修复的起点，利率的上坡路未尽

——1 月 PMI 数据点评 20230131

报告日期： 2023-01-31
首席分析师：颜子琦
执业证书号：S0010522030002
电话：13127532070
邮箱：yanzq@hazq.com
研究助理：杨佩霖
执业证书号：S0010122040030
电话：17861391391
邮箱：yangpl@hazq.com

主要观点：

● 事件：

1 月 31 日，统计局公布 2023 年 1 月 PMI 数据。1 月，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，比上月增加 3.1 个百分点；非制造业商务活动指数为 54.4%，比上月增加 12.8 个百分点。

● 制造业供需快速恢复，景气修复有望延续

整体来看，1 月生产与经营有所恢复，经济修复有望加快，但制造业 13 项指标中仍有 9 项低于荣枯线以下，说明制造业景气度在逐步恢复进程中，预计进一步改善。

1）供需端：供需开始改善但仍低于荣枯线，内需修复快于生产。

2）价格端：价格指数走势分化，产品出厂价格降幅增大。

3）预期端：尽管生产经营活动预期指数低于历史均值，但有望进一步回升。同时原材料与产成品库存指数有所增加，说明该企业开始主动补库存；采购指数增长明显高于库存指数与从业人员指数的增加，进一步说明生产端有所恢复，企业预期较好。

4）企业规模：大型企业修复快于中小型企业。

5）非制造业方面，服务业修复快于制造业，未来疫情对服务业影响或将进一步减弱，房企融资改善有望推动建筑业加快修复。

债市观点方面，基本面改善符合预期、政策面加码还在路上，资金面偏紧尚待修复，节后长端利率如预期上行，两会前预计将维持高位震荡，短债的机会相对确定

第一，对权益市场投资者而言，基本面因素不仅要修复，还要超预期修复才能成为定价中枢；而对债市而言，只要修复的进程不能证伪，修复斜率不会降低基本面对债市的压力。从春节假期的消费数据来看，旅游、餐饮娱乐等可选消费基本恢复至疫情前水平，出行、春运人数仍低于 2019 年，短期来看可选消费对经济的拉动作用有所增强，而长期居民出行消费习惯的恢复仍需观察，债市正式进入上坡路模式。

第二，从政策面来看，1 月 28 日国常会再次提出推动消费加快恢复、增

强对经济的拉动力，两会前后是政策密集期，也是市场预期修复期，叠加地方债发行、理财到期（2-3 月）等偏空因素，长端利率利率暂时看不到大幅下行的机会。

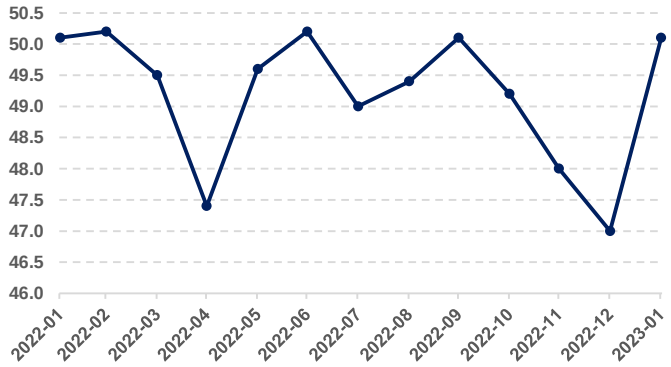
第三，1 月市场博弈降准降息落空，我们在前期已提出考虑到春节因素，降准降息的最佳时点应在节后；近期由于节前逆回购的大额到期，市场利率尚未完全修复，但随着提前批地方债发行，预计货币政策还将积极配合，一二季度流动性偏松仍将具有较高确定性，短债的胜率较高。

- **从供需端来看，供给与内外需开始改善但仍低于荣枯线，内需修复快于生产。**

供给端，1 月生产指数录得 49.8%，较前值大幅回升 5.2pct，但仍连续 4 个月低于荣枯线，较过去 5 年同期均值低出 2.2pct。在手订单与产成品库存分别较前值增加 1.4pct 与 0.6pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数由负转正，当月录得 3.7%。此外，供应商配货速度指数录得 47.6%，较前值增加 7.5pct。

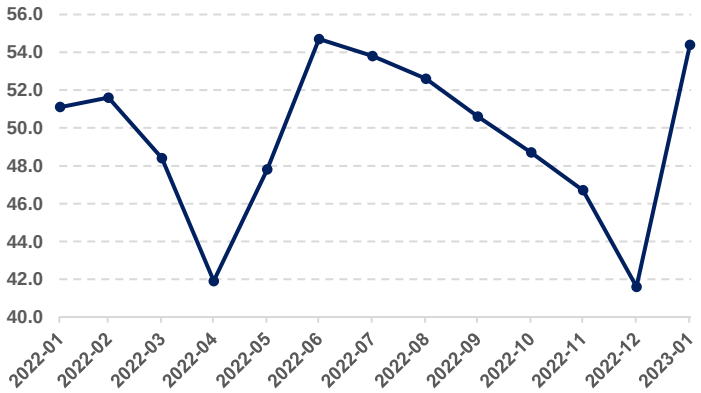
需求端，1 月制造业新订单指数录得 50.9%，环比上升 7pct，较过去 5 年同期均值低出 0.1pct，高于临界值但略低于历史平均水平。外需方面，本月新出口订单指数录得 46.1%，较前值增加 1.9pct，增幅显著低于新订单指数，需求环比改善。

图表 1 制造业 PMI 指数（单位：%）



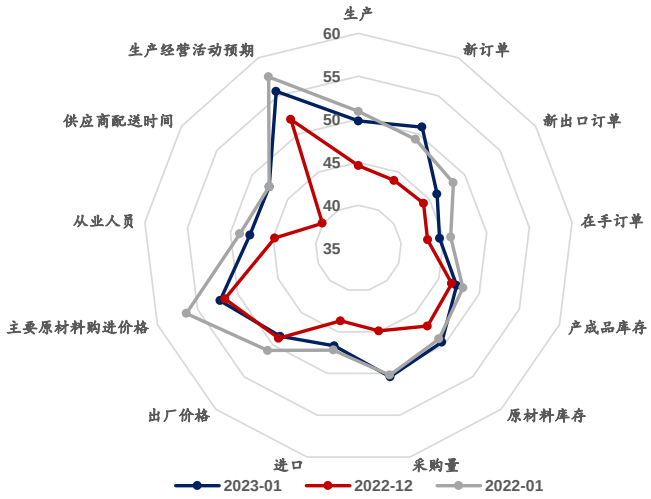
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 非制造业 PMI 指数（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 制造业 PMI 分项指数（单位：%）

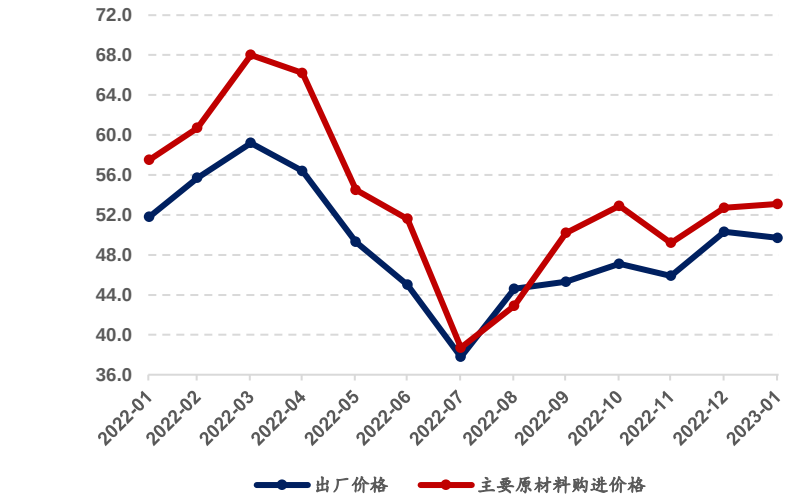


资料来源：Wind，华安证券研究所

- **从价格端来看，价格指数走势分化，原材料价格指数上涨但产品出厂价格降幅增大。**

价格端，1 月出厂价格指数与原材料购进价格指数分别录得 48.7%与 52.2%，分别较前值回落 0.3pct、回升 0.6pct。具体来看，根据高频数据显示，本月大宗商品价格涨跌互现，原油价格继续走弱，黑色系价格走势分化，有色金属价格多数上行，猪肉价格继续回落，鲜菜价格环比上行。

图表 4 出厂价格与主要原材料购进价格 PMI 指数（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

- **从预期端来看，尽管生产经营活动预期指数低于历史均值，但有望进一步回升。同时原材料与产成品库存指数有所增加，说明该企业开始主动补库存；采购指数增长明显高于库存指数与从业人员指数的增加，进一步说明生产端有所恢复，企业预期较好。**

生产经营活动预期指数录得 55.6%，环比增加 3.7pct，低于历史均值 56.5%。

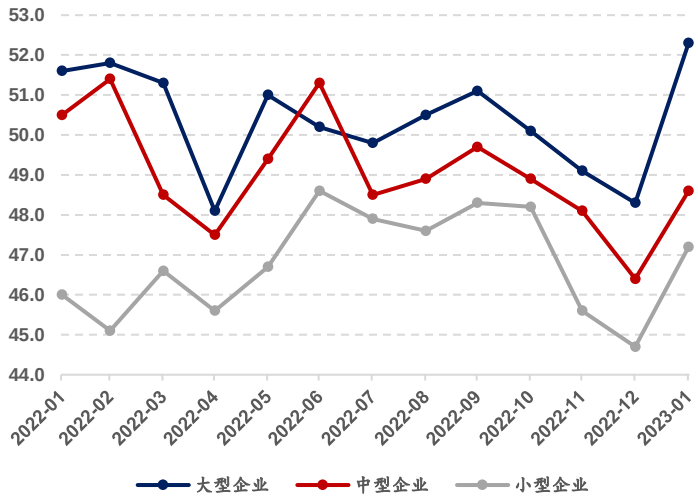
采购端，1 月 PMI 采购量指数 50.4%，较前值增加 5.5pct，高于临界值；

库存端，1 月产成品库存与原材料库存分别录得 47.2%与 49.6%，较前值分别增加 0.6pct 与 2.5pct，这一变化的原因可能是企业经营信心增强，市场需求恢复，企业主动增加原材料库存。此外，进口指数录得 46.7%，较前值增加 3pct，表明企业需求有所回暖。**就业端，**1 月从业人员指数录得 47.7%，较前值增加 2.9pct。

- **从企业规模看，大型企业修复快于中小型企业。**

1 月大中小型制造业企业 PMI 分别录得 52.3%、48.6%与 47.2%，分别较前值增加 4pct、2.2pct 与 2.5pct，各类型企业景气度在连续出现回落后大幅回升，其中大型企业景气度创自 2021 年 3 月以来新高。

图表 5 大中小型企业 PMI 指数（单位：%）



资料来源：Wind，华安证券研究所

整体来看，1 月生产与经营有所恢复，经济修复有望加快，但制造业 13 项指标中仍有 9 项低于荣枯线以下，说明制造业景气度在逐步恢复进程中，预计进一步改善。

非制造业方面，服务业修复快于制造业，未来疫情对服务业影响或将进一步减弱，房企融资改善有望推动建筑业加快修复。

1 月非制造业商务活动指数录得 54.4%，较上月大幅回升 12.8pct。其他主要分类指标整体回升，具体来看，当月新订单指数为 52.5%，比上月增加 13.4 个百分点，高于临界点，投入品价格指数为 51.5%，比上月增加 2.3 个百分点，高于临界点，销售价格指数为 48.3%，比上月增加 0.8 个百分点，低于临界点，从业人员指数为 46.7%，比上月增加 3.8 个百分点。**分行业来看，**建筑业商务活动指数为 56.4%，比上月增加 2.0pct，服务业商务活动指数为 54%，比上月增加 14.6pct。

图表 6 建筑业与服务业 PMI 指数（单位：%）

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_51770