

## 宏观利率

## 2022年9月 PMI 点评兼论利率影响

## 经济“筑底”，收益率短期可能维持高位

2022年9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：

- **9月制造业景气度继续恢复，商务活动表现低迷。**高温天气影响消退，基建、汽车领域需求释放带动相关生产链条恢复加快，季节性旺季等因素下，9月制造业 PMI 回升至 50.1%（前值 49.4%）。但商务活动尤其是服务业景气度边际下滑，商务活动 PMI 回落至 50.6%（前值 52.6%），服务业 PMI 大幅回落至 48.9%（前值 51.9%）。建筑业 PMI 回升至 60.2%（前值 56.5%）。
- **需求边际弱恢复，生产好于需求。**9月制造业新订单指数 49.8%（前值 49.2%），近3个月新订单指数平均值分位数在2016年以来的8.7%，需求端恢复的持续性还有待观察。三季度生产的恢复也主要集中在9月，生产 PMI 为 51.5%（前值 49.8%），但近3个月均值分位数仅为 11.2%。新订单指数与生产指数之差再度回落至-1.7%，显示生产恢复仍好于需求。
- **企业产成品库存再度回升，采购积极性不高。**工业企业在8月集中去库存后，9月产成品库存边际再次回升至 47.3%（前值 45.2%），处于2016年来 63.7%分位（前值 6.3%），可见需求端恢复不够强势和企业信心不足的情况下，库存去化过程反复。9月采购量企稳回升至 50.2%（前值 49.2%），分位数在 20%。原材料库存边际下滑至 47.6%（前值 48.0%）。生产经营活动预期指数 53.4%（前值 52.3%），分位数 11.2%，企业信心恢复有限。
- **制造业价差恢复减速。**9月 PMI 制造业出厂价格 47.1%（前值 44.5%），主要原材料购进价格 51.3%（前值 44.3%），出厂及购进价差-4.2%（前值 0.2%），5月以来的价差改善出现反复，但近12个月平均价差仍微幅改善至-5.4%（前值-5.6%），整体上盈利层面还难以推动企业信心恢复。
- **就业仍处于缓慢恢复通道。**9月制造业、建筑业、服务业从业人员指数分别为 49.0%（前值 48.9%）、48.3%（前值 47.7%）、46.3%（前值 46.7%），服务业就业恢复出现波折，制造业就业处于缓慢恢复通道，基建从业情况边际改善但整体处于低位。
- **市场启示：经济“筑底”，新一轮“稳增长”关注度提升，收益率短期可能高位均衡。**9月生产端表现依然好于需求端，在低基数、生产旺季和重点领域加快形成实物总量情况下，经济将继续“筑底”。微观主体信心恢复偏慢、外需放缓的情况下，需求端能否持续改善最终还需观政策。目前看，部分城市首套住房贷款利率下限放宽，央行提出推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本，宽信用仍有空间。货币政策短期受美联储加息预期和人民币贬值的影响，宽松节奏可能放缓。9月下旬以来资金利率加快向政策利率靠拢。整体上，收益率短期可能高位均衡，边际上关注资金利率在10月能否回调带来交易机会。
- **风险提示：**二十大政策布局超预期；人民币贬值压力继续加大。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

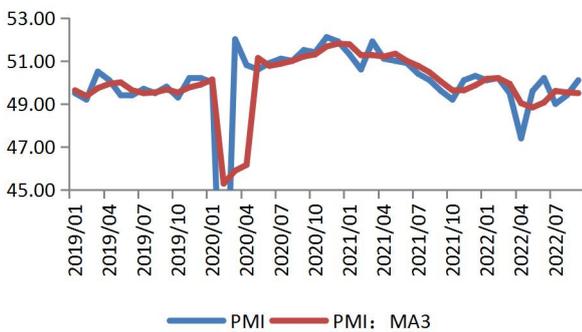




## 图表目录

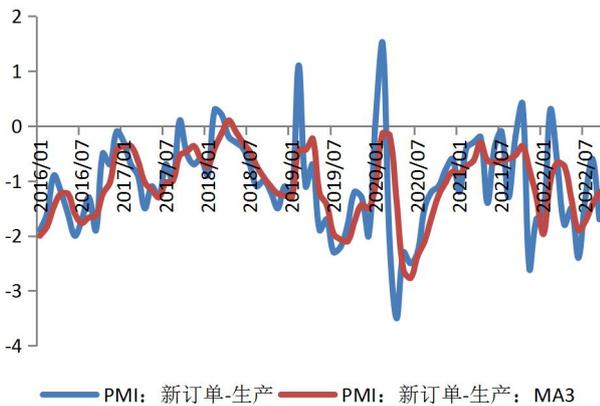
图 1: 制造业 PMI (%) .....	3
图 2: 非制造业 PMI:商务活动 (%) .....	3
图 3: PMI: 新订单-生产 (%) .....	3
图 4: PMI: 产成品库存 (%) .....	3
图 5: PMI: 采购量-原材料库存 (%) .....	3
图 6: PMI: 出厂价-购进价 (%) .....	3

图 1：制造业 PMI (%)



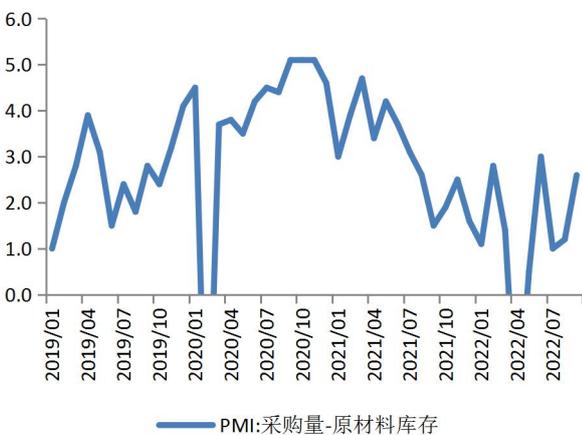
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：新订单-生产 (%)



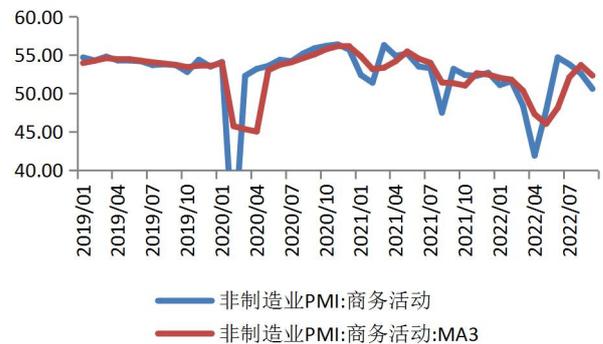
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：采购量-原材料库存 (%)



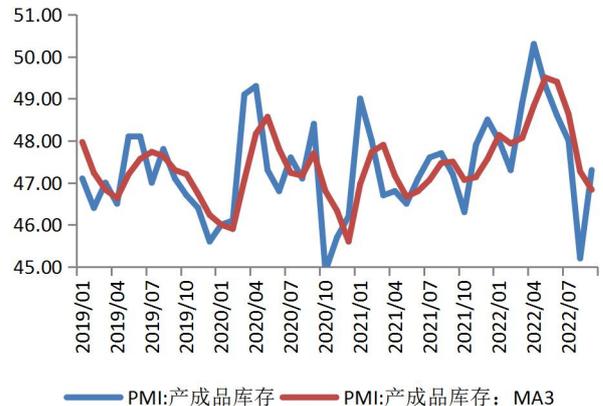
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



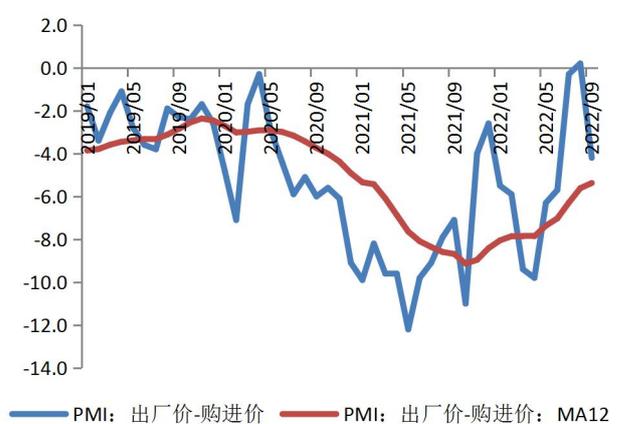
资料来源：wind，山西证券研究所

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 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：



#### 上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话：010-83496336