



服务业“抢跑”，制造业“接力”

——2023年1月PMI点评

事件

2023年1月31日，国家统计局发布2023年1月PMI数据，1月制造业PMI为50.1%，较前月上升3.1个百分点；非制造业PMI为54.4%，较前月上升12.8个百分点。

核心观点

1月PMI主要指标大幅回升，服务业景气快速升温。1月制造业与非制造业PMI双双上行，12月的经济底过后，1月经济修复如期而至，后续制造业复苏可期。

制造业产需景气水平快速回暖。疫情对生产的扰动减轻，生产端明显恢复。需求端回暖速度更快于生产端，企业开始为开年后的订单做准备。感染过峰后，制造业产需两端均出现明显改善，而春节假期因素导致生产端修复力度不及需求端。向后看，春节错位因素下，制造业将接替服务业成为PMI后续上行主要推力。

能源价格边际回升叠加黑色、有色金属冶炼加工业价格延续高位运行，带动PMI价格指数回升。12月起汽油价格已显著回升，而1月煤炭价格也边际上行，能源价格边际回升成为推高PMI原材料价格指数的新动力；另一方面，黑色、有色金属冶炼加工业原材料价格高位运行，对PMI原材料价格指数的推升力度不减。

服务业如预期复苏。服务业市场活跃度明显回升，春运因素带动交通运输各行业景气度高企，铁路运输、航空运输、邮政等行业持续处于60%以上高景气区间，执行航班量快速增加；前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等线下服务行业商务活动指数均快速重返扩张区间，居民消费意愿明显增强，线下客运流量显著提升。

新订单增加和从业人员回归支撑建筑业景气。开年后新设施工计划带来了订单增加，从业人员也开始季节性回归。地产销售端也初见改善，跨年年后，伴随着近期多地首套房贷款利率调降，年初地产销售高峰再现。从地产销售的周期性节奏看，今年春节相对较早，当前处于春节假日期间的周期性低点，后续2月地产销售预计将达到近五年同期最高，地产销售的回暖或成为开年后建筑业景气的新动力。

债市策略

经济修复斜率较高，但短期内基本面利空或难敌资金转松预期。虽然1月PMI传递出的经济高斜率修复对债市而言是较为明确的利空，但近期市场对此预期较为充分。数据公布当日央行放量逆回购投放与假期结束后现金需求收缩资金回流银行体系的预期共同构成了对前期紧张资金面的挑战，在跨年因素、春节因素、跨月因素三重资金压力消解后预计短期内债市将聚焦资金面的边际变化，长债收益率或高位震荡回落。

风险提示

疫情影响超预期；货币政策变化超预期；外部环境变化超预期。

报告作者

作者姓名	郑倩怡
资格证书	S1710521010002
电子邮箱	zhengqy@easec.com.cn
联系人	杨逸飞
电子邮箱	yangyf729@easec.com.cn

相关研究

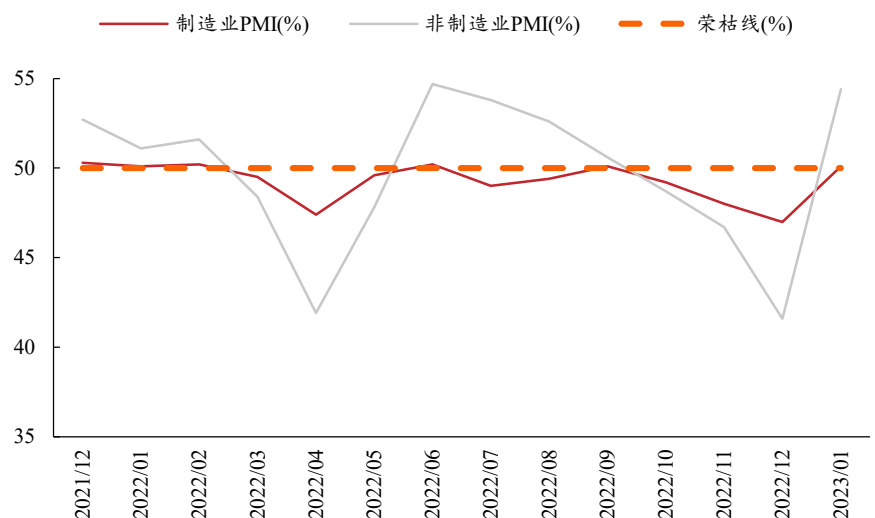
- 《【固收】服务需求回暖成为最大亮点_20230117》2023.01.18
- 《【固收】企业中长期信贷高增有哪些因素_20230116》2023.01.16
- 《【固收】降准落地，持续保障流动性合理充裕_20221128》2022.11.28
- 《【固收】制造业徘徊荣枯线，建筑业维持高景气_20221031》2022.11.01
- 《【固收】基建发力稳增长成效初显，经济修复形势向好_20221026》2022.10.26

1. 核心观点

事件：2023 年 1 月 31 日，国家统计局发布 2023 年 1 月 PMI 数据，1 月制造业 PMI 为 50.1%，较前月上升 3.1 个百分点；非制造业 PMI 为 54.4%，较前月上升 12.8 个百分点。

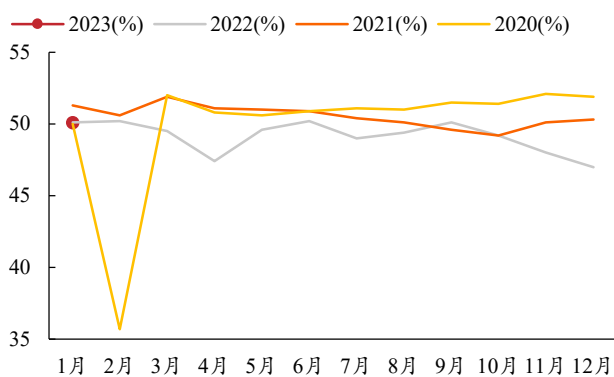
1 月 PMI 主要指标大幅回升，服务业景气快速升温。1 月制造业与非制造业 PMI 双双上行，12 月的经济底过后，1 月经济修复如期而至，后续制造业复苏可期。

图表1. 1 月制造业与非制造业 PMI 上行，双双回归荣枯线上



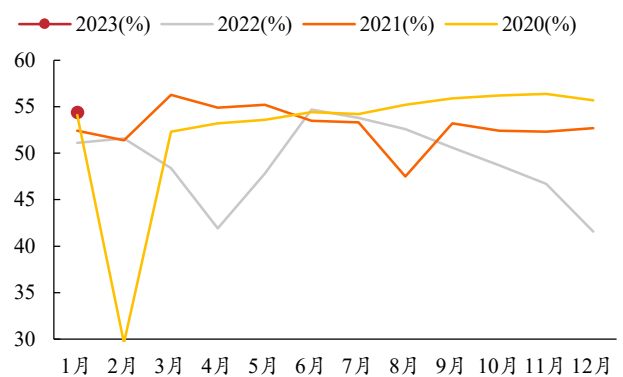
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表2. 1 月制造业 PMI 回升到荣枯线以上



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表3. 1 月非制造业 PMI 为疫情以来同期最高



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

产需方面，生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 50.9%，较前月上升 5.2 和 7.0 个百分点，制造业产需景气水平明显回暖，但在春节假期影响下生产端尚未完全恢复常态，改善力度小于需求端。

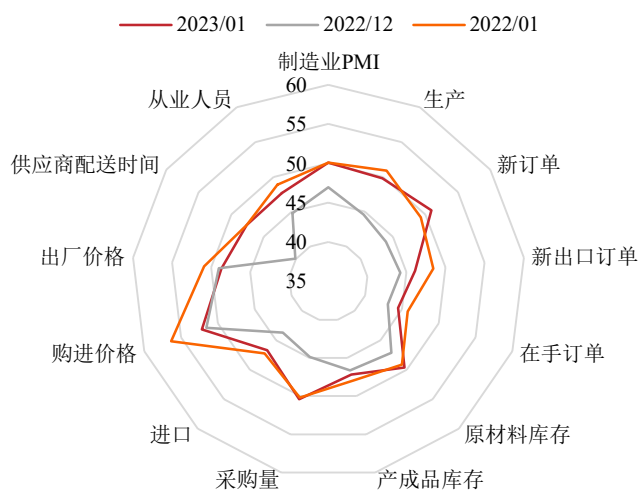
价格方面，原材料购进指数为 52.2%，较前月上升 0.6 个百分点；产成品价格指数为 48.7%，较前月下降 0.3 个百分点。能源价格边际回升叠加黑色、有色加工业价格延续高位运行，带动原材料购进指数回升；产成品价格指数虽略有下降但基本保持平稳。

库存方面，原材料库存指数为 49.6%，较前月上升 2.5 个百分点，产成品库存指数为 47.2%，较前月上升 0.6 个百分点。需求回暖带来订单量增加，企业加大原材料购进力度，去库放缓，或接近尾声。

服务业方面，商务活动指数为 54%，较前月上升 14.6 个百分点，春节期间消费市场回暖，市场活跃度回升。交通运输业景气高企，线下服务业景气快速回升，感染过峰后居民消费需求显著恢复。

建筑业方面，建筑业商务活动指数为 56.4%，较前月上升 2 个百分点，推进重大项目开工建设各项政策措施落地生效，政策性开发性金融工具对重大项目开工建设的支持也成为开年建筑业景气上行的动力。

图表4. 除出厂价格外 PMI 各分项指数均较 12 月上升(%)

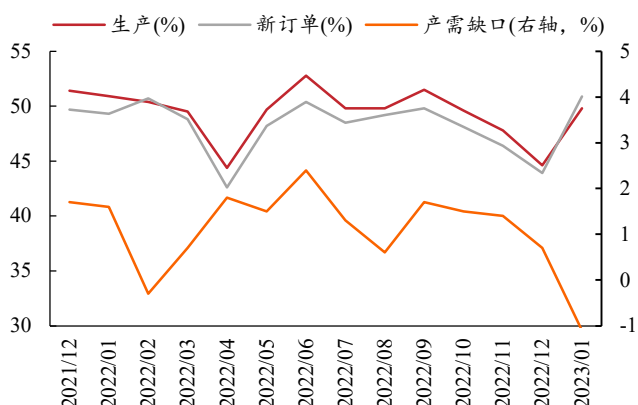


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 制造业：产需回暖，价格较稳，去库或达尾声

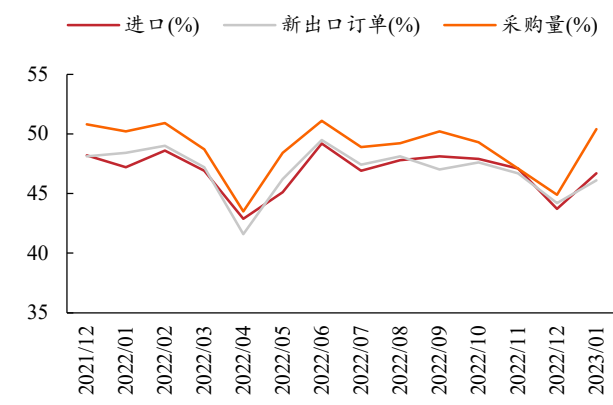
制造业产需景气水平快速回暖。1 月制造业 PMI 生产指数为 49.8%，较前月上升 5.2 个百分点，疫情对生产的扰动减轻，生产端明显恢复；新订单指数为 50.9%，较前月上升 7 个百分点，需求端回暖速度更快于生产端，企业开始为开年后的订单做准备。12 月落实成为感染高峰和疫情影响下的经济底，感染过峰后，制造业产需两端均出现明显改善，而春节假期因素导致生产端修复力度不及需求端。向后看，春节假期在 1 月结束，2 月制造业生产端预计继续改善，回升到景气区间，而 1 月新订单指数大幅上行体现了需求端修复节奏较好，春节错位因素下，制造业将接替服务业成为 PMI 后续上行主要推力。

图表5. 制造业 PMI 产需双双快速上行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

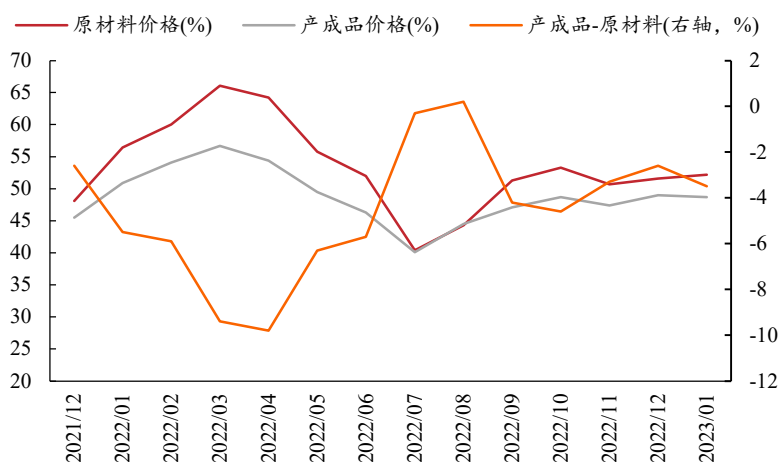
图表6. 内需快速恢复, 外需也有所修复



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

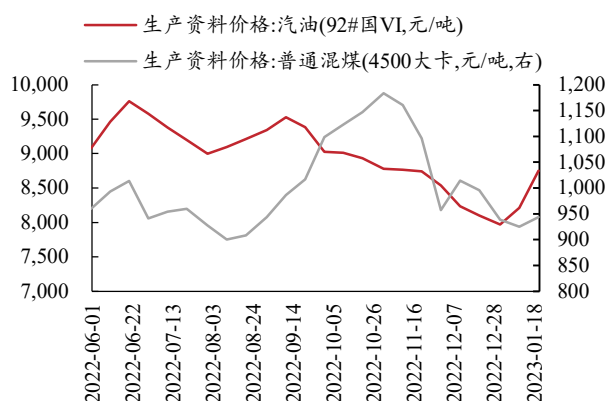
能源价格边际回升叠加黑色、有色金属冶炼加工工业价格延续高位运行, 带动 PMI 价格指数回升。1 月原材料购进指数为 52.2%, 较前月上升 0.6 个百分点; 产成品价格指数为 48.7%, 较前月下降 0.3 个百分点。12 月起汽油价格已显著回升, 而 1 月煤炭价格也边际上行, 能源价格边际回升成为推高 PMI 原材料价格指数的新动力; 另一方面, 黑色、有色金属冶炼加工工业原材料价格高位运行, 对 PMI 原材料价格指数的推升力度不减。

图表7. 原材料、产成品价格双双回升



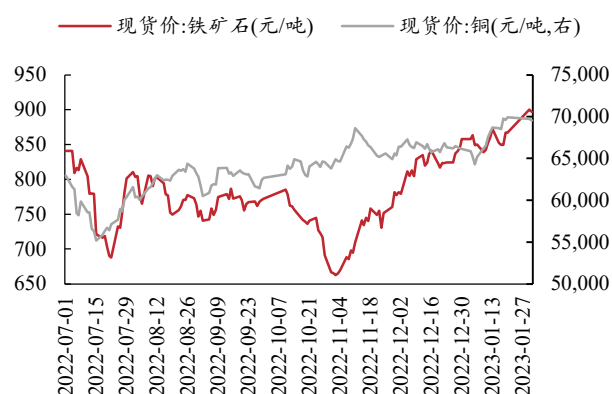
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表8. 1月能源价格边际回升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

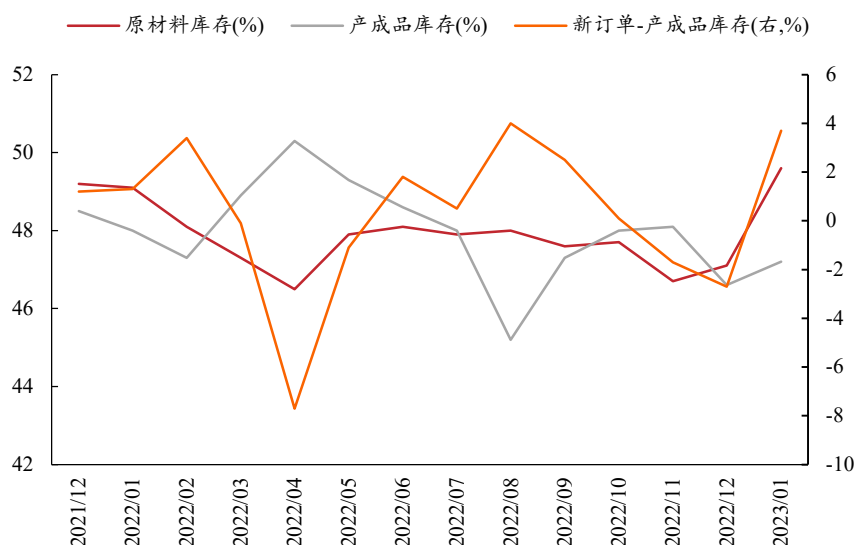
图表9. 黑色、有色金属业原材料价格高位运行



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

本轮去库存在订单和需求恢复下或接近尾声。1月制造业PMI原材料库存指数为49.6%，较前月上升2.5个百分点，产成品库存指数为47.2%，较前月上升0.6个百分点。1月企业订单明显增加，企业为应对订单压力和为后续需求做准备，放缓了原材料去库存节奏，本轮去库或接近尾声。

图表10. 订单增加需求恢复促使企业放缓库存去化节奏

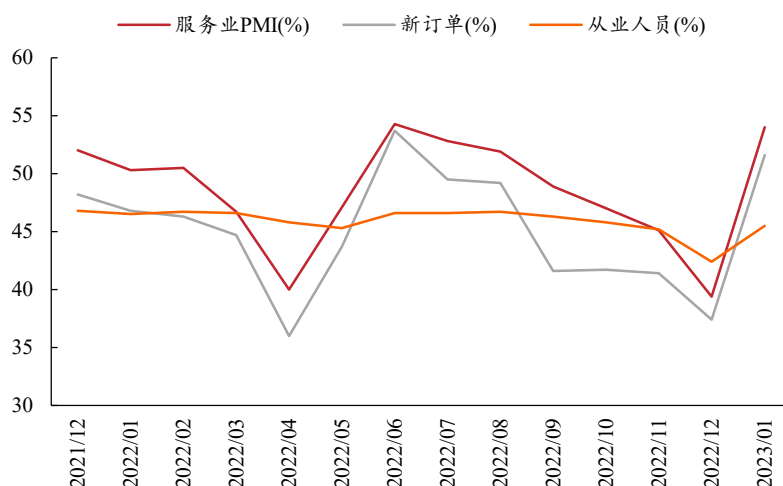


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. 服务业：复苏如期而至

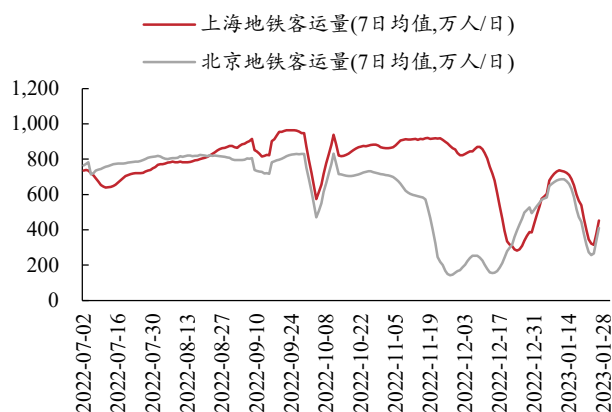
1月服务业如预期复苏。1月服务业商务活动指数为54%，较前月上升14.6个百分点。服务业市场活跃度明显回升，春运因素带动交通运输各行业景气度高企，铁路运输、航空运输、邮政等行业持续处于60%以上高景气区间，执行航班量快速增加；前期受疫情影响较大的零售、住宿、餐饮等线下服务行业商务活动指数均快速重返扩张区间，居民消费意愿明显增强，线下客运流量显著提升。

图表11. 服务业快速恢复景气



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表12. 1月北上地铁客运量显著提升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表13. 1月国内执行航班快速增加



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

4. 建筑业: 新订单增加和从业人员季节性回归支撑建筑业景气

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_51827

