

弱现实不改强预期——1月PMI点评

报告日期: 2022-01-30

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

- **事件:** 1月制造业PMI 50.1, 预期 50.1, 前值 50.3; 1月非制造业PMI 51.1, 前值 52.7。1月中国企业经营状况指数(BCI)52.6, 前值 53.0。
- **制造业:** 制造业扩张力度减弱。受冬季淡季影响, 生产扩张速度放缓; 需求继续下滑, 内需弱于外需; 出口订单边际改善, 基数不高, 预计短期出口仍有韧性; 俄乌危机推升油、铝等大宗商品价格, 预计PPI环比升、同比降; 企业库存总体回落, 但上游黑色、有色等行业受节前积极备货提振, 库存量上升。

1月制造业PMI为50.1%, 较前值回落0.2个百分点, 连续3个月在荣枯线以上。具体看:

1) 制造业扩张力度减弱, 其中受淡季影响, 生产扩张速度放缓; 需求继续下滑, 内需弱于外需。供给端, 1月PMI生产为50.9%, 连续三个月高于荣枯线, 但较前值回落0.5个百分点, 生产扩张速度放缓。一方面, 2021年四季度以来的能耗双控放松, 发改委“保供稳价”政策支持工业生产延续修复, PMI生产连续3个月在荣枯线以上。但另一方面, 天气转冷, 部分行业进入传统生产淡季, 1月PMI生产回落, 生产扩张速度继续放缓。高频数据显示1月秦皇岛港煤炭日平均库存、全钢胎开工率等较上月下降。行业层面, 根据国家统计局, 与春节假日相关的行业生产较快增长, 如食品及酒饮料精制茶、造纸印刷和文教体美娱用品。需求端, 1月PMI新订单、新出口订单分别较上月回落0.4和回升0.3个百分点至49.3%、48.4%, 需求仍显疲软, 其中PMI新订单连续6个月低于荣枯线, PMI新出口订单连续9个月低于荣枯线。根据统计局, 纺织、化学纤维及橡胶塑料制品、专用设备等行业新订单指数低于46%, 需求持续偏弱; 食品及酒饮料精制茶、医药等行业新订单指出位于扩张区间, 需求上升。此外, PMI进口回落1个百分点至47.2%, 连续8个月低于荣枯线。由此看, 1月需求整体回落, PMI新订单和PMI进口回落, 而PMI新出口订单回升, 反映内需弱于外需。

2) 出口订单边际改善, 叠加运价仍高企, 1月基数不高, 预计短期出口仍有韧性; 但鉴于出口订单已连续9个月位于收缩区间, 价格因素的支撑也将逐步走弱, 2022年出口预计是有韧性的下滑。1月PMI新出口订单回升0.3个百分点至48.4%, 需求较上月有所好转, 但整体仍偏弱, 连续9个月处于收缩区间。此前报告我们曾指出PMI新出口订单和出口金额同比发生背离与PMI领先性、运价上涨等因素有关。鉴于2021年11月以来PMI新出口订单边际好转, 1月中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比上涨7.5%, 且1月出口金额基数不算高(2021年1月同比24.6%, 两年复合增速10%), 预计2022年1月出口仍有一定韧性。维持我们在报告《后疫情时代的出口, 关注什么?》中的观点, 展望2022年, 考虑到海外需求下滑、政策宽松退坡、供给恢复、价格可能回落等因素, 出口增速预计下行, 但疫情反复可能对出口形成一定支撑。我们提示关注以下变量对出口的影响: 拖累项: 外需回落; 支撑项: 疫情反复、供应链稳定、稳外贸政策、人民币贬值。

3) 俄乌危机推升油价、铝价, 铁矿石需求增加, 价格上涨, PMI出厂价格与原材料购进价格指数环比大幅上升, 我们测算PPI环比可能小幅为正, 同比趋降但仍维持高位; 企业库存总体回落, 但上游黑色、有色等行业受节前积极备货提振, 库存量上升。价格方面, 1月PMI原材料购进价格、出厂价格分别较前值大幅回升8.3、5.4个百分点至56.4%和50.9%, 重回扩张区间。结合高频数据来看, 截至1月21日的生产资料价格指数环比回落0.2%, 截至1月28日的南华工业品指数和CRB工业原料现货指数分别环比回升7.5%和0.8%, 预计1月PPI环比可能小幅为正, 同比回落至9.4%左右。此外, PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为-5.5%(前值-2.6%), 负缺

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观专题_转型、回归与再平衡——2022年宏观经济展望》2021-11-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五大主线打开 2022 经济密码——中央经济工作会议点评》2021-12-12
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观专题_奥密克戎对全球经济和货币政策影响几何》2021-12-30
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_是终点也是起点——12月PMI点评》2021-12-31
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_本轮宽信用的两个猜想》2022-01-13
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_后疫情时代的出口, 关注什么?》2022-01-14
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_五问开年降息, 对经济和配置有何影响?》2022-01-17
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_暗夜或已过, 黎明将到来》2022-01-18
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观专题_8大要素 25 张图看懂 2022 年地方两会》2022-01-28

口转升，成本压力有所增加。行业方面，根据统计局，石油煤炭、有色金属等行业价格指数明显上涨；1月俄乌冲突升级等地缘政治风险推升油价，铝价，钢厂节前补库推升铁矿石需求，铁矿石价格环比大幅上涨。**库存方面**，1月PMI原材料、产成品库存分别回落0.1、0.5个百分点至49.1%和48.0%，可能与1月采购成本上升，生产扩张速度放缓有关。行业方面，根据统计局，上游黑色、有色等行业节前积极备货，采购力度加大，库存量较上月上升。

● **非制造业：非制造业扩张速度放缓，其中受疫情反复和地产下行拖累，服务业景气回落，行业表现分化，货币金融、零售业景气回升，交运邮政、住宿、居民服务业景气回落；地产销售同比环比均恶化。受传统淡季影响，建筑业景气回落；但预期指数和新订单指数回升，在资金和项目推动下，预计节后建筑经营状况将好转，Q1基建增速也可能高增。**

1月非制造业PMI商务活动指数环比回落1.6个百分点至51.1%，连续5个月处于扩张区间，但1月处于近5个月最低。其中，**服务业PMI回落1.7个百分点至50.3%**，与国内疫情反复和房地产景气度下行有关。根据统计局，受降准降息等宽松政策支持，货币金融服务业商务活动指数位于60%以上的高景气区间；受“双节”假日消费带动，零售业景气回升；受疫情反复等影响，交运邮政、住宿、居民服务业等景气度回落。高频数据显示，1月30城地产销售环比、同比均恶化，月度面积总和同比和日均面积同比降幅均扩大，地产景气回升仍需等待。**建筑业PMI回落0.9个百分点至55.4%**，与建筑业进入季节性淡季有关，即雨雪天气和春节工人返乡影响施工；但建筑业预期有所回升，即业务活动预期指数回升4.5个百分点至64.4%，建筑业新订单指数回升3.3个百分点至53.3%。维持此前观点，中央经济工作会议、2022年地方两会均指向要扩大有效投资，适度超前布局重大基础设施，除了“铁公基”等传统基建外，5G基站建设、特高压、新能源汽车充电桩、人工智能、工业互联网等新基建重要性提高，还有诸如能源、水利、管道、市政、生态环境、防灾减灾等其他项目，我们梳理各省市2022年重大项目开工总投资规模超4万亿元。在资金和项目双向推动下，预计2022年Q1基建投资增速可能大幅抬升至8%-10%。

● **中小企业和就业：大企业景气改善，中小企业景气恶化，小企业供需双弱，需求更差；用工景气回落，与制造业和非制造业需求下行、春节工人返乡等因素有关。**

1) 分企业类型看，大企业景气改善，中小企业景气恶化，小企业PMI连续9个月位于收缩区间，供需两弱，且需求更弱，与BCI指数显示的民营中小企业情况较为一致。1月大型、中型、小型企业PMI分别变化0.3、-0.8、-0.5个百分点至51.6%、50.5%、46.0%，显示大型企业景气度延续改善，中小企业景气度恶化，小企业PMI连续9个月位于收缩区间，景气持续偏弱；从分项指标看，PMI小企业经营和新订单指数均较前值回落，呈现供需两弱的局面，其中需求回落更多。这一结论与中国企业经营状况指数(BCI)表现一致。1月BCI指数较前值回落0.46个百分点至52.6%，其中销售和库存前瞻指数回落，利润前瞻和融资环境指数回升。

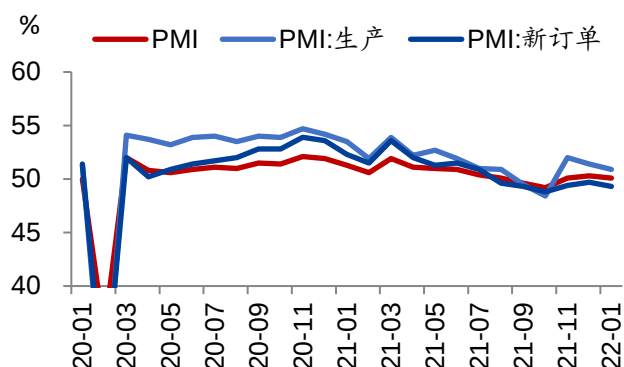
2) 就业有所恶化，用工景气回落，与制造业和非制造业需求下行、春节工人返乡等因素有关。1月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别较前值回落0.2、0.3、2.6个百分点至48.9%、46.5%、49.2%，用工景气回落。

● **总体看，1月制造业和非制造业扩张速度放缓，与冬季淡季、疫情反复和地产拖累有关。稳增长预期较强，但现实仍弱，需等待政策效果显现。维持此前判断，往后看，在地产拖累下，预计2022年Q1经济仍有压力，但可能强于2021Q4，后续逐渐回升。短期稳增长可能更多体现在投资端，包括基建（“铁公基”、新基建）、高端制造业、保障房建设、旧改等。地方两会也提出了众多促消费手段，包括稳定传统大宗消费、发展新消费业态、释放县乡潜力、打造特色商业街等。政策将维持宽松，助力稳增长。**

● **风险提示**

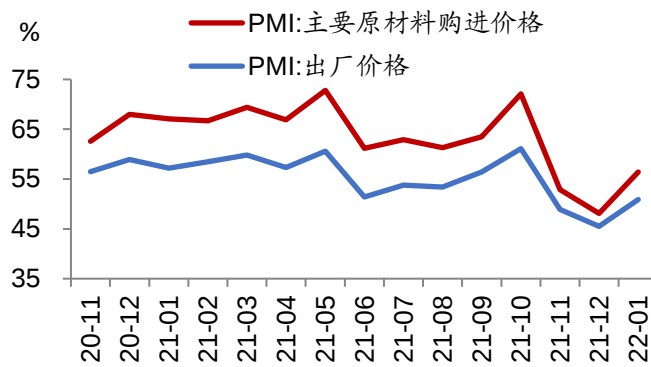
地产下行速度超预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 制造业扩张速度放缓



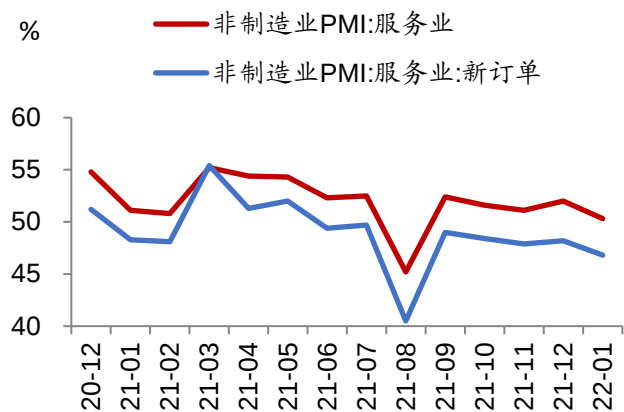
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 成本压力有所加大



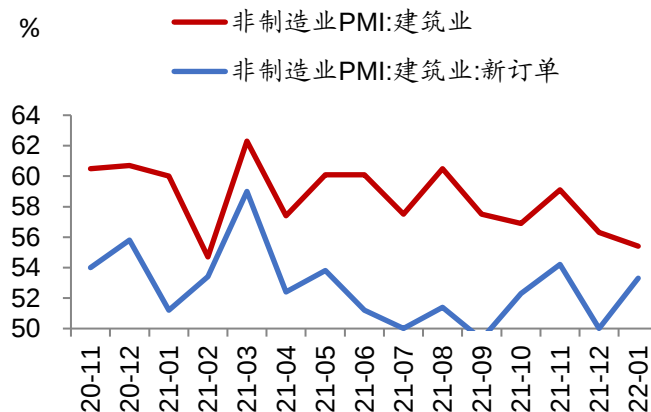
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 服务业景气回落



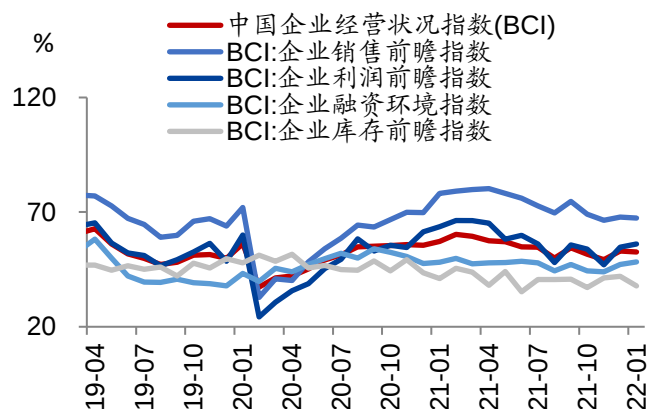
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 建筑业预期强, 现实弱



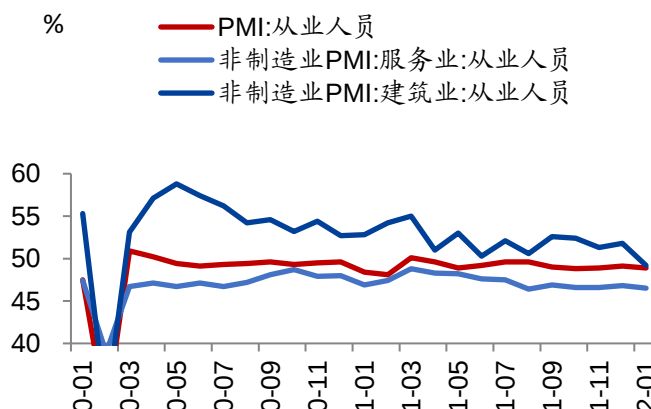
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 民营中小企业景气度回落



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 用工景气回落



资料来源: wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37127

