

总量研究

政策优化过程中的冲击

——2022 年 11 月 PMI 数据点评及债市观点

要点

事件

11 月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合 PMI 产出指数分别为 48.0%、46.7% 和 47.1%，分别比 10 月份下降 1.2、2.0 和 1.9 个百分点。

点评

制造业 PMI：连续 2 个月快速下降，反映疫情防控政策优化过程中基本面受到的影响，市场预期有所转弱。受国内疫情点多面广频发等多重因素影响，11 月份制造业采购经理指数为 48%，创下年内第二低，反映疫情防控政策优化过程中经济受到的影响，未来一段时间基本面的演变可能延续这一基调，即当前经济恢复的基础并不稳固。从结构来看，制造业供给放缓；需求指数持续下降，新订单和新出口订单指数继续疲弱；价格环境方面，两项价格指数有所下降；从企业规模看，不同规模企业的 PMI 均继续回落；生产经营活动预期指数波动也有所加大，年内首次降至荣枯线以下。

非制造业 PMI：商务活动景气度继续放缓，建筑业继续位于较高景气区间，服务业则继续回落。11 月非制造业商务活动指数为 46.7%，比 10 月下降 2 个百分点，连续 5 个月回落，且连续两个月位于临界点以下，扩张速度持续放缓。从需求来看，11 月非制造业商务活动新订单指数为 42.3%，比 10 月下降 0.5 个百分点（9 月为 43.1%），连续 5 个月低于临界点，表明非制造业市场需求继续放缓。从行业来看，建筑业继续位于较高景气区间，而服务业景气水平则继续回落。

债市观点

尽管近期债券收益率波动较大，但从全年来看，大体在一个区间波动，10Y 国债收益率波动区间大致在 2.6%-2.9%。展望年末和来年，我们认为，债市的主要驱动因素仍是国内经济的需求端，2023 年需求端的演变大致延续 2022 年 5 月以来的特征，驱动利率向上和向下的因素同时存在。而 2023 年宏观政策整体预计都将以稳增长为导向，延续相对宽松的基调。我们认为，今年年末和 2023 年，10 年期国债收益率将整体维持区间震荡，震荡中枢在 2.75% 左右，全年利率债难以形成趋势性机会，投资者可以逢高配置。

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebcn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebcn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebcn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebcn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebcn.com

联系人：董乃睿

010-56513032
dongnr@ebcn.com

联系人：秦方好

010-56513054
qinfanghao@ebcn.com

相关研报

景气度有所回落——2022 年 10 月 PMI 数据点评及债市观点（2022-10-31）

1、事件

2022年11月30日,国家统计局和中国物流与采购联合会发布了11月中采PMI指数。11月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别为48.0%、46.7%和47.1%,分别比10月份下降1.2、2.0和1.9个百分点。

2、点评

制造业 PMI: 连续 2 个月快速下降, 反映疫情防控政策优化过程中基本面受到的影响, 市场预期有所转弱

受国内疫情点多面广频发等多重因素影响,11月份制造业采购经理指数为48%,比10月下降1.2个百分点,创下年内第二低;制造业PMI指数在9月短暂升至荣枯线以上后,连续两个月降至荣枯线以下。我们在9月制造业PMI数据点评《谨慎看待制造业PMI回升——2022年9月PMI数据点评及债市观点》中指出,当前市场需求仍显疲弱,价格环境并不理想,产成品库存指数上升较快,中小规模企业PMI仍处在荣枯线以下,需要谨慎看待9月PMI数据的回升。10、11月制造业PMI的读数表现,验证了这一判断,反映疫情防控政策优化过程中经济受到的影响,未来一段时间基本面的演变可能延续这一基调,即当前经济恢复的基础并不稳固。

从近年数据表现来看,2019、2020、2021年11月PMI指数环比10月分别变动0.9、0.7、0.9个百分点,均值为0.8个百分点。今年11月制造业PMI环比10月下降1.2个百分点,显著超出了季节性的正常变化。**从结构来看:**

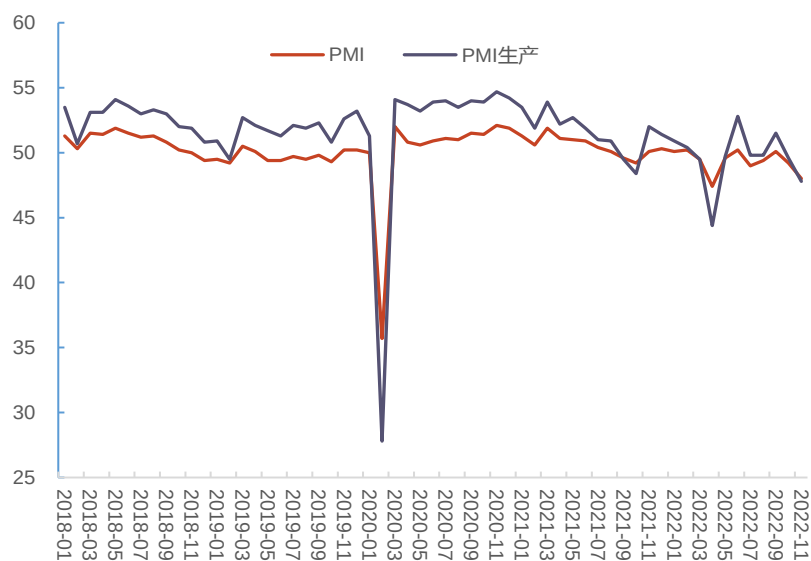
制造业供给放缓。疫情对部分企业生产经营带来冲击,企业生产活动有所放缓,产品订货量减少。11月制造业生产指数为47.8%,比10月下降1.8个百分点,继续位于临界点以下。

需求指数持续下降,新订单和新出口订单指数继续疲弱。需求指数方面,11月新订单指数和新出口订单分别为46.4%、46.7%,均持续处在荣枯线以下,分别比10月变动-1.7、-0.9个百分点,新订单指数下降幅度较大,而新出口订单则继续处在荣枯线以下,且降至5月份水平左右。另外,11月进口指数为47.1%,较10月下降0.8个百分点。

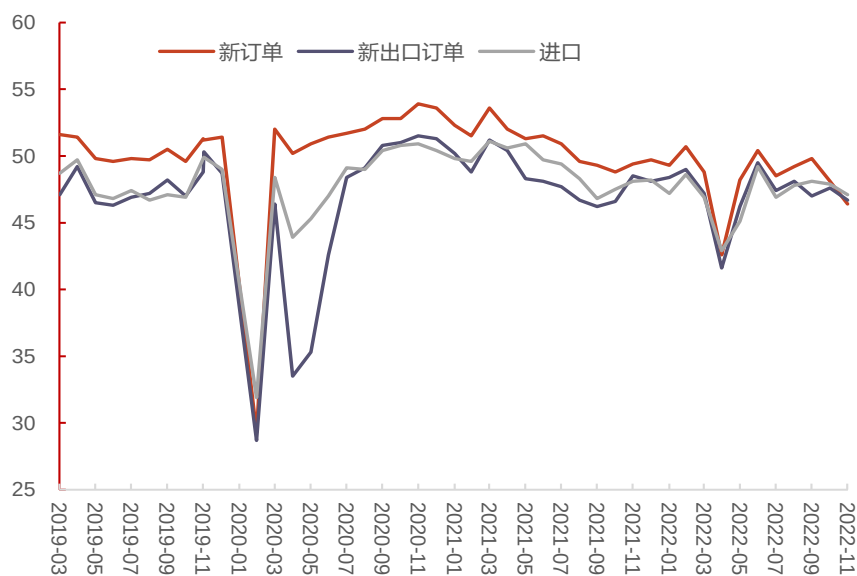
价格环境方面,两项价格指数有所下降。11月原材料购进价格和出厂价格指数分别为50.7%、47.4%,比10月下降2.6、1.3个百分点,制造业原材料采购价格总体涨幅收窄,而受市场需求走低等因素影响,出厂价格指数连续7个月均处在荣枯线以下。

从企业规模看,不同规模企业PMI均继续回落。10月大型、中、小型企业PMI较9月分别回落1、0.8和0.1个百分点;而11月,大、中、小型企业PMI分别为49.1%、48.1%和45.6%,比10月下降1.0、0.8和2.6个百分点,均低于临界点。

另外,11月生产经营活动预期指数的波动也有所加大,年内首次降至荣枯线以下。11月生产经营活动预期指数为48.9%,低于10月3.7个百分点(10月较9月只下降0.8个百分点),年内首次降至荣枯线以下,制造业市场预期总体有所回落。

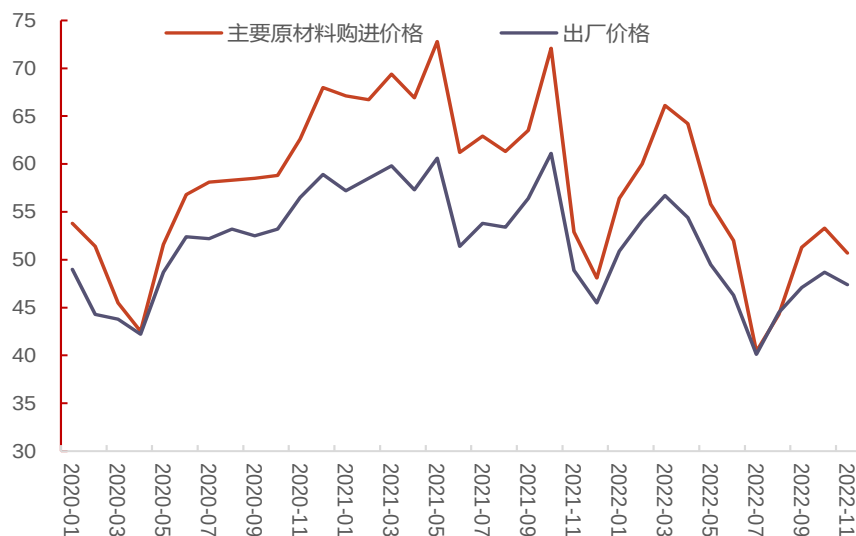
图表 1：11 月制造业 PMI 和生产分项分别较 10 月下降 1.2、1.8 个百分点


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

图表 2：11 月新订单和新出口订单指数均继续下降


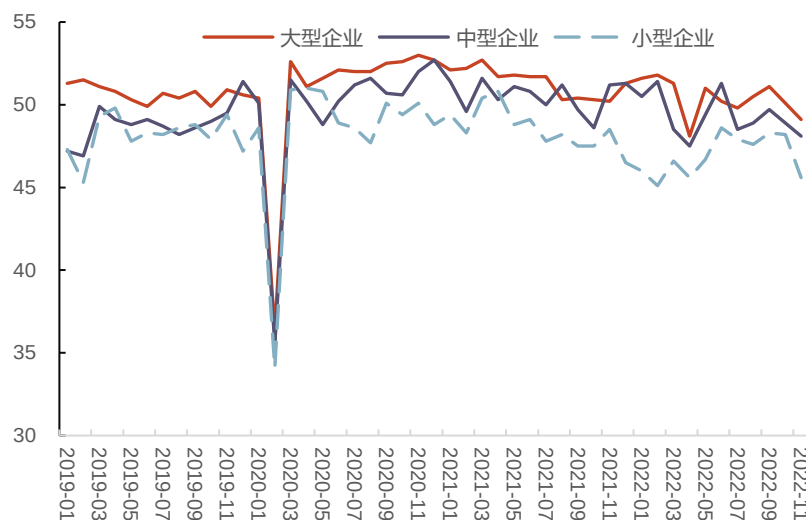
资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

图表 3：11 月两项价格指数读数均有所回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

图表 4：11 月不同规模企业 PMI 均继续下降



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

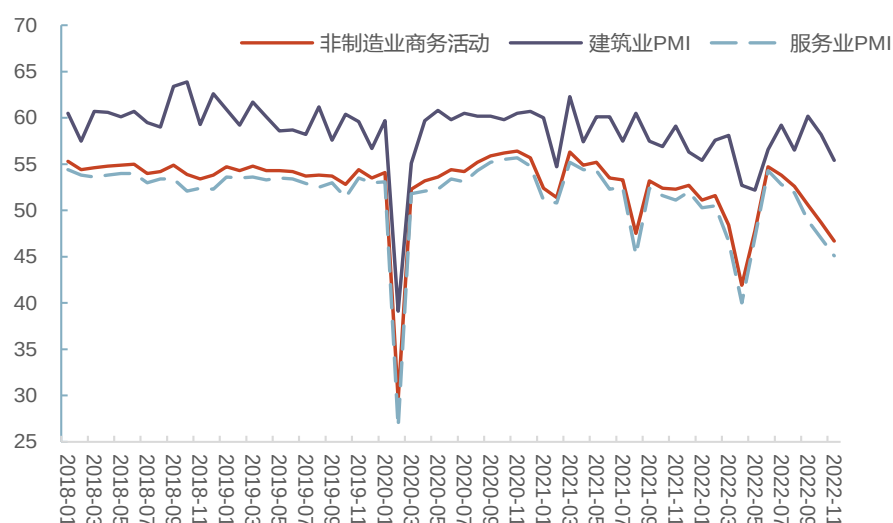
非制造业 PMI：商务活动景气度继续放缓，建筑业继续位于较高景气区间，服务业则继续回落

11 月非制造业商务活动指数为 46.7%，比 10 月下降 2 个百分点，连续 5 个月回落，且连续两个月位于临界点以下，扩张速度持续放缓。

从需求来看，11 月非制造业商务活动新订单指数为 42.3%，比 10 月下降 0.5 个百分点（9 月为 43.1%），连续 5 个月低于临界点，表明非制造业市场需求继续放缓。

从行业来看，建筑业继续位于较高景气区间。11月建筑业商务活动指数为55.4%，比10月回落2.8个百分点，但连续6个月位于55.0%以上较高景气区间，反映建筑业总体保持较快增长；其中，土木工程建筑业商务活动指数为62.3%，较10月高出1.5个百分点，企业施工进度有所加快。服务业景气水平则继续回落。11月份，部分地区受疫情影响较大，市场活跃度降低，服务业恢复有所放缓。11月服务业商务活动指数降至45.1%，比10月下降1.9个百分点，连续5个月下降。根据国家统计局的调查，在调查的21个行业中，有15个位于收缩区间，其中道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等接触性聚集性行业商务活动指数低于38.0%，行业业务总量明显回落。

图表 5：11月非制造业商务活动指数继续回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

3、债市观点

近期债市波动较大，如11月14日、25日，10Y国债收益率分别较前一交易日上升了10bp和3.5bp，而11月17日、23日10Y国债收益率则均下降了3bp。但如果拉长时间观察，可以看到，今年利率债大体在一个区间波动，10Y国债收益率波动区间大致在2.6%-2.9%。

展望年末和来年，我们认为，债市的主要驱动因素仍是国内经济的需求端，2023

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_49567

