

# 1月PMI传递积极信号

## ——对1月PMI和高频数据的思考及未来经济展望

专题内容摘要

### 核心观点：

1月PMI综合指数较上月回升0.2个百分点，回升幅度好于可比的历史平均水平0.4个百分点。从结构上来看，多数分项指数均有超季节性的表现。1月实体相关高频数据总体向好，人口流动环比回升，多数工业行业表现有所好转，地产市场继续边际改善，基建相关的高频指标也保持平稳。结合1月PMI与高频数据表现，我们认为，1月工业生产大概率也有望环比回升。展望未来，我们维持对中国经济或在2024年上半年重回复苏轨道的判断。

### ► 1月PMI超季节性反弹

1月PMI指数为49.2%，较上月回升0.2个百分点。相较2013-2019年间春节在2月的可比年份，1月PMI指数平均较上月回落0.2个百分点；今年1月PMI指数的回升明显好于季节性。从结构上来看，多数分项指数均有超季节性的表现。其中，需求与生产的分项指数双双超季节性明显反弹，分别较上月回升0.3、1.1个百分点，企业表现出一定的补库存特征，原材料价格虽受到原油价格影响仍然承压，但产成品价格的表现仍好于季节性。

### ► 实体相关高频数据总体向好

1月实体相关高频指标亮点较多：多数工业行业表现都有所改善，包括钢铁、全钢胎、半钢胎的生产、纺织及PTA行业的开工率均出现回升，其较2019年同期的复合平均增速分别较上月上升3.6、1.0、3.0、1.7、2.3个百分点；地产市场也继续表现出一些边际改善的迹象，30城新房销售面积较2019年同期的复合平均增速较上月回升0.7个百分点；人口流动环比回升，利好线下消费。此外，基建相关的高频指标也保持平稳。

### ► 如何展望1月经济数据？

1月PMI指数超季节性回升，回升幅度好于可比的历史平均水平0.4个百分点。历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度为0.73）。结合近期实体经济高频数据改善的情况，我们认为，1月工业生产乃至总体经济大概率也有望环比回升。

### ► 展望未来，我们维持经济将在一季度或二季度复苏的预测

中期来看，我们认为在2024年1季度或者2季度，GDP环比增速或将重新回到1.1%-1.2%上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏。一方面，从近两个月的数据来看，企业资本支出扩张、工业企业利润增长、收入和消费回升或正在一定程度上形成正向循环。另一方面，近期稳增长政策持续推出，为经济企稳保驾护航。1月24日央行宣布降准和结构性降息传递了强烈的稳增长信号，地产等领域的稳增长政策也在持续推出并加大力度。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，地缘政治关系恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

### 作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：方诗超

执业证书编号：S0590523030001

邮箱：fangshch@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《外需或被出口数据低估：——对12月外贸数据的思考与展望》2024.01.14
- 2、《美国经济有哪些可能长大的丑小鸭？：——海外宏观周专题》2024.01.14

## 正文目录

1.	1月 PMI 超季节性反弹	3
1.1	PMI 综合指数环比回升	3
1.2	多数分项指数有超季节性表现	4
2.	实体相关高频指标总体向好	9
2.1	人口流动明显回升	9
2.2	多数工业行业有所改善	9
2.3	基建相关指标保持平稳	11
2.4	地产市场边际改善	12
2.5	航运价格指数表现分化	13
3.	未来经济展望	14
3.1	1月工业生产有望环比回升	14
3.2	维持经济将在上半年复苏的判断	14
4.	风险提示	15

## 图表目录

图表 1:	实体经济重要指标 (基准预测)	3
图表 2:	中国 PMI 综合指数	3
图表 3:	可比年份各月 PMI 指数	4
图表 4:	PMI 综合指数变动	4
图表 5:	多数分项指数均有超季节性表现	5
图表 6:	PMI 新订单和生产子指数	5
图表 7:	PMI 新出口订单和进口子指数	5
图表 8:	新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比	6
图表 9:	进口指数较上月变动 vs 进口环比	6
图表 10:	PMI 产成品和原材料价格子指数	7
图表 11:	国际大宗原材料价格指数	7
图表 12:	中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2010-2019)	7
图表 13:	中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2021-2023)	7
图表 14:	PMI 产成品和原材料库存	8
图表 15:	19 城地铁客运量	9
图表 16:	重点企业粗钢日均产量	10
图表 17:	汽车轮胎开工率 (全钢胎)	10
图表 18:	汽车轮胎开工率 (半钢胎)	10
图表 19:	PTA 开工率	11
图表 20:	江浙地区涤纶长丝开工率	11
图表 21:	石油沥青装置开工率	12
图表 22:	100 大中城市成交土地溢价率	12
图表 23:	30 大中城市商品房成交面积 (当周值)	12
图表 24:	中国出口集装箱运价指数	13
图表 25:	国际干散货运价指数	13
图表 26:	PMI 较上月变动 vs 工业增加值环比	14
图表 27:	PMI 与荣枯线距离 vs 工业增加值环比	14

图表1：实体经济重要指标（基准预测）

指标 (%)	1-2月	3月	4月	5月	6月
GDP	/	4.2	/	/	5.0
固定资产投资	0.9	0.9	3.4	3.2	-0.2
地产投资	-15.2	-17.0	-11.3	-8.3	-6.7
制造业投资	11.5	8.3	8.5	7.4	0.3
基建投资	4.1	4.0	6.2	4.6	2.5
社零	12.1	9.6	8.5	8.8	7.5
出口	1.0	-6.2	-3.0	5.8	6.5

资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1. 1月PMI超季节性反弹

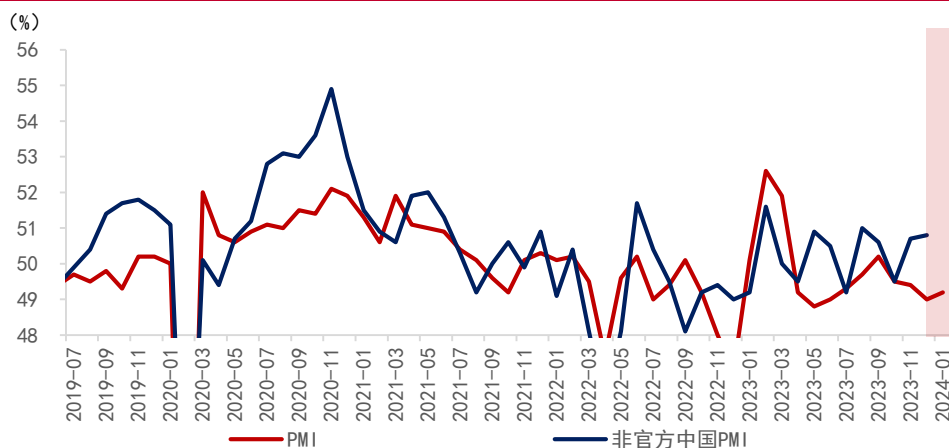
1月PMI指数环比回升0.2个百分点，基本符合市场预期。相较2013-2019年间春节在2月的可比年份，1月PMI指数平均较上月回落0.2个百分点，今年1月PMI指数的回升明显好于季节性。

从结构上来看，多数分项指数均有超季节性的表现。主要分项指数中，需求与生产的分项指数双双超季节性明显反弹，企业表现出一定的补库存特征，原材料价格虽受到原油价格影响仍然承压，但产成品价格的表现仍好于季节性

### 1.1 PMI综合指数环比回升

1月PMI综合指数为49.2%，较上月（49.0%）回升0.2个百分点，符合市场的一致预期（49.2%）。

图表2：中国PMI综合指数



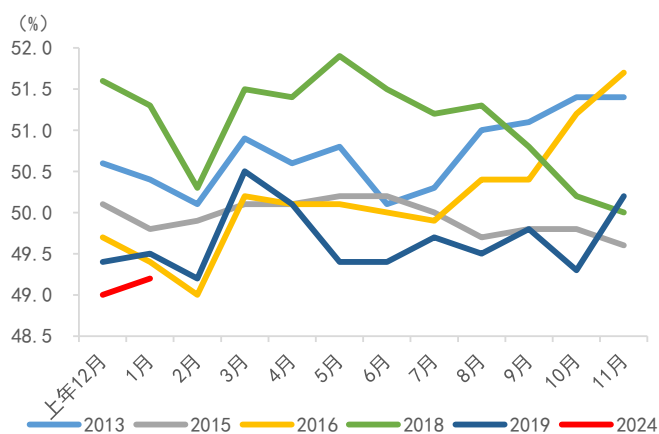
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1月PMI指数表现出超季节性的回升。

考虑到PMI在1-2月的季节性规律会受春节的扰动，我们选择2013-2019年间春节和今年一样在2月的年份<sup>1</sup>，计算PMI的季节性规律。我们发现，在历史可比年份，1月PMI指数平均较上月回落0.2个百分点；而今年1月，PMI回升0.2个百分点，表现明显好于季节性。

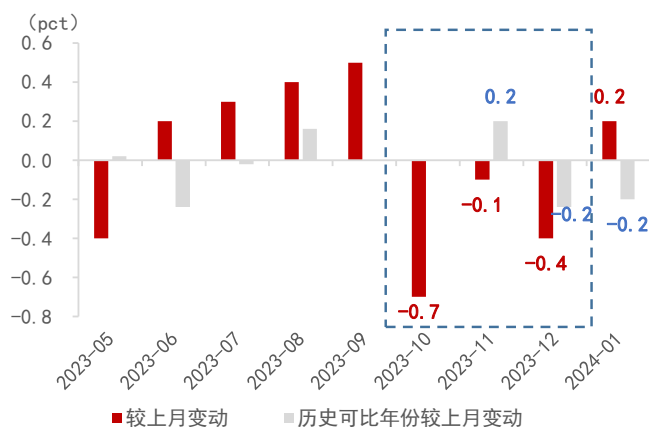
四季度以来，PMI较上月的变动一直弱于季节性（图表4），1月PMI的超季节性回升可能意味着，经济的二次探底是否已经结束需要密切关注。

图表3：可比年份各月PMI指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：PMI综合指数变动



资料来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2 多数分项指数有超季节性表现

多数分项指数均有超季节性的表现。从主要分项指数来看，需求与生产的分项指数双双超季节性明显反弹，企业表现出一定的补库存特征，原材料价格虽受到原油价格影响仍然承压，但产成品价格的表现仍好于季节性

<sup>1</sup> 2013、2015、2016、2018、2019的春节均在公历2月

图表5：多数分项指数均有超季节性表现



资料来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2.1 供需双双超季节性反弹

**需求指数超季节性回升。**1月新订单子指数为49.0%，较上月上升0.3个百分点。观察季节性规律，历史可比年份平均较上月下降0.3个百分点（简称“往年变动”，下同）。1月需求指数的表现强于季节性规律。

其中，新出口订单指数为47.2%，环比反弹1.4个百分点；而与内需更相关的进口子指数为46.7%，环比上升0.3个百分点；说明内外需可能都有所改善。

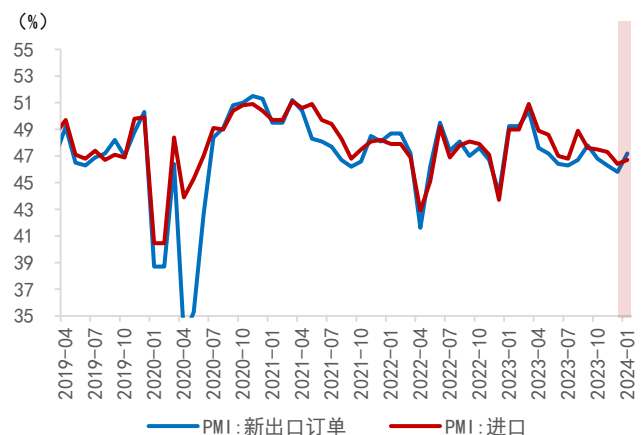
当然，需要注意的是，出口规模与出口子指数、进口规模与进口子指数在历史上相关性有限，需谨慎参考。其中的一个原因是，PMI指数给予大小企业的权重相同，但是大小企业的外贸情况可能存在分化，这就导致进出口规模的变化与PMI指数的变动时常并不一致。

图表6：PMI新订单和生产子指数



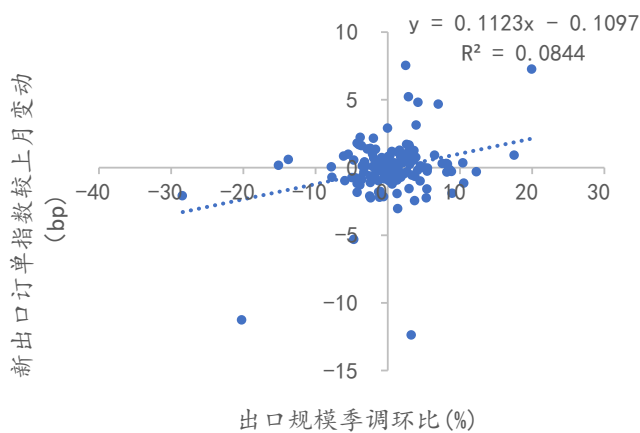
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表7：PMI新出口订单和进口子指数



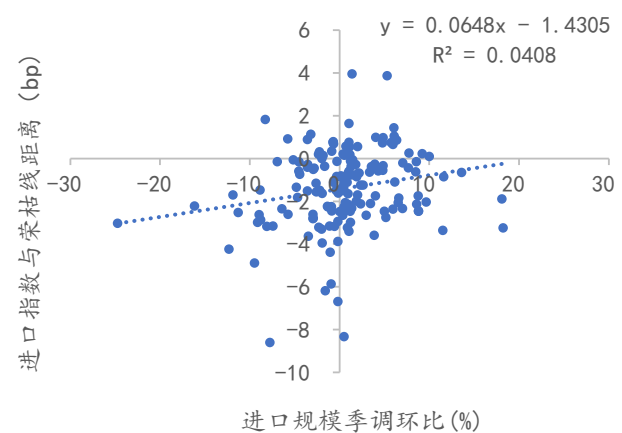
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表8: 新出口订单指数较上月变动 vs 出口环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2023.11

图表9: 进口指数较上月变动 vs 进口环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所; 注: 时间范围为 2011.1-2023.12

**供给相关的分项指数大幅反弹。**1月生产子指数为49.0%，较上月上升1.1个百分点，好于往年变动（-0.5pct）1.6个百分点。

从绝对值上看，生产子指数（51.3%）明显高于订单指数（49.0%），似乎表明库存有被动累积的压力而需求仍然显著偏弱。然而，我们注意到PMI生产指数在过去很多年一直高于订单指数，可能主要与统计方面的因素有关。

### 1.2.2 原材料价格仍承压，产成品价格回落但表现好于季节性

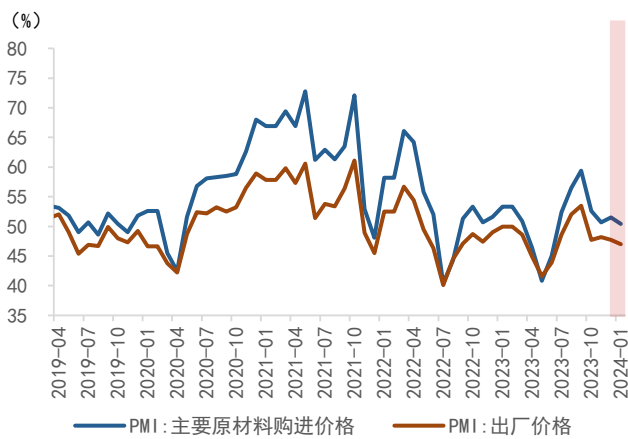
自12月底以来，国际大宗原材料价格指数受原油价格影响而大幅下滑，直至1月中旬才有所回升。1月原材料、产成品价格相关指数也都有所调整。

其中，1月原材料购进价格子指数为50.4%，较上月回落1.1个百分点。

产成品价格也有所回落，但表现好于季节性规律。1月产成品价格子指数为47.0%（前值47.7%），环比回落0.7个百分点。但考虑到产成品价格指数往年平均环比回落2.1个百分点，1月出厂价格的表现还是明显好于季节性。由此，我们认为，1月工业品价格可能仍有一定压力。



图表10: PMI 产成品和原材料价格指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

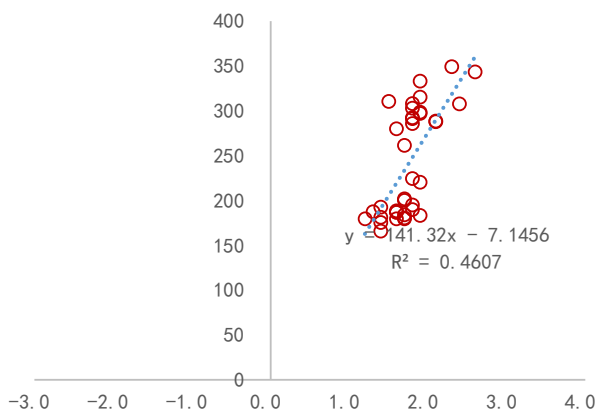
图表11: 国际大宗原材料价格指数



资料来源: Wind, 国联证券研究所

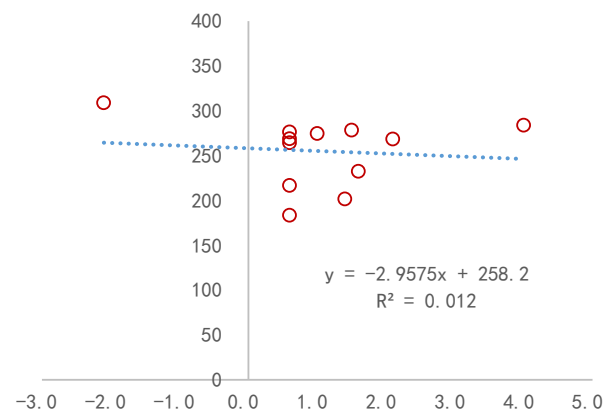
不过需要注意的是,我们认为,原材料价格的回落并不见得说明中国经济不景气。2021年以来,中国经济中地产投资的比重已经逐步降低,其对大宗原材料的价格的影响也明显下降(《中国经济的新周期和新特征——2024年宏观展望》)。相反,偏低的原材料价格反而有利于以中游制造业为主的中国企业利润的回升。

图表12: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2010-2019)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 中国 GDP 环比与 RJ/CRB 季平均 (2021-2023)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

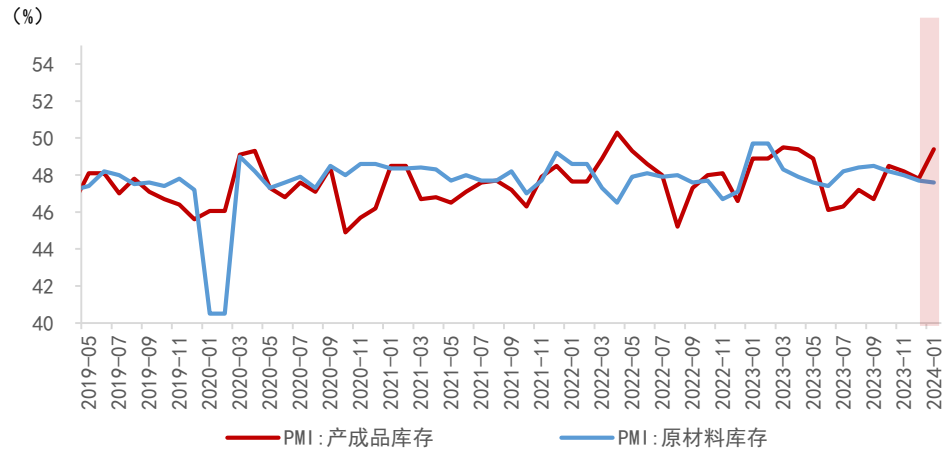
### 1.2.3 存货情况有所改善

从库存相关的指标来看,制造业企业出现了一些补库存的迹象。

1月原材料库存子指数为47.6%,与上月基本持平(前值47.7%),弱于往年变动(+0.7pct),可能部分与近期国际原材料价格低位震荡,影响厂商购入原材料的积极性有关。

1月产成品库存子指数为49.4%，较上月反弹1.6个百分点(往年变动-0.6pct)，表现出一定的补库存特征。

**图表14：PMI 产成品和原材料库存**



资料来源：Wind，国联证券研究所



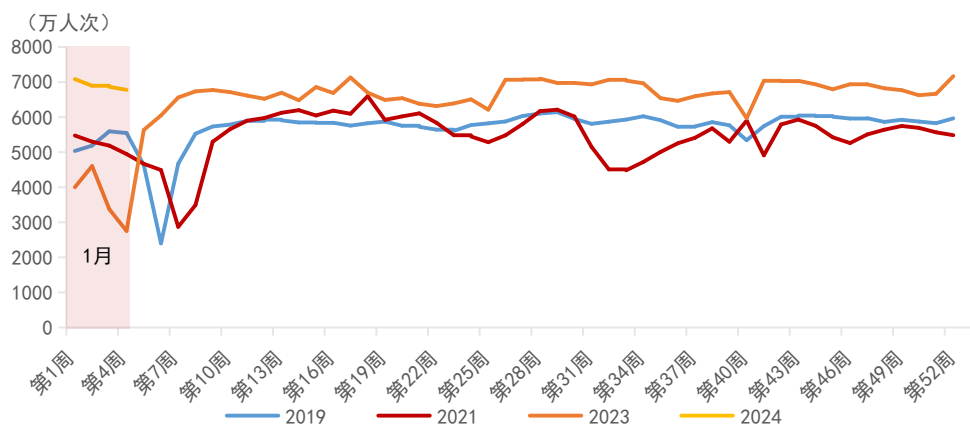
## 2. 实体相关高频指标总体向好

1月实体相关高频指标总体向好，亮点较多。其中，人口流动环比回升，多数工业行业表现都有所改善，包括钢铁以及轮胎的生产、纺织行业、PTA行业，地产市场也继续表现出一些边际改善的迹象。

### 2.1 人口流动明显回升

人口流动环比回升，利好线下消费。从19大中城市的地铁客运量来看，1月地铁客流与2019年同期水平相比复合平均增长5.3%，较12月与2019年同期水平相比的复合平均增速（3.4%）有所回升。这可能与寒潮在12月中旬的冲击过去有关，有望支撑1月线下餐饮服务消费以及出行相关的商品消费。

图表15：19城地铁客运量



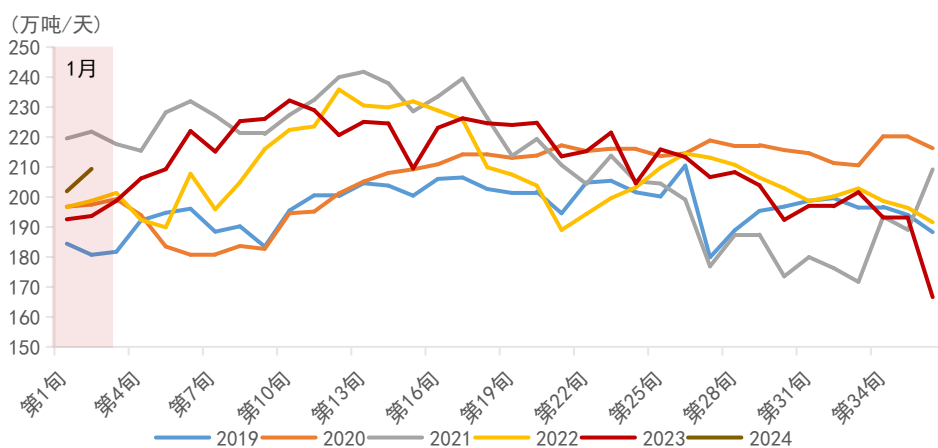
资料来源：Wind，国联证券研究所

### 2.2 多数工业行业有所改善

工业行业中多数行业都有所修复。其中，钢铁生产稍有回升，钢胎生产普遍好转，纺织行业、PTA生产也都有所改善。

钢铁生产稍有回升。相较2019年同期水平，1月中上旬的粗钢产量的复合平均增速为2.4%，相比12月的复合平均增速（-1.2%）稍有回升。

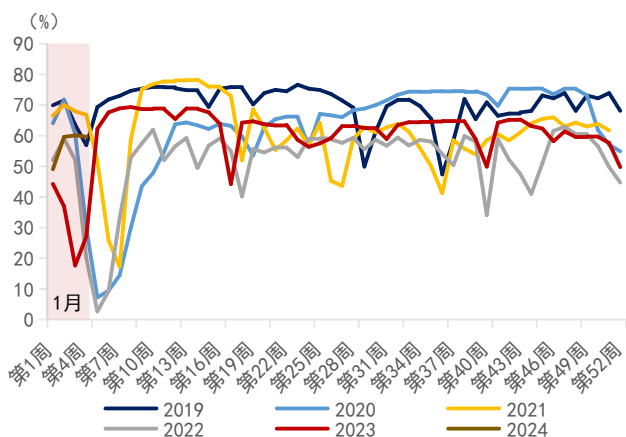
图表16: 重点企业粗钢日均产量



资料来源: Wind, 国联证券研究所

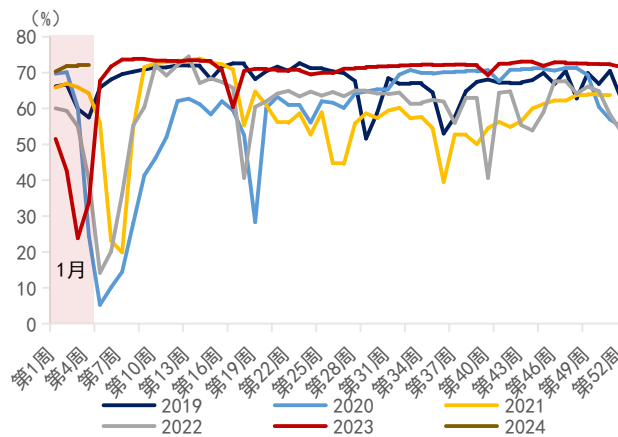
**轮胎生产有所改善。**相较 2019 年同期, 主要应用于轿车的半钢胎开工率继上月的回升后, 1 月复合平均增速进一步上升至 2.7% (前值 1.7%); 而主要应用于货车以及大型客车的全钢胎生产同样也有所改善, 较 2019 年同期的复合平均增速下降 2.7%, 降幅相较上月 (-5.7%) 明显收窄。

图表17: 汽车轮胎开工率 (全钢胎)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

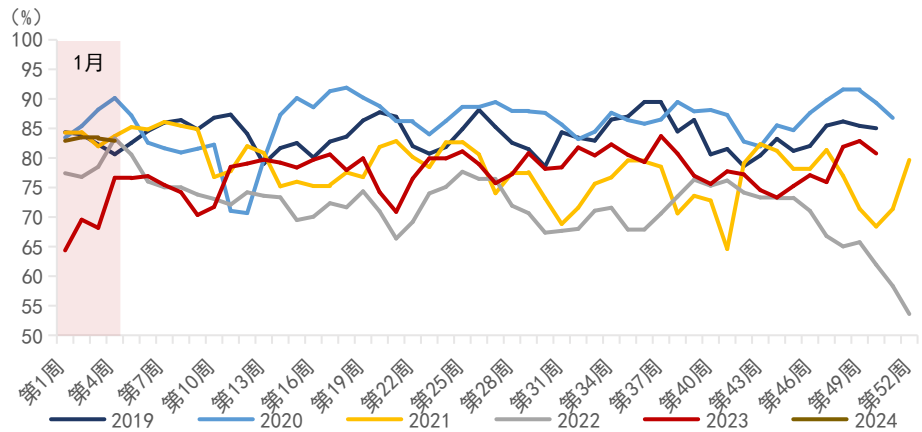
图表18: 汽车轮胎开工率 (半钢胎)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

**PTA 生产有所反弹。**1 月以来, 相较 2019 年同期, PTA 开工率的复合同比增速为 0.8% (前值-1.5%), 较上月出现改善。

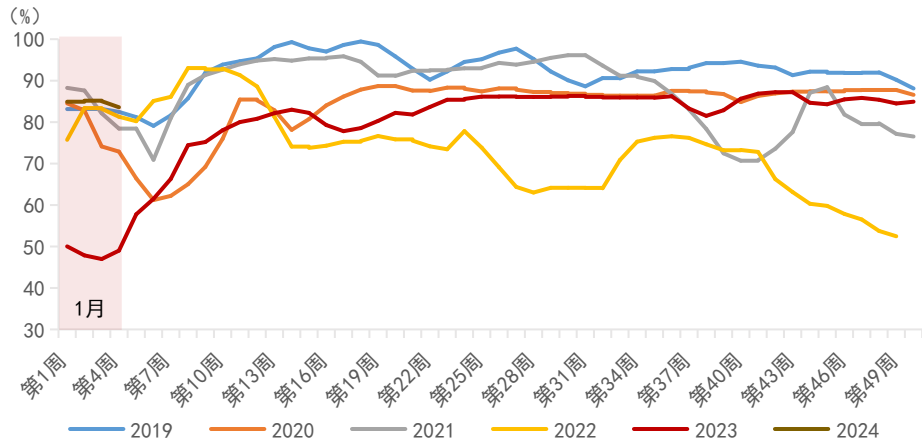
图表19: PTA 开工率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

纺织行业生产进一步改善。继 11、12 月纺织行业开工率持续好转后，1 月江浙涤纶长丝开工率较 2019 年同期的复合平均增速为 0.4%，较上月(-1.3%)明显回升。

图表20: 江浙地区涤纶长丝开工率



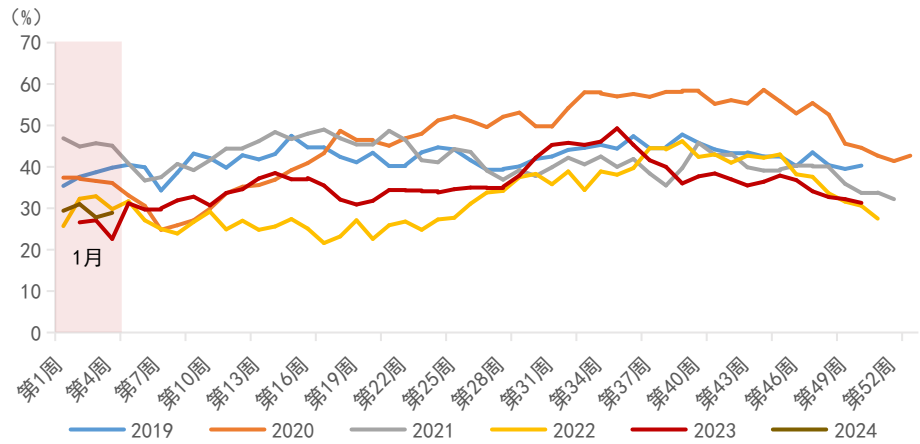
资料来源: Wind, 国联证券研究所

### 2.3 基建相关指标保持平稳

基建相关高频指标保持平稳。相较 2019 年同期，1 月石油沥青装置开工率的复合平均增速为-5.0%（前值-5.5%），与上月基本持平。虽然中央政府加杠杆对基建构成支撑，但是在地方债务整顿背景下一些地方政府投资可能受到约束<sup>2</sup>，或对基建投资构成一定拖累。

<sup>2</sup> [http://bgt.mof.gov.cn/zhuantilanmu/rdwyh/czyw/202311/t20231106\\_3914898.htm](http://bgt.mof.gov.cn/zhuantilanmu/rdwyh/czyw/202311/t20231106_3914898.htm)

图表21：石油沥青装置开工率



资料来源：Wind，国联证券研究所

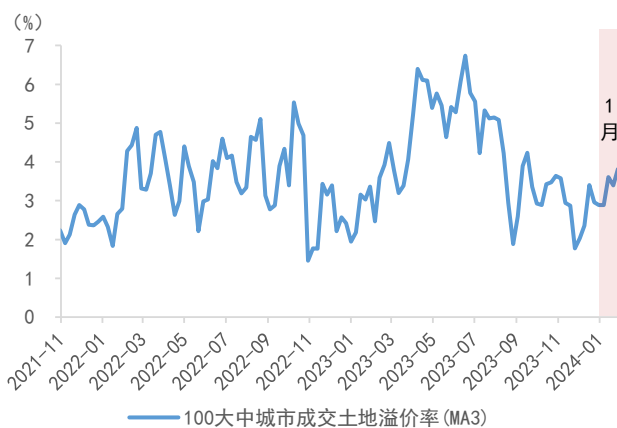
## 2.4 房地产市场边际改善

房地产市场继续出现一些边际改善的迹象。土地市场方面，100大中城市成交土地溢价率平均为3.8%（前值3.0%），较上月进一步回升。

新房销售也有所改善。相较2019年同期水平，1月30大中城市新房销售面积的复合平均增速为-12.1%（前值-12.8%），降幅较上月稍有收窄。

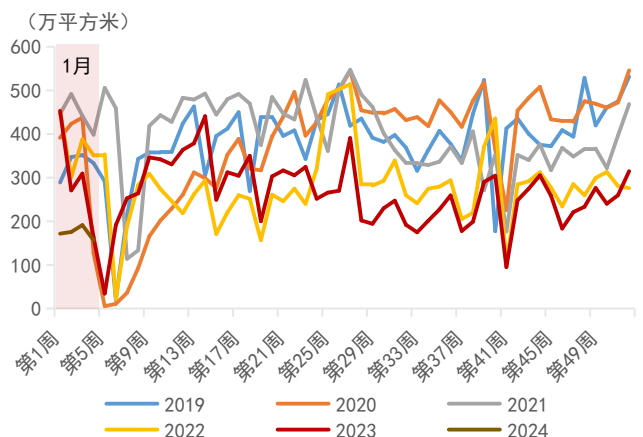
不过，总体而言，地产相关指标的改善幅度仍然非常温和，在地产高库存背景下，其对地产投资的传导尚有待观察。

图表22：100大中城市成交土地溢价率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表23：30大中城市商品房成交面积（当周值）



资料来源：Wind，国联证券研究所

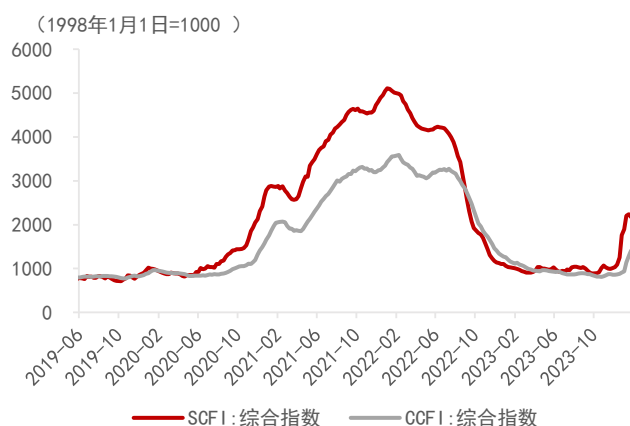
## 2.5 航运价格指数表现分化

出口部门价格数据出现分化。1月上海出口集装箱运价指数大幅上升；国际干散货运价指数则较12月有所回落。

集装箱运价近期的上涨主要受到红海事件的扰动。12月红海事件发生以来，海运集装箱价格明显上涨，尤其是欧洲航线的价格大幅抬升。

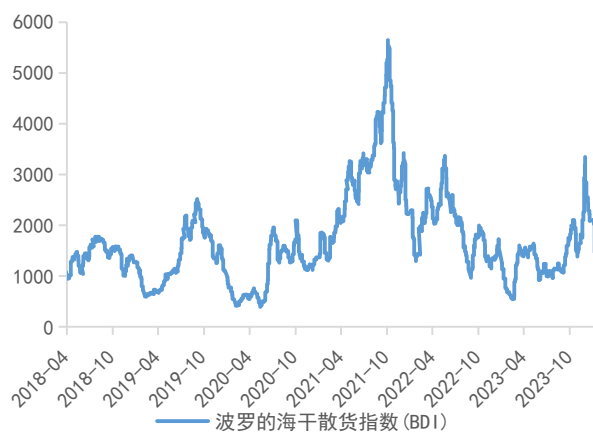
干散货运价有所回落。由于仅有少量干散货运输会途径红海，干散货运输基本不受红海事件影响。1月波罗的海国际干散货运价较上月反而有所回落，说明铁矿石等初级产品、原材料的运输需求可能不是特别强，与PMI原材料价格指数、原材料库存的回落保持一致。

图表24：中国出口集装箱运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表25：国际干散货运价指数



资料来源：Wind，国联证券研究所

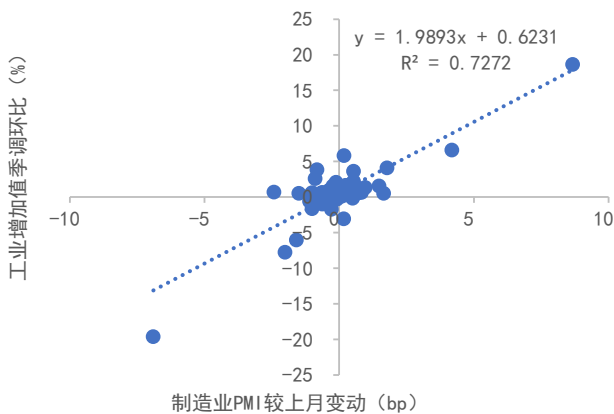
### 3. 未来经济展望

1月PMI指数超季节性回升，叠加一些高频经济数据改善，短期经济或好于市场一致预期。我们认为，中国经济通过供给创造需求，并将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑。展望未来，我们维持对中国经济或在2024年出现复苏，且可能提前于地产企稳出现复苏的判断。

#### 3.1 1月工业生产有望环比回升

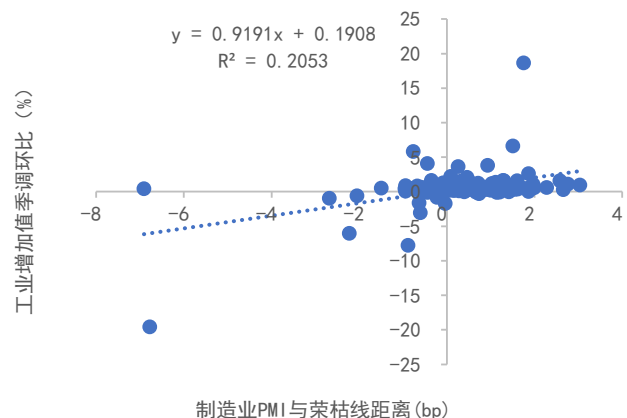
1月PMI指数超季节性回升，回升幅度好于可比的历史平均水平0.4个百分点。历史经验显示，制造业PMI指数的环比变动与工业增加值的环比变动有较高相关性（拟合优度0.73）。这意味着1月工业生产乃至总体经济大概率也有望迎来回升。

图表26: PMI较上月变动 vs 工业增加值环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表27: PMI与荣枯线距离 vs 工业增加值环比



资料来源: Wind, 国联证券研究所

#### 3.2 维持经济将在上半年复苏的判断

中期来看，我们维持2024年1季度或者2季度GDP环比增速将重新回到1.1%-1.2%上方，推动负产出缺口收敛和经济复苏的预测。

一方面，我们认为中国经济将走向复苏的逻辑继续受到数据支撑。从近期的数据来看，12月需求端整体有所回升，各需求分项中仅地产投资仍处于调整之中，但是随着地产占GDP比重明显下降，消费、基建和制造业投资的增长，抵消了地产投资下行的影响。企业资本支出扩张、工业企业利润增长、收入和消费回升可能正在一定程度上形成正向循环。1月份的数据延续了12月以来经济边际改善的趋势。

另外，最近两个月，地产销售的高频数据持续温和改善，我们认为，需要密切关注其对地产投资的传导。如果地产对总需求冲击放缓，经济或有望从二次见底更快地

走向修复。

另一方面，近期稳增长政策持续推出，为经济企稳保驾护航。货币财政政策方面，1月24日央行宣布的降准和结构性降息传递了强烈的稳增长和稳金融的信号。同时，在2023年年底中央政府发行1万亿国债投资基建稳增长之外，我们预计2024年仍将有较大规模特别国债发行。此外，地产等领域的稳增长政策也在持续推出并加大力度。比如，多个高能级城市优化地产限购政策：1月30日，据克而瑞报道<sup>3</sup>，苏州已经全面取消限购；1月30日，上海也宣布在外环以外区域放宽限购要求<sup>4</sup>。

#### 4. 风险提示

经济、政策与预期不一致，地缘政治恶化超预期，外需超预期下行，地产出现系统性风险

<sup>3</sup> <https://news.cctv.com/2024/01/30/ARTIOodGg4j5gslvM8O2sx2u240130.shtml>

<sup>4</sup> <https://finance.ifeng.com/c/8WmoWu2jLWt>



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**北京：**北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼  
**无锡：**江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼  
 电话：0510-85187583

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼  
**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼