

经济低位修复 ——2024年1月PMI数据解读

分析师：张德礼

执业证书编号：S0740523040001

研究助理：游勇

邮箱：youyong@zts.com.cn

相关报告

要点

- 2024年1月，中国官方制造业PMI和非制造业PMI分别为49.2%和50.7%，较2023年12月分别回升0.2个百分点和0.3个百分点。我们认为有以下六点值得关注：
- 第一，1月官方制造业与非制造业的PMI均为2015年以来同期最低值，但环比改善幅度均超季节性。2016-2020年的1月，制造业与非制造业的PMI平均为50.3%和54.4%，环比分别下降0.2和上升0.2个百分点。对比2024年1月和历史同期，从绝对值看，官方PMI明显低于历史同期，创2015年以来的同期最低值，显示经济的内生动能仍偏弱；不过从环比角度看，本月制造业与非制造业的PMI环比略超季节性，经济低位修复。
- 第二，制造业PMI连续第4个月低于荣枯线，延续生产强于需求的特征。2023年10月以来，制造业PMI持续低于荣枯线。主要分项指数中，2024年1月制造业PMI生产指数、新订单指数分别为51.3%和49.0%，环比分别回升1.1和0.3个百分点。生产指数与新订单指数之差连续第4个月扩大，差值也是2023年2月以来的最高值，供过于求的格局延续。
- 第三，本月新出口订单指数回升，可能源于海外补库。2024年1月，制造业PMI新出口订单指数为47.2%，虽然低于2016-2020年的历史同期水平（平均为48.5%），但环比回升1.7个百分点，改善幅度不仅高于历史同期（-0.8%），还是2023年2月以来环比改善幅度最大的。
- 出口新订单指数回升，可能和海外补库有关。我们在《从居民消费品出口改善看海外库存周期》中指出，海外低库存可能带动自中国相关产品的进口，中国的居民消费品出口已经连续2个月改善。海外低库存、叠加价格回升，2024年中国出口表现预计好于2023年。
- 第四，本月制造业企业再度补库，但产成品价格回落，后续库存表现仍待观察。2024年1月，制造业PMI的采购量指数、进口指数环比分别上升0.2和0.3个百分点，但原材料库存指数环比下降0.1个百分点，产成品库存指数大幅上升1.6个百分点。结合生产和两个新订单指数，制造业企业呈现“主动补库”的特征。这和2023年12月工业企业财务数据所显示的一致，工业企业营收同比和产成品库存同比均回升。
- 但正如我们一直所强调，需求偏弱、预期不稳定导致疫后库存周期紊乱。2024年1月，在产成品库存指数上升的同时，原材料购进价格指数与产成品价格指数环比分别回落1.1和0.7个百分点。价格指标所释放的信号是，需求恢复的基础仍不稳固，工业企业在库存周期所处的位置可能还会有波动。
- 第五，分行业来看，本月制造业中，下游消费品行业明显改善，原材料行业偏弱。2024年1月，高技术制造业、装备制造业和消费品行业的PMI分别为51.1%、50.1%和50.1%，都位于荣枯线上，环比分别提高0.8个百分点、下降0.1个百分点和提高0.7个百分点。下游消费品行业的改善可能和出口有关，本月消费品行业PMI新订单指数，高于消费品行业的PMI，需求呈现修复之势。
- 2024年1月，原材料行业PMI为47.6%，这与能化产业链和基建相关原材

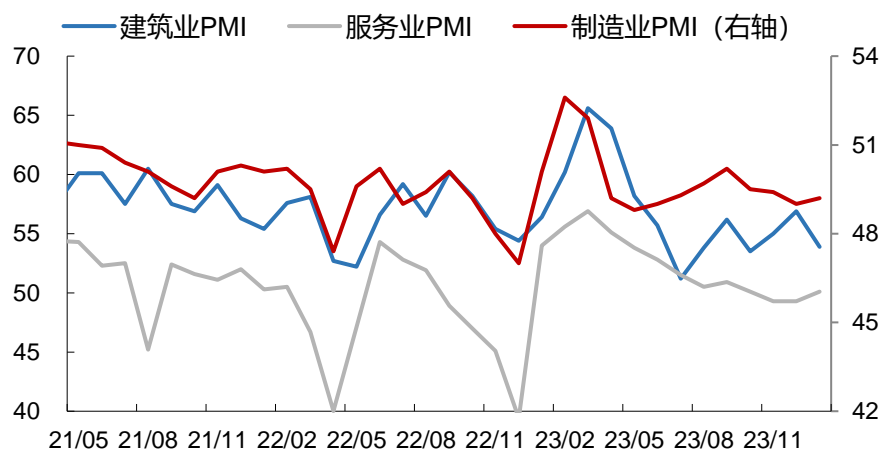
料行业偏弱有关。国家统计局表示“化学原料及化学制品、化学纤维及橡胶塑料制品和非金属矿物制品等行业企业生产活动放缓”、“高耗能行业新订单指数为 47.0%，继续位于临界点以下，市场需求仍显不足”。高频数据显示，1 月石油沥青开工率平均为 29.3%，近 5 年来仅高于 2023 年同期，固定资产投资实物工作量形成偏慢，拖累了原材料行业的需求。

- **第六，非制造业中，建筑业商务活动指数明显回落，服务业商务活动指数回升至荣枯线上。**2024 年 1 月，建筑业与服务业的商务活动指数分别为 53.9% 和 50.1%，环比分别回落 3.0 个百分点、提高 0.8 个百分点。建筑业商务活动指数回落 3.0 个百分点，降幅不仅远超季节性（2016-2020 年同期环比均值为-0.7%），还是近半年来的最大降幅。
- **建筑业景气度明显回落，可能源于基建实物工作量形成偏慢。**2024 年 1 月，石油沥青开工率回落，制造业 PMI 中原材料表现偏弱，都可同步印证。目前省级层面的两会都已开幕，预计在“三大工程”和万亿国债对接项目的支撑下，春节后基建的实物工作量将加快形成。
- **寒潮退去叠加节日效应，服务业回升到荣枯线上。**2023 年 12 月服务业受到寒潮冲击，寒潮影响消退，叠加节前返乡等因素，2024 年 1 月服务业延续恢复。分行业来看，和出行相关的交运、餐饮等行业恢复明显；资本市场服务、房地产等行业景气度仍偏低，稳市场和稳地产的政策有望继续出台。
- **总的来说，2024 年 1 月官方 PMI 数据显示，中国经济呈低位修复之势，制造业企业“主动补库”，服务业 PMI 回升到荣枯线上。**出口和服务业边际好转，是经济修复的主要支撑，但从原材料行业 PMI 走势低迷来看，以基建为代表的固定资产投资实物工作量形成偏慢。目前省级两会都已开幕，预计各地将逐步落实政策，推动经济进一步恢复。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图表目录

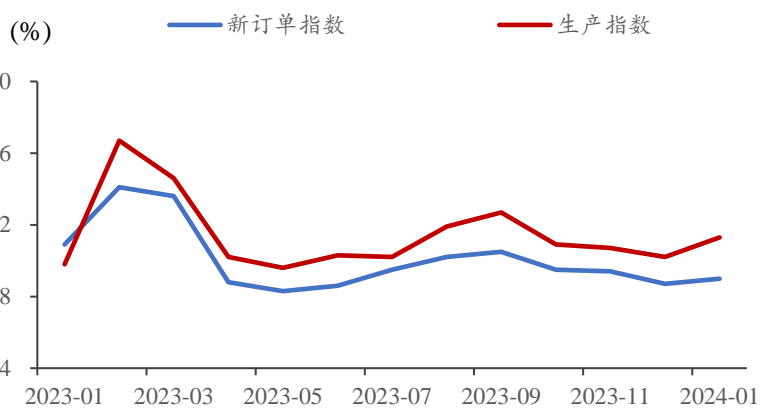
图表 1: 制造业、建筑业与服务业的官方 PMI 走势.....	- 4 -
图表 2: 2024 年 1 月, 制造业 PMI 生产指数继续强于新订单指数.....	- 4 -
图表 3: 不同制造业子行业的 PMI 走势.....	- 5 -

图表 1: 制造业、建筑业与服务业的官方 PMI 走势



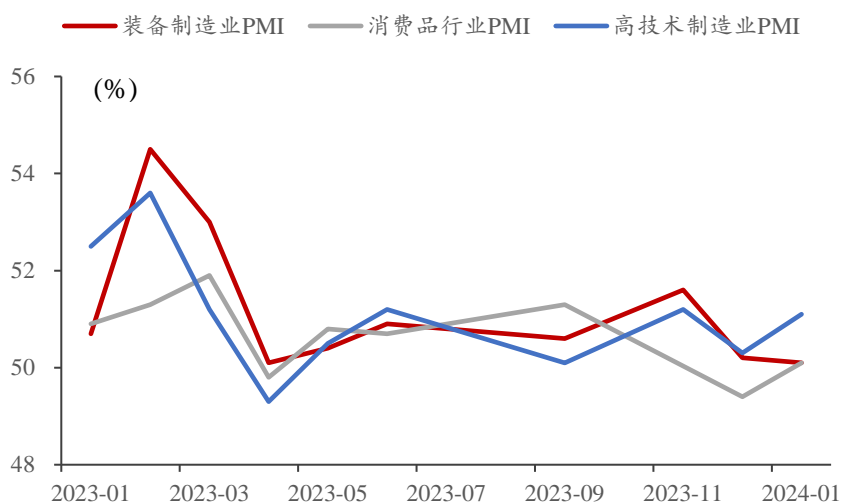
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 2024 年 1 月, 制造业 PMI 生产指数继续强于新订单指数



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 不同制造业子行业的 PMI 走势



来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。