	52.00	47.00	59.70
	2023-12	50.40	51.20	46.80	55.90	-	47.50	50.90	-	46.00	49.60	49.30	51.00	47.10	60.30
	2023-11	50.20	53.50	46.50	50.60	-	47.20	46.80	-	46.70	49.80	48.30	51.80	46.90	59.80
	2023-10	50.60	50.30	51.20	51.30	-	46.70	49.10	-	46.20	49.70	48.60	52.00	46.50	58.10
	2023-09	51.70	56.20	48.40	51.40	-	47.80	49.40	-	46.90	52.50	50.30	51.30	46.80	58.70
	2023-08	51.00	55.00	46.80	52.10	-	47.50	47.90	-	46.20	51.70	50.00	52.00	46.80	58.20
	较上月	0.30	1.70	1.50	-3.50	-	0.10	-5.70	-	1.20	0.00	-0.40	1.00	-0.10	-0.60

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：1月PMI数据呈四点特征：

一是制造业与非制造业双双逆季节性改善。当月制造业PMI低位企稳，结束了连续3个月的下滑，但并未走出收缩区间。超季节性表现除低位企稳（1月低于三年均值1.3pct）和春节较晚等因素外，也与企业节前临时提高产能备货有一定关系。分贡献因素看，主要拉动来自生产和新订单，配送和就业构成小幅拖累。非制造业PMI韧性仍存，环比逆季节性回升0.3pct，明显好于近三年同期水平（剔除2023年，平均-1.4pct）。

二是产需矛盾进一步凸显。从相对变化看，本月PMI“产需差”继续扩大：一方面生产显著改善（+1.1pct），另一方面新订单小幅企稳（+0.3pct），“产需差”高位扩张0.8pct至2.3pct。从绝对水平看，生产指数位于扩张区间（51.3），但三大需求指标均位于收缩区间：新订单、新出口订单企稳，分别为49（+0.3pct）、47.2（+1.4pct）；在手订单低位萎缩（-0.2pct至43.7）或与生产提速有关。

三是库存/价格与“产需差扩大+节前备货”逻辑相吻合。库存方面，产成品库存与原材料库存走势背离。一方面，产成品库存结束连续下滑，显著提升1.6pct至49.4，原因包括企业节前主动备货，以及当前需求下企业销售不畅。另一方面，原材料继续小幅回落，下降0.1pct至47.6，与企业生产提速有直接关系，

也指向企业预期依然不强，抑制其补库意愿。与此同时，价格指标双双走弱。原材料价格继续下滑，投入品价格指标下跌 1.1pct 至 50.4；供需失衡加剧也拖累出厂价格在收缩区间继续下降（-0.7pct 至 47.0）。供需失衡加大叠加企业利润承压，制造业预期环比大幅回落（-1.9pct 至 54），位于近 12 个月次低水平。

四是非制造业分化明显。从结构上看，服务业是非制造业 PMI 韧性的主要来源（+0.8pct 至 50.1）；建筑业在节前淡季明显回落，但仍位于较好水平（-3pct 至 53.9）。服务业内部分化依然明显：生产性服务业景气度基本稳定（-0.2pct 至 52.1），但节前出行及消费需求带动消费性服务业连续两个月反弹（本月 +1.1pct 至 50.7）。

◆ 制造业

1 月制造业 PMI 低位企稳，结束了连续 3 个月的下滑，但并未走出收缩区间（连续 4 个月）。从季节性角度观察，除去年 1 月“转段”扰动外，近三年同期均呈环比回落态势（平均 -0.3pct），当月超季节性表现除低位企稳（1 月低于三年均值 1.3pct）和春节假期较晚等因素外，也与企业节前单月提高产能备货有一定关系。**分贡献因素看，主要拉动来自生产和新订单，分别贡献 0.28pct 和 0.09pct，配送和就业构成小幅拖累（-0.08pct 和 -0.06pct）。**

本月产需缺口继续高位扩张。从相对变化看，本月 PMI“产需差”继续扩大：一方面生产显著改善（+1.1pct），另一方面新订单小幅企稳（+0.3pct），“产需差”高位扩张 0.8pct 至 2.3pct。从绝对水平看，生产指数位于扩张区间（51.3），但三大需求指标均位于收缩区间：新订单、新出口订单企稳，分别为 49（+0.3pct）、47.2（+1.4pct）；在手订单低位萎缩（-0.2pct 至 43.7）或与生产提速有关。

库存/价格与“产需差扩大+节前备货”逻辑相吻合。库存方面，产成品库存与原材料库存走势背离。一方面，产成品库存结束连续 3 个月的下滑，显著提升 1.6pct 至 49.4，主要原因包括企业节前主动备货，以及销售不畅。另一方面，原材料继续小幅回落，下降 0.1pct 至 47.6，与生产提速有直接关系，但也指向企业预期不强，抑制其原材料补库意愿。与此同时，价格指标双双走弱。原材料价格继续下滑，投入品价格指标下跌 1.1pct 至 50.4；供需失衡加剧也拖累出厂价格在收缩区间继续下降（-0.7pct 至 47.0）。需要提示的是，投入品价格扩张而产成品收缩，意味着中下游企业利润可能受到影响，压制未来生产意愿。供应链方面，配送时效进一步上升（+0.5pct 至 50.8），在冬季天气影响下指向实际物流需求出现下滑。

上述因素影响下，制造业预期大幅回落。预期方面，产需缺口加大叠加企业利润持续承压，制造业预期环比大幅回落（-1.9pct 至 54），位于近 12 个月次低水平。就业方面，从业人员指数下降 0.3pct 至 47.6，为过去 14 个月新低，一定程度受到岁末年初离职高峰的季节性扰动。此外，不同规模企业 PMI 分化延续，规模越大企业韧性越强。“大小企业差”进一步扩张 0.5pct 至 3.2pct。从新订单指标观察，大型企业逆势上升（+1.3pct 至 51.5），中型（-1.1pct）和小型（-0.1pct）企业均有所走弱且均位于收缩区间。

◆ 非制造业

1 月非制造业 PMI 韧性仍存，环比逆季节性回升 0.3pct 至 50.7，明显好于近三年同期水平（剔除 2023 年，平均 -1.4pct）。从结构上看，服务业是非制造业 PMI 韧性的主要来源；建筑业在节前淡季明显回落，但仍位于较好水平。

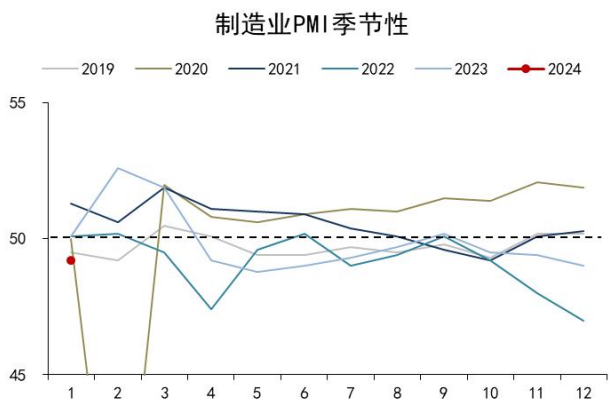
本月服务业 PMI 显著改善，修复至扩张区间（环比增加 0.8pct 至 50.1）。需要注意的是，服务业内部分化依然明显：生产性服务业景气度基本稳定（-0.2pct 至 52.1），但节前出行及消费需求带动消费性服务业连续两个月反弹（本月 +1.1pct 至 50.7）。

建筑业 PMI 大幅回落，但仍维持较好水平。建筑业 PMI 环比大幅下降 3pct 至 53.9，而近三年同期平均上升 0.13pct。具体来看，建筑业的拖累主要来自土木工程建筑业，环比回落 10.1pct 至 51.9，受季节性因素主导（近三年同期平均下降 10.8pct）；支撑主要来自建筑安装装饰及其它建筑业（环比上升 10.8pct 至 60.9）；房屋建筑业再度走弱（环比下降 2.3pct 至 53）。

从分项指标看，有三方面值得关注：**一是小型企业景气度显著回落。**当月大、中、小型非制造业企业 PMI 环比分别 +1.7pct、+1.5pct 和 -3.5pct。这与小型企业利润（-3.8pct）和新订单（-4.9pct）显著弱化有

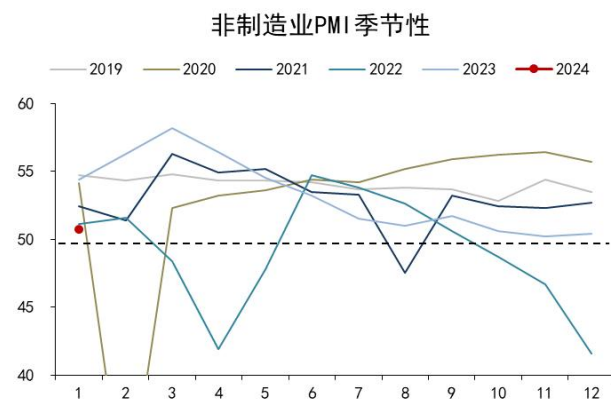
关，而大型和中型企业两项指标均为正增长。二是非制造业企业利润总体企稳。尽管当月投入品价格指标未变而收费价格下滑（-0.4pct），但企业利润仍边际企稳（+0.1pct）。三是就业基本稳定。非制造业就业边际恶化（-0.1pct至47），主要由建筑业拖累（-1.6pct至50.1），服务业起到稳定器作用（+0.1pct至46.4）。

图2: 制造业 PMI 的季节性



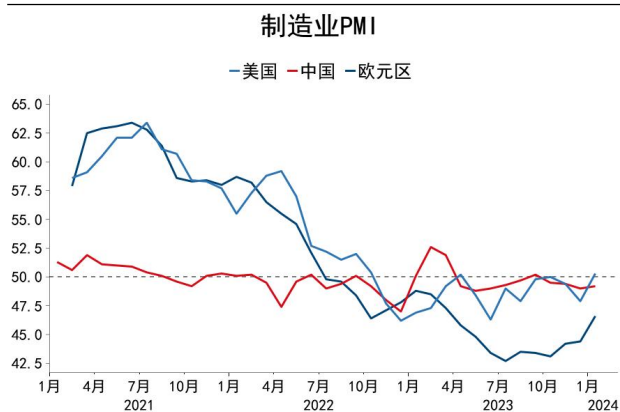
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



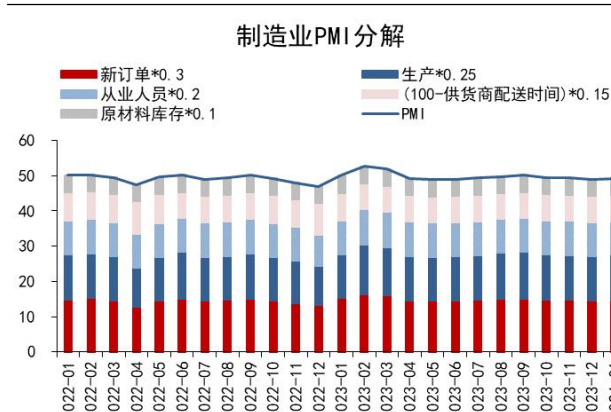
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 主要经济体制造业 PMI



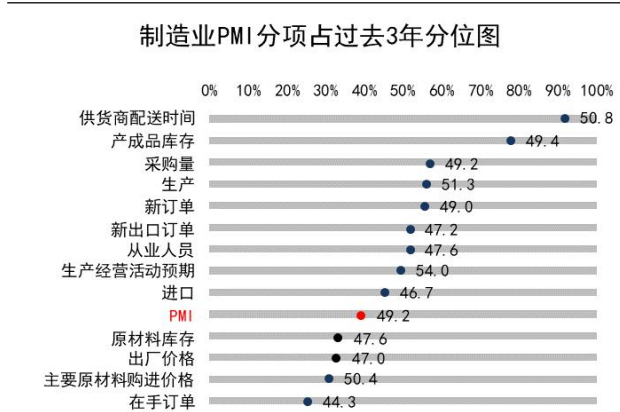
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



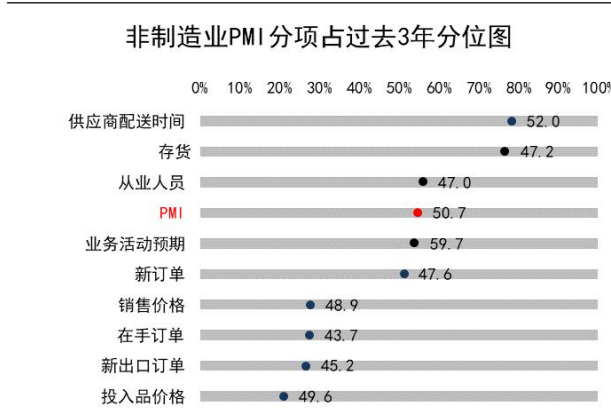
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



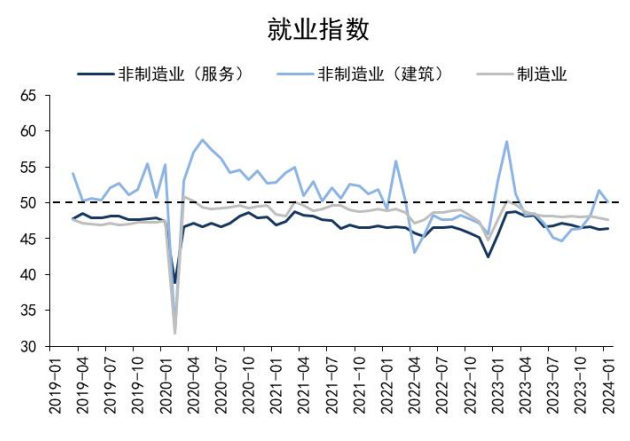
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



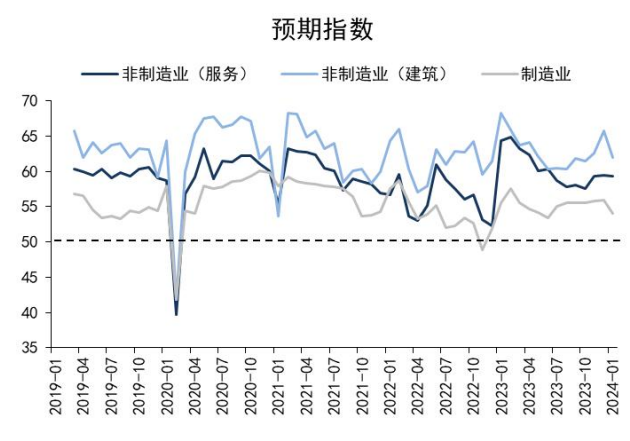
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 服务业成为就业稳定器



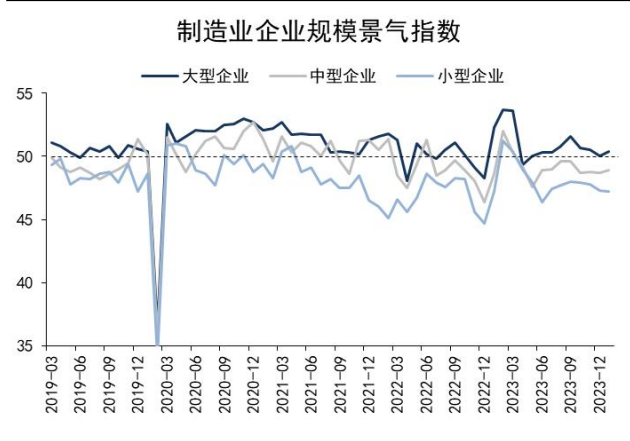
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 服务业预期相对稳健



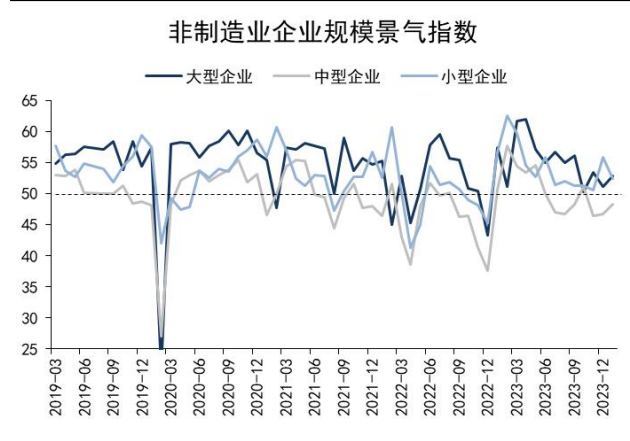
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 大中型制造业企业景气度改善



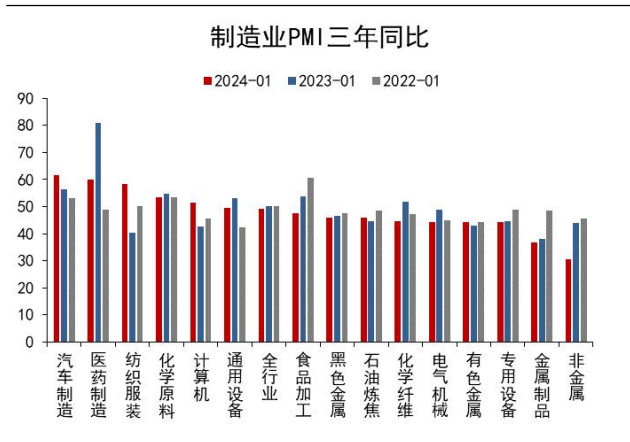
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 大中型非制造业企业景气度改善



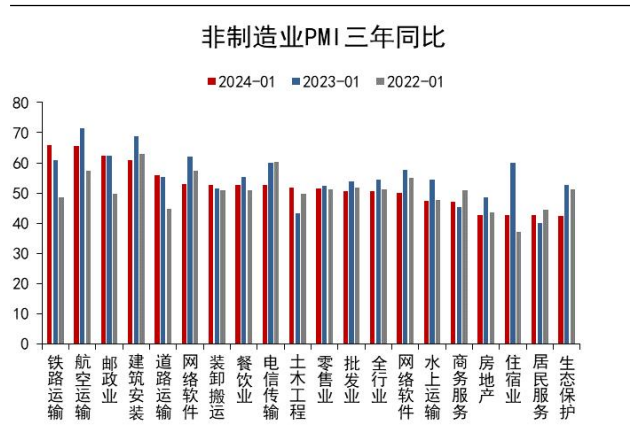
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《央行 2 月降准解读-降准的“预期内”与“预期外”》——2024-01-24

《青年失业率统计口径调整快评-如何理解青年失业率统计口径调整？》——2024-01-18

《宏观经济数据前瞻-2023 年 12 月宏观经济指标预期一览》——2024-01-02

《12 月 PMI 数据解读-建筑带动非制造业景气回升》——2023-12-31

《2023 年 11 月财政数据快评-收入继续回暖，支出增速收窄》——2023-12-17

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032