

宏观

生产快于需求，经济动能偏弱

——2024年1月PMI点评

2024年2月1日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

核心观点：

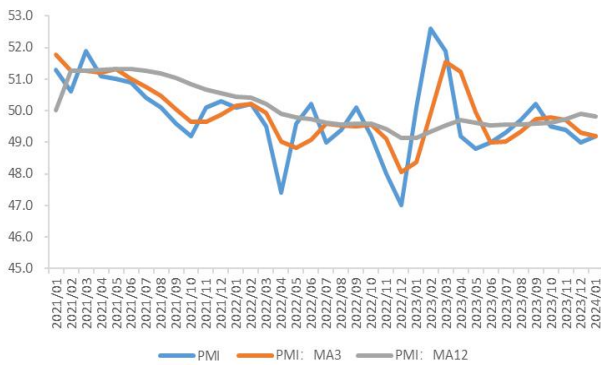
- **1月制造业及非制造业景气度弱回升。**1月制造业PMI为49.2%（前值49.0%）。非制造业商务活动指数为50.7%（前值50.4%），扩张加快。非制造业中，服务业商务活动指数为50.1%（前值49.3%），由收缩转为扩张；建筑业商务活动指数为53.9%（前值56.9%），受冬季低温天气及春节假日临近等因素影响，建筑业进入施工淡季。
- **需求有所回升，生产扩张更快，库存加速积累，经济动能减弱。**受政策驱动及节假日带动，1月新订单指数微幅回升至49.0%（前值48.7%）。新出口订单指数为47.2%（前值45.8%）。1月生产指数为51.3%（前值50.2%），升至近4个月以来的高点。生产相对于新订单和在手订单均快速回升，并带动产成品库存回升。从12MMA看，新订单指数自去年三季度以来首次回落，需求对于生产的拖累或将逐步体现在同比数据上。从历史PMI看，生产回落往往滞后于新订单回落1-2个月。1月产成品库存指数大幅回升至49.4%（前值47.8%），处于较高水平。经济动能指数（新订单-产成品库存）回落至-0.4%。
- **出厂价与购进价均回落，价差略恢复。**1月主要原材料购进价格指数为50.4%（前值51.5%），出厂价格指数47.0%（前值47.7%）。1月价格上涨的品种主要是原油和有色；下跌品种主要是非金属建材、煤焦钢矿等。国内优势工业品价格回落和生产快于需求有关。1月出厂和购进价差为-3.4%（前值-3.8%），略有回暖，中下游企业利润整体仍在恢复。
- **制造及建筑企业信心有所回落，服务企业信心平稳。**1月制造业生产经营活动预期指数为54.0%（前值55.9%），采购相对于生产回落，相对于原材料库存回升。制造业预期回落有利于生产端进入调整。建筑业、服务业生产经营活动预期指数分别为61.9%（前值65.7%）、59.3%（前值59.4%）。
- **市场启示：经济，中期内债券收益率将进一步回落。**1月下旬，各期限国债收益率快速走低，尤其是长端表现更为强势。债券收益率下行的推力，一是资金面由紧平衡走向平衡；二是市场提前交易降息预期。从过去两年的经验看，LPR和MLF利率下行次序可能不同，但影响的是收益率下行的节奏而非方向；三是股市下跌；四是经济基本面再度走弱。1月，30大中城市商品房销售面积跌幅扩大，石油沥青装置开工率、主要螺纹钢钢厂开工率走低。1月PMI数据显示，需求边际有所回升，生产扩张更快，库存加速积累，经济动能减弱，价格再度回落。中期看，需求回升仍需政策进一步推动，生产端调整偏慢，债券收益率或进一步回落。
- **风险提示：**资本市场支持力度加大；稳增长政策超预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

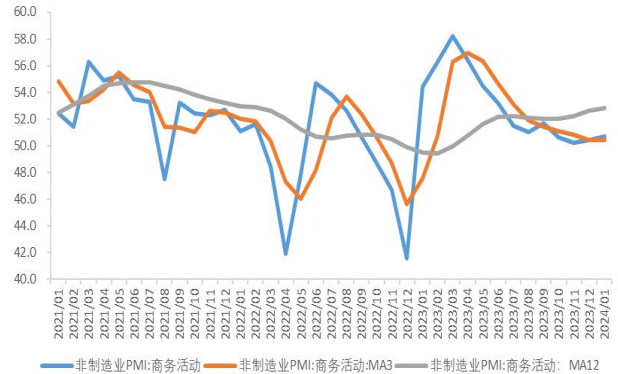
1

图 1：制造业 PMI (%)



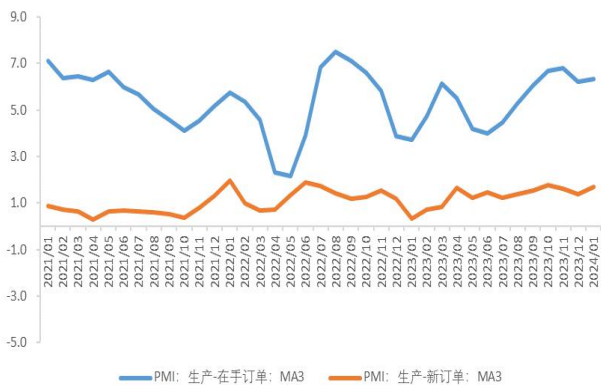
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 3：生产-新订单、生产-在手订单 (%)



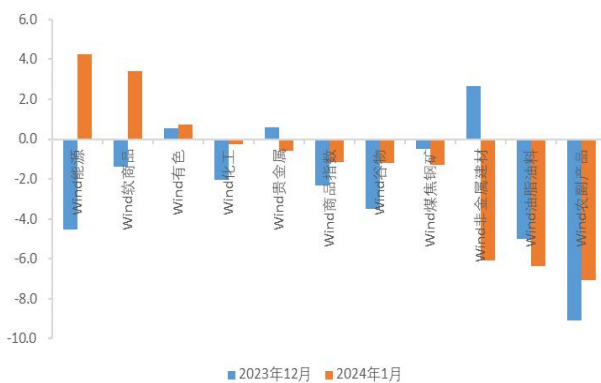
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 4：产成品库存指数和经济动能指数 (%)



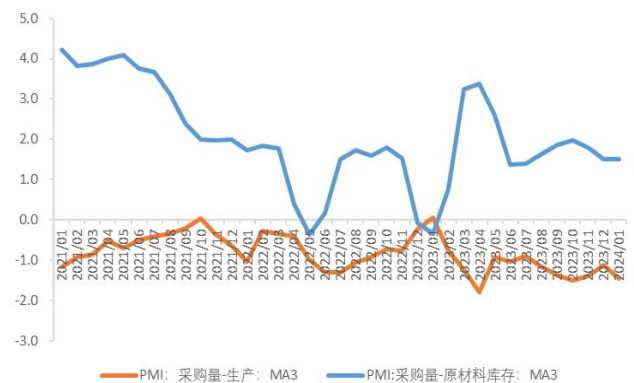
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 5：万得商品大类指数涨跌幅 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：采购量-生产、采购量-原材料库存 (%)



资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

