

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

2022 年 11 月 PMI 点评兼论利率影响

经济基本面反复，当前位置适合配置

2022 年 11 月 30 日

宏观利率/定期报告

分析师：

姓名：郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：[guorui@sxzq.com](mailto:guorui@sxzq.com)

核心观点：

- **11 月国内经济景气度继续回落。**具体看，11 月制造业 PMI 回落至 48.0%（前值 49.2%），商务活动 PMI 回落至 46.7%（前值 48.7%），其中服务业回落至 45.1%，建筑业回落至 55.4%。11 月经济景气度回落主要受国内疫情反复、工业企业高库存、信心不足、下游低需求的影响。
- **产需继续放缓，生产回落加快，物流不畅。**11 月制造业新订单指数 46.4%（前值 48.1%），生产指数 47.8%（前值 49.6%），生产和新订单指数分位数均降至 2016 年来的 2.4%。生产与新订单指数之差降低至 1.4%（前值 1.5%），需求不足进一步拖累生产。外需亦有回落，但边际上好于内需，新出口订单指数回落至 46.7%（前值 47.6%）。同时，供应商配送时间指数降至 46.7%，部分调查企业反映受物流运输不畅和上下游企业生产活动受限等因素影响，供应商交货时间滞后和客户订单减少等情况有所增加。
- **企业产成品库存继续升至高位，采购积极性不高，信心大幅回落。**工业企业产成品库存回升至 48.1%（前值 48.0%），2016 年来分位数为 82.9%（前值 79.0%），需求端恢复不强和疫情反复等多重因素扰动下，库存难以快速去化。11 月采购量大幅回落至 47.1%（前值 49.3%），分位数在 2.4%。原材料库存也大幅降低，现值 50.7%（前值 53.3%）。生产经营活动预期指数大幅回落至 48.9%（前值 52.6%），企业经营信心再度下滑。
- **制造业价差恢复减速。**11 月制造业出厂价格指数 47.4%（前值 48.7%），主要原材料购进价格指数 50.7%（前值 53.3%），出厂及购进价差-3.3%（前值-4.6%），价差有所改善，但整体上 9 月以来改善幅度趋缓，企业盈利能力或难以快速恢复。
- **就业有所反复，小型企业、服务业对就业带动大幅回落。**11 月制造业、建筑业、服务业从业人员指数分别为 47.4%（前值 48.3%）、47.1%（前值 47.8%）、45.2%（前值 45.8%）。其中，小型企业从业人员指数 46.7%（前值 48.6%）。
- **市场启示：经济基本面反复，当前位置适合配置。**11 月 PMI 数据不及预期总体上对债券市场影响不大。11 月 16 日以来收益率短端在资金面维稳下有所修复，但长端继续上行，显示中长期经济改善预期依然主导短期市场情绪。复盘历史相似周期，顺周期项恢复前，收益率不存在大幅上行的基础。往前看，经济修复难以一蹴而就，疫情、微观主体信心恢复仍有较大不确定性，逆周期调节政策仍将延续，融资利率向下的推动大概率还需宽货币的配合。未来收益率恢复路径或更类似 2016Q4 或 2019Q4。中期看，收益率在当前位置具有较好的配置机会。
- **风险提示：**疫情形势变化；人民币贬值压力加大；居民信心超预期变化。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

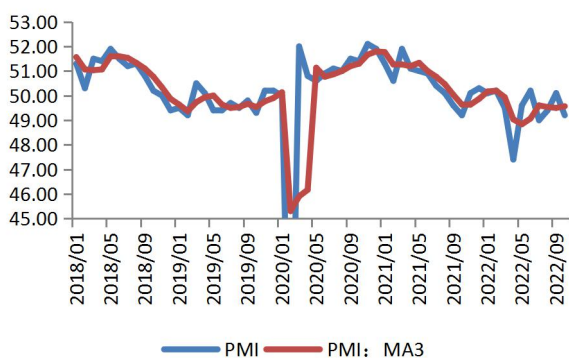
1



## 图表目录

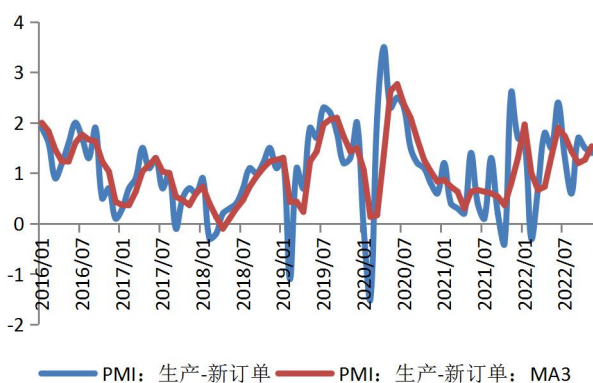
|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图 1: 制造业 PMI (%) .....        | 3 |
| 图 2: 非制造业 PMI:商务活动 (%) .....  | 3 |
| 图 3: PMI: 新订单-生产 (%) .....    | 3 |
| 图 4: PMI: 产成品库存 (%) .....     | 3 |
| 图 5: PMI: 采购量-原材料库存 (%) ..... | 3 |
| 图 6: PMI: 出厂价-购进价 (%) .....   | 3 |

图 1：制造业 PMI (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-新订单 (%)

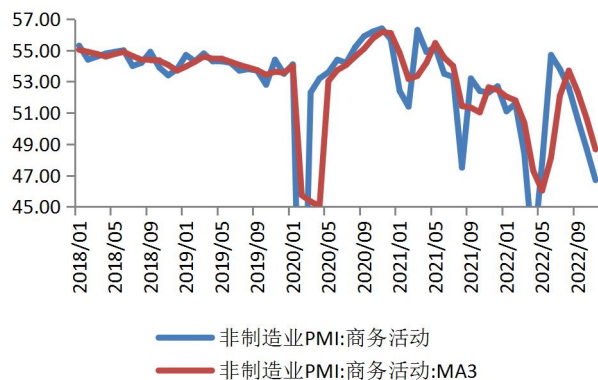


资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：采购量-原材料库存 (%)

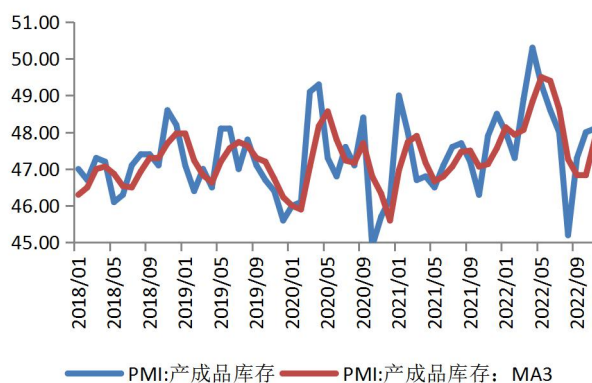


图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



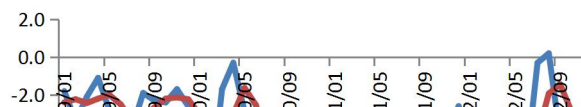
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：产成品库存 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：出厂价-购进价 (%)



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\\_49482](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49482)

