

2024年02月01日

企业库存改善

固定收益研究团队

——2024年1月PMI数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

1月，制造业PMI为49.2%（前值49.0%，下同）。非制造业PMI为50.7%（50.4%），建筑业PMI为53.9%（56.9%），服务业PMI为50.1%（49.3%）。

● 全球制造业周期同步

制造业PMI较2023年12月有所回暖。整体来看，由于制造业是可贸易部门，在很大程度上会受到海外制造业周期的影响，比如美国、欧盟等地区的制造业需求强弱。因此，我国制造业PMI和美国制造业PMI的走势有一定的同步性。这之间的同步性也会在出口中体现。

可以看到，我国PMI新出口订单出现了回升，并且邻国出口增速也在改善，比如韩国出口，因此，全球制造业周期或许会存在同步回暖。

价格端，无论是出厂价格还是原材料价格都较上月有所回落，与之相关联的是生产端的改善要好于需求端，PMI生产端的读数是51.3%，新订单的读数是49.0%，无论是绝对值还是改善幅度，生产端都好于需求。因此，供过于求也是导致价格出现波动的原因，下游需求仍然需要支撑。

当下，产成品库存从读数变化来看，从2023年12月的去库阶段改为了补库，我们之前也提示过，由于信息资料、物流运输的加快，当下的企业行为变化较之前会更为敏感，除了大周期之外，还存在月度的小周期。

随着2023年二季度原材料库存、产成品库存下行，处在去库阶段，三季度库存上行进入补库，四季度再次回落，企业的月度行为变化基本在一个季度左右。也正如我们前期提到的，2024年一季度企业或许会重新回到补库阶段。

● 特别国债支撑建筑业施工

建筑业PMI较前值有所回落，据国家统计局“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”。但是，在春节之后开工恢复，叠加天气回暖，基建开工或许会继续保持高位。

无论是前期下发的特别国债，还是三大工程都会支撑建筑业PMI，截止到2023年底，1万亿元增发国债已大部分落实到具体项目。另外，近日，金融监管总局连同住建部推动地方房地产融资协调机制落地，并且首批房地产白名单贷款在南宁落地，已经对地产项目形成了支撑。

服务业景气指数较前期改善，随着春节假日临近，无论是线下消费、出行意愿都有所加强，叠加春运开启，都拉动服务业PMI回暖。

● 债市需要关注资金面和基本面

由于前期资金面紧张，再叠加债市对当前经济的定价已经比较充分，收益率曲线已经比较平坦，期限利差逐步收窄。在当下期限利差压缩空间已经不大的情况下，做陡曲线或许是占优策略。

后续，需要关注资金面和基本面的变化情况。基本上，首先是关注全球制造业周期能否持续回升，还有制造业周期对出口的影响。另外，在宽财政支持下的三大工程、基建，可能也会影响企业月度行为的变化，从去库向补库转变。

资金方面，需要关注春节前后，央行对流动性呵护的力度。还有一季度之后，宽财政下，是否会导致资金收紧。如果资金缓和，那么短端可能会下行，但如果一季度资金开始收紧，那么整体收益率或许将上行，长端上行幅度可能会更大。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

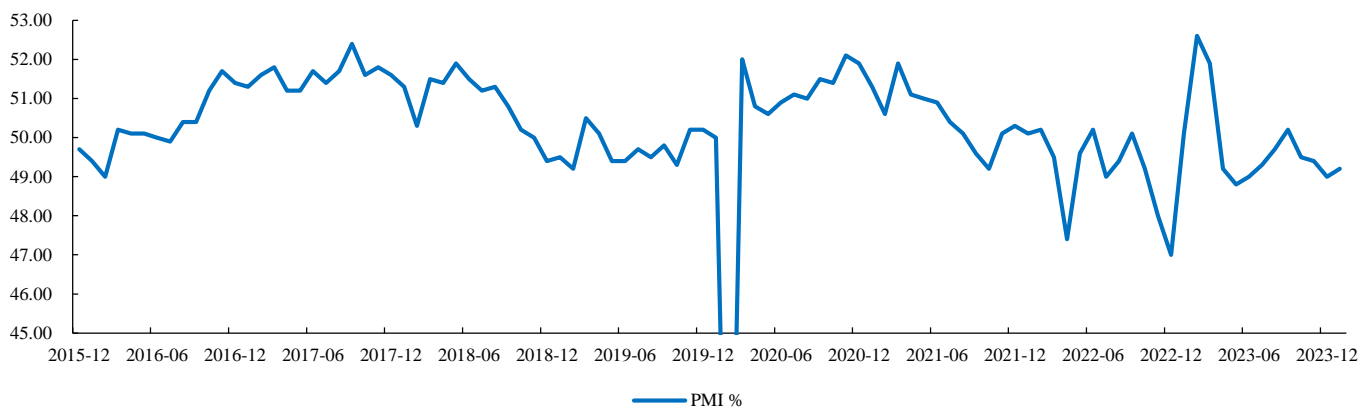
相关研究报告

《成本下降支撑利润—2023年12月工业企业利润点评》-2024.1.28

《大盘价值领涨—固收定期策略》-2024.1.28

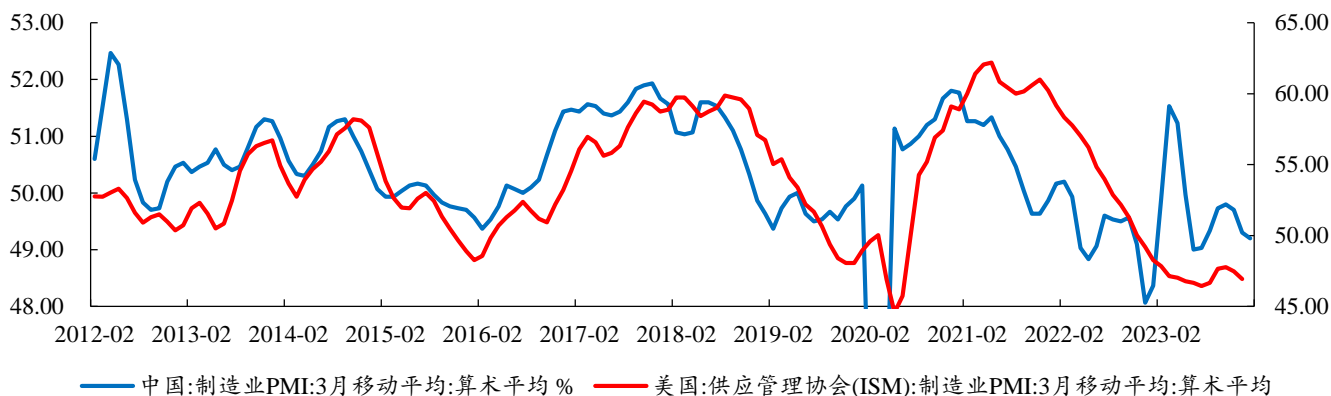
《关注降准后的资金利率中枢变化—2024年1月降准点评》-2024.1.25

附图 1：2024 年 1 月制造业 PMI 略有回升



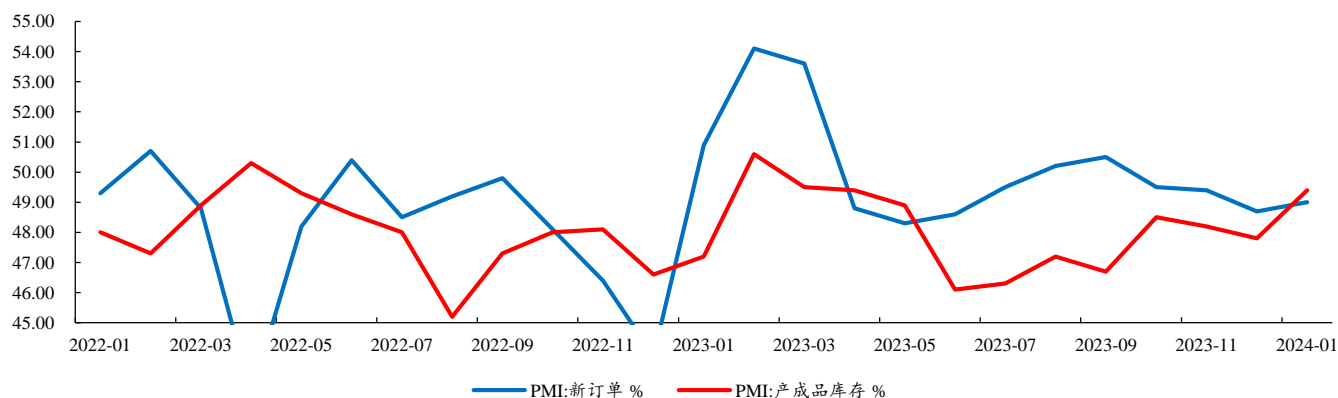
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：2012 年来全球制造业周期影响我国 PMI



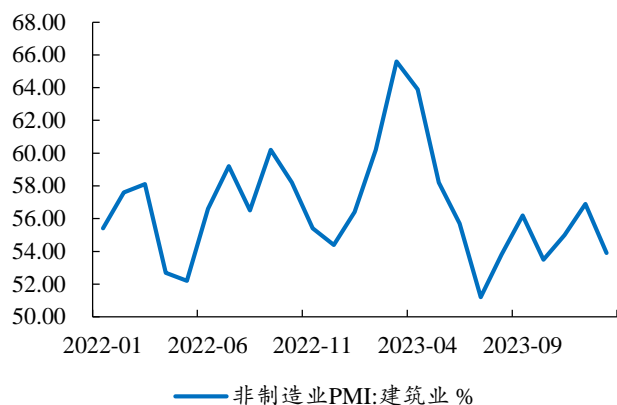
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：2024 年 1 月企业库存有所回升



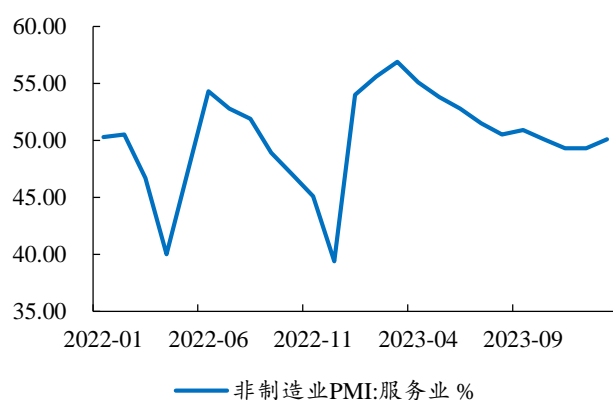
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：2024 年 1 月建筑业 PMI 处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：2024 年 1 月服务业 PMI 回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn