

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号：S1500521040002
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观分析师
执业编号：S1500523030001
邮箱：xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

1月PMI回升主要系出口支撑

2024年2月1日

摘要：

- **1月PMI回升主要系出口支撑。**2024年1月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.2%，比上月上升0.2个百分点。2023年10月至12月PMI连续三个月下滑，1月超季节性回升。出口回暖对PMI形成较强支撑。在1月PMI的分项当中，改善幅度最为明显的是PMI出口订单。根据中国物流信息中心的消息，近期国外对我国船舶、汽车、基础原材料以及计算机通信电子设备需求较快增长，带动装备制造业、高技术制造业和基础原材料行业出口都有较为明显的改善。与之相对，高耗能行业仍在收缩。从其他分项来看，1月供需两端均有所修复，但供给修复幅度要大于需求，供给价格信号偏弱的情况仍待改善。
- **服务业需求季节性释放，建筑业回落。**服务业商务活动指数为50.1%，比上月上升0.8个百分点。但从季节性上升的幅度来看，2024年1月服务业PMI的表现并不佳，2018、2019年1月服务业PMI分别环比上升1.0、1.3个百分点，均高于2024年的上升幅度。伴随冬季气温下降，建筑业进入施工淡季。2024年1月份，建筑业商务活动指数为53.9%，环比下降3.0个百分点。
- **PMI回升或难改债牛趋势。**我们认为，一季度的数据有两个重要关注点，一是政策发力的效果，二是居民部门的韧性。（1）1月建筑业PMI环比下降，反映春节效应对“稳增长”落地节奏产生扰动。往后看，2月份即将迎来数据的空窗期，经济“开门红”的成色有待观察。（2）开年以来新房、汽车销售双双偏弱，居民部门的韧性面临挑战。我们认为，债牛行情尚未结束。2024年1月PMI虽然回升，但就结构而言“喜忧参半”，有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等困难依然存在。1月24日下午在国新办举行的新闻发布会上，中国人民银行行长潘功胜表示，“要把维护价格稳定，推动价格的温和回升，作为把握货币政策的重要考量”。我们预计未来一段时间通过下调政策利率，引导实际利率下行或仍将是货币政策一个重要方向。如果不出台超常规的刺激政策，我们认为债市仍有机会。
- **风险因素：**信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

目录

一、1月PMI回升主要系出口支撑.....	3
二、生产仍好于需求.....	4
三、服务业需求季节性释放，建筑业回落.....	6
四、PMI回升或难改债牛趋势.....	6
风险因素.....	8

图目录

图 1：2024 年 1 月欧元区、美国 PMI 回升.....	3
图 2：1 月高炉开工率偏弱.....	4
图 3：1 月涤纶长丝开工率弱于 2023 年 12 月.....	4
图 4：生产修复好于新订单.....	5
图 5：“新订单-产成品库存”构建的经济动能指标下滑.....	5
图 6：服务业 PMI 上升幅度低于季节性.....	6
图 7：30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）.....	7
图 8：乘用车厂家日均零售数量.....	7

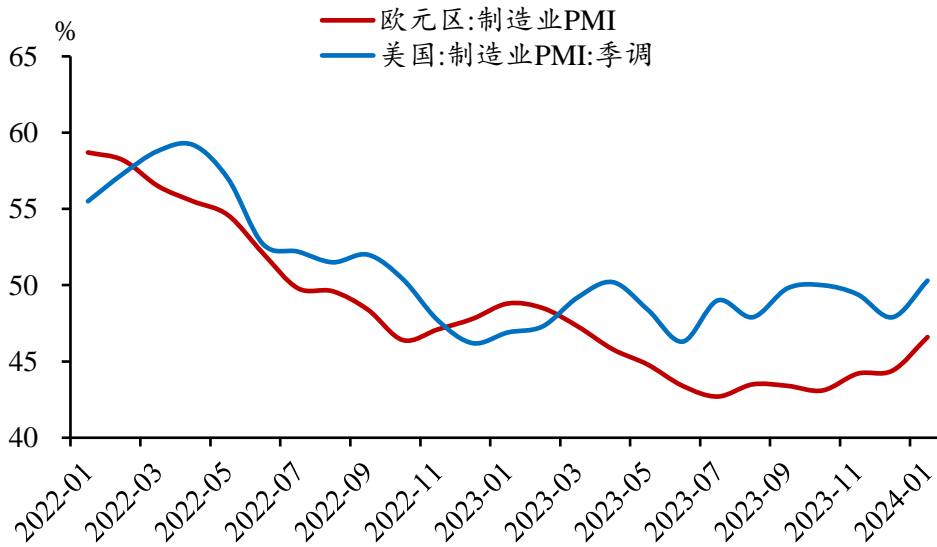
一、1月PMI回升主要系出口支撑

1月PMI超季节性回升。2024年1月份，制造业采购经理指数（PMI）为49.2%，比上月上升0.2个百分点。2023年10月至12月PMI连续三个月下滑，1月超季节性回升，2018-2022年1月PMI平均下降0.2个百分点。从数据上来看，我国制造业的景气水平有所改善。

出口回暖对PMI形成较强支撑。在1月PMI的分项当中，改善幅度最为明显的是PMI出口订单，1月该值为47.2%，较去年12月上升1.6个百分点。根据中国物流信息中心的消息，近期国外对我国船舶、汽车、基础原材料以及计算机通信电子设备需求较快增长，带动装备制造业、高技术制造业和基础原材料行业出口都有较为明显的改善。

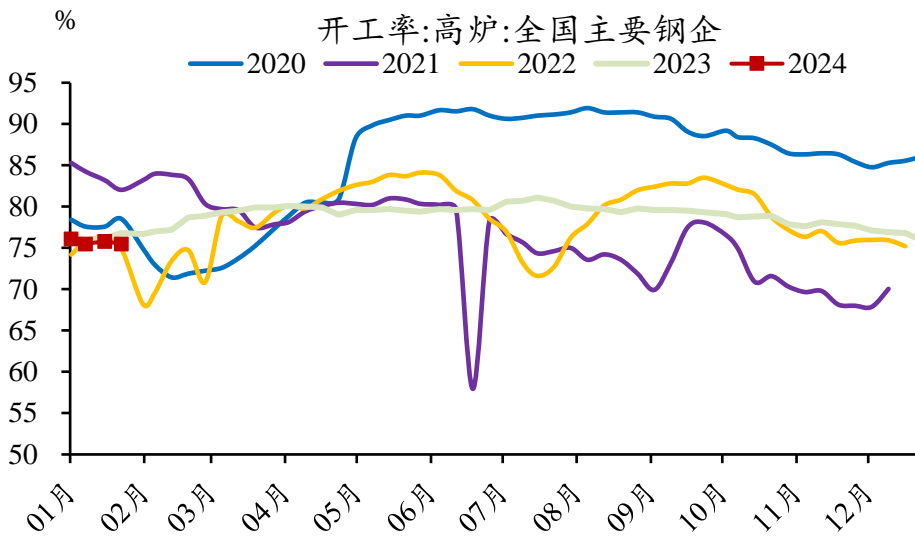
外部环境好转，与出口需求扩张形成印证。2024年1月美国制造业PMI录得50.3%，环比上升2.4个百分点；欧元区PMI46.6%，环比上升2.2个百分点。海外发达经济体的制造业景气度上行，推升制造业国家的出口需求。越南已在前日公布了亮眼的1月出口数据，同比上升幅度达到了33.9%。

图 1：2024 年 1 月欧元区、美国 PMI 回升

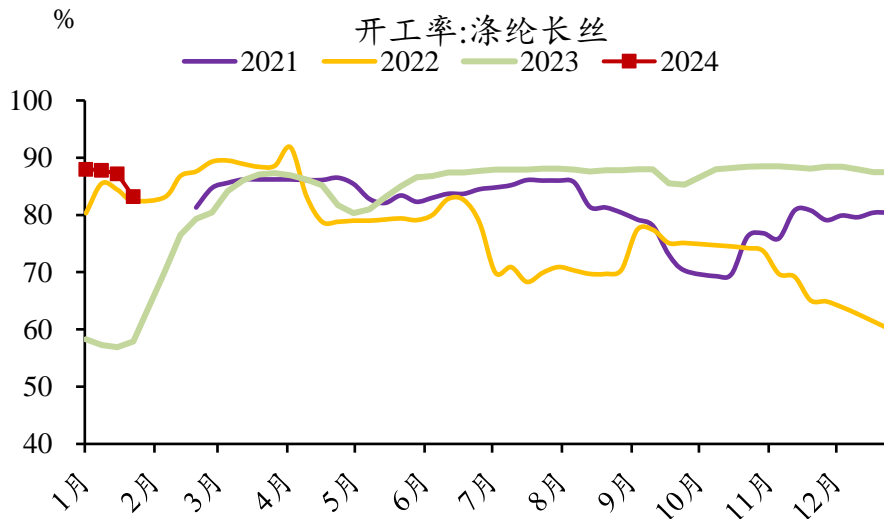


资料来源：万得，信达证券研发中心

与之相对，高耗能行业仍在收缩。2023年12月高耗能行业PMI为47.4%，2024年1月行业PMI降至47.0%，市场需求仍显不足。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生产指数位于收缩区间，企业生产活动放缓。2024年年初的工业高频指标也表现偏弱，比如钢铁行业的高炉开工率，化工行业的聚酯纤维开工率均较12月下。滑。

图 2：1 月高炉开工率偏弱


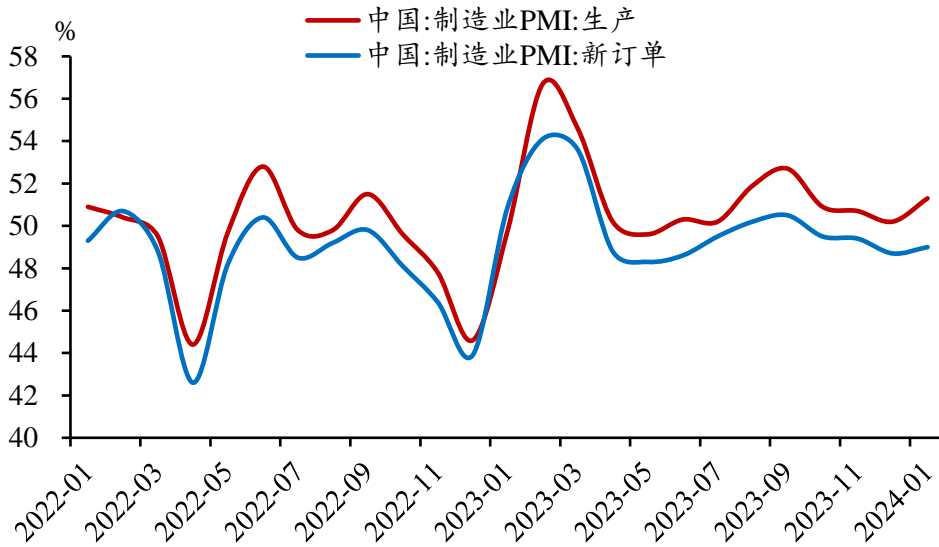
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 3：1 月涤纶长丝开工率弱于 2023 年 12 月


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二、生产仍好于需求

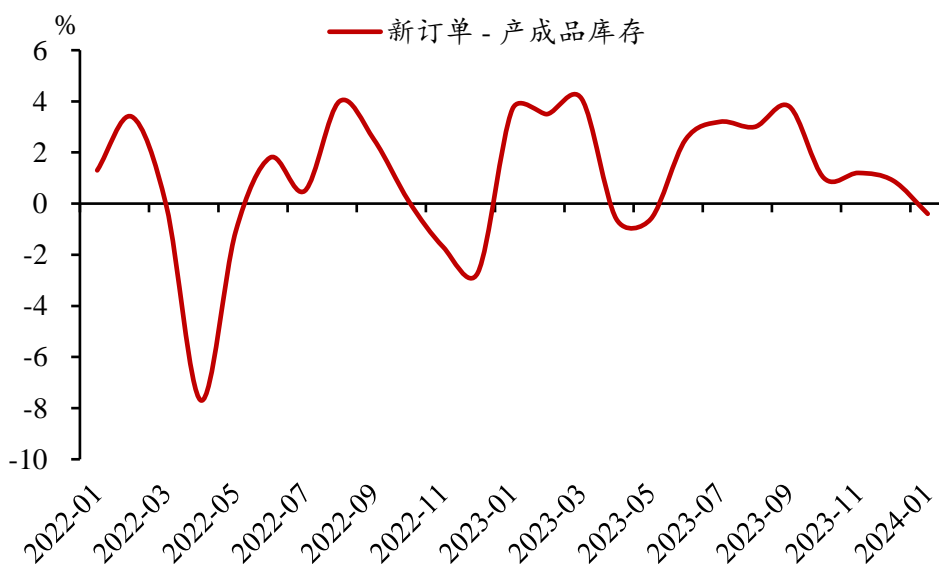
1 月供需两端均有所修复，但供给修复幅度要大于需求。1 月生产指数 51.3%，提高 1.1 个百分点，为 2023 年 10 月以来的新高；新订单指数 49.0%，回升 0.3 个百分点，可见供需两端均有所修复，但供给修复幅度要大于需求。2024 年春节假期集中在 2 月份，生产指数显著回升与 1 月企业提前备货、赶工生产有关。1 月原材料库存指数录得 47.6%，环比回落 0.1 个百分点；产成品库存指数 49.4%，环比上升 1.6 个百分点。

图 4：生产修复好于新订单


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

价格信号偏弱的情况仍待改善。1月原材料价格指数50.4%，回落1.1pct；出厂价格下降0.7个百分点至47.0%。截至1月31日，南华工业品价格指数基本与12月底持平，原油价格1月中旬开始连续两周上升，但与内需更为相关的水泥、螺纹钢价格等大宗商品呈现下跌趋势。在需求恢复不稳固的环境下，价格偏弱的情况仍待改善。

PMI 虽然整体回升，但从业人员、生产活动预期等指标的回落值得关注。PMI 中的从业人员指数和生产活动预期指数能够一定程度上反应企业对于未来的预期。而1月两个指标分别环比下降0.3、1.9个百分点，我们认为中央经济工作会议指出的“社会预期偏弱”的问题仍显著。另外，使用“新订单-产成品库存”构建的经济动能指标由上期的0.9%转为-0.4%，制造业的修复基础有待夯实。

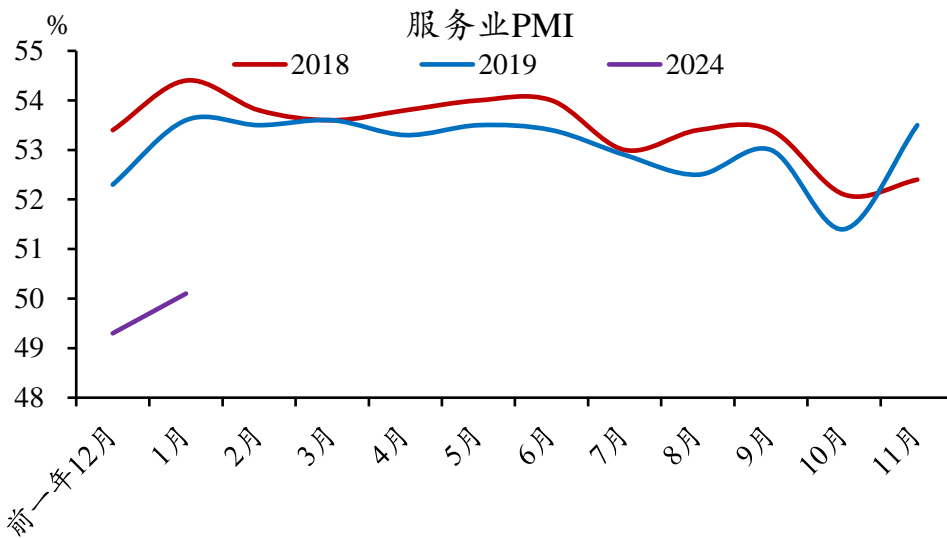
图 5：“新订单-产成品库存”构建的经济动能指标下滑


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

三、服务业需求季节性释放，建筑业回落

服务需求季节性释放，服务业商务活动指数升至扩张区间。服务业商务活动指数为 50.1%，比上月上升 0.8 个百分点。临近春节，居民出行消费意愿增强，零售、道路运输、航空运输、餐饮等行业商务活动指数升至扩张区间，市场活跃度有所回升；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，业务总量增长较快。但从季节性上升的幅度来看，2024 年 1 月服务业 PMI 的表现并不佳，2018、2019 年 1 月服务业 PMI 分别环比上升 1.0、1.3 个百分点，均高于 2024 年的上升幅度。

图 6：服务业 PMI 上升幅度低于季节性



资料来源：万得，信达证券研发中心

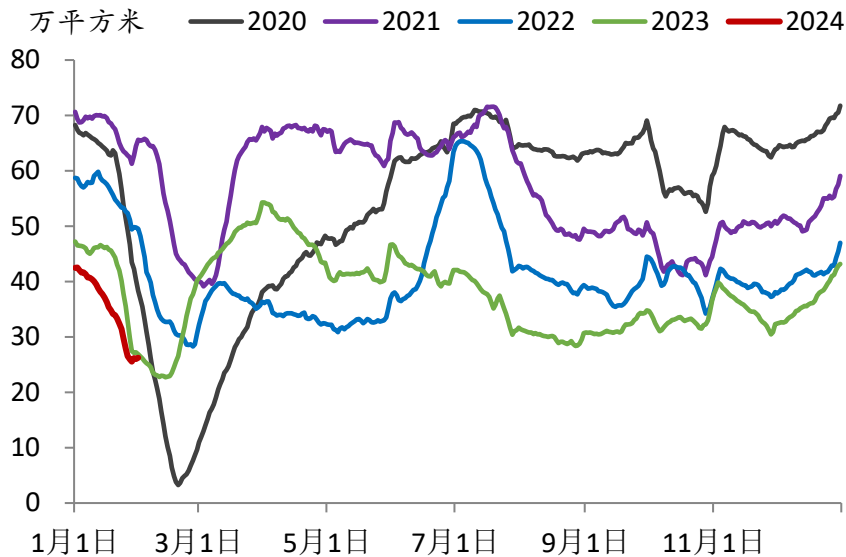
伴随冬季气温下降，建筑业进入施工淡季。2024 年 1 月份，建筑业商务活动指数为 53.9%，环比下降 3.0 个百分点。受冬季低温天气及春节假日临近等因素影响，建筑业进入施工淡季。建筑业预期指数录得 61.9%，环比下降 3.8 个百分点，我们认为与年初房地产需求较为疲弱有关。

四、PMI 回升或难改债牛趋势

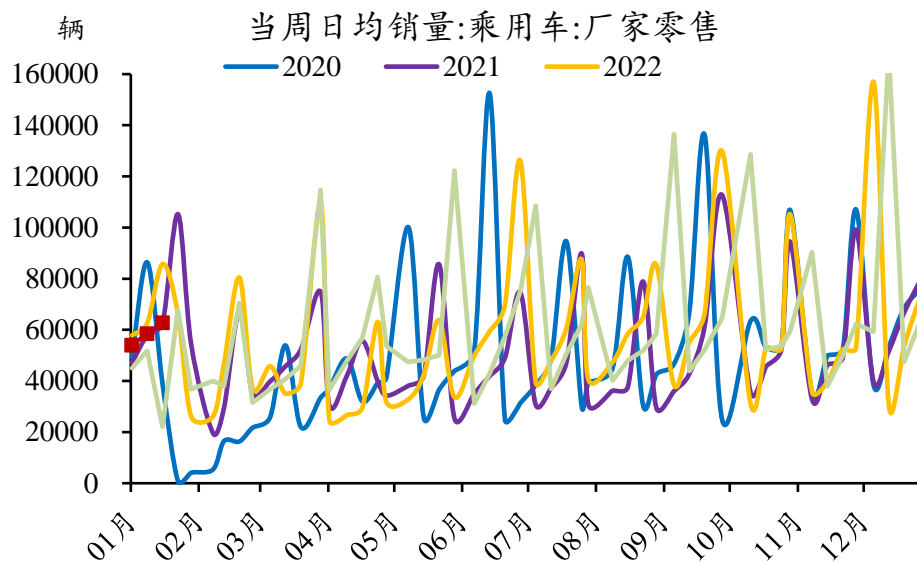
我们认为，一季度的数据有两个重要关注点，一是政策发力的效果，二是居民部门的韧性。

2 月经济数据空窗期，政策发力的效果有待观察。2023 年 10 月底增发万亿国债后，2023 年 12 月基建投资同比增速回升，或与政策发力有关。1 月建筑业 PMI 环比下降，反映春节效应对“稳增长”落地节奏产生扰动。往后看，2 月份即将迎来数据的空窗期，经济“开门红”的成色有待观察。

开年以来新房、汽车销售双双偏弱，居民部门的韧性面临挑战。截至 2024 年 1 月 31 日，30 大中城市新房成交面积环比走弱，与 2022 年同期（2023 年春节错位）相比，新房成交同比降幅已从 1 月 20 日 38.1% 扩大至 47.0%，成交面积基本减半。另一方面，1 月第三周乘用车零售较 2022 年同比下降 26.7%。根据第一财经的采访，1 月初汽车经销商们反馈 1 月份市场较为冷清。新房、汽车销售双双偏弱，可能显示了居民部门的购房信心、收入预期偏弱。

图 7：30 大中城市商品房成交面积（28 日移动平均）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 8：乘用车厂家日均零售数量


资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为，债牛行情尚未结束。2024 年 1 月 PMI 虽然回升，但就结构而言“喜忧参半”，有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱等困难依然存在。1 月 24 日下午在国新办举行的新闻发布会上，中国人民银行行长潘功胜表示，“要把维护价格稳定，推动价格的温和回升，作为把握货币政策的重要考量”。我们预计未来一段时间通过下调政策利率，引导实际利率下行或仍将是货币政策一个重要方向。如果不出台超常规的刺激政策，我们认为债市仍有机会。

风险因素

信贷政策收紧；海外衰退幅度超预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

肖张羽，信达证券宏观分析师。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。