

## 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



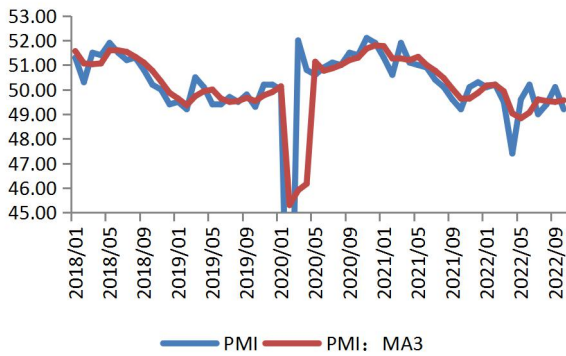


## 图表目录

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

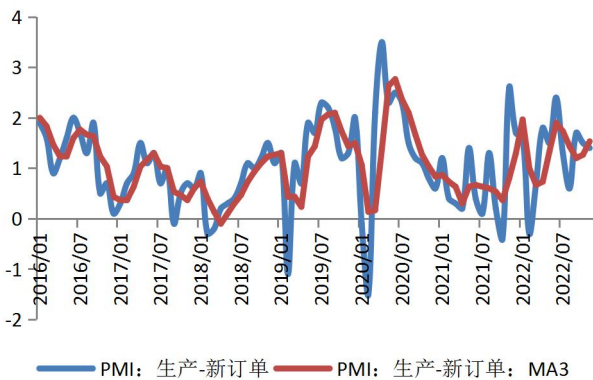


图 1：制造业 PMI (%)



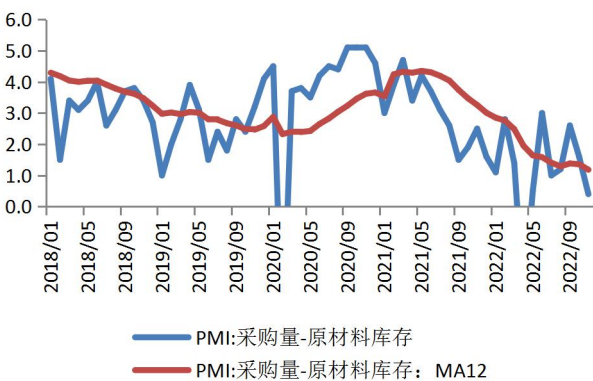
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-新订单 (%)



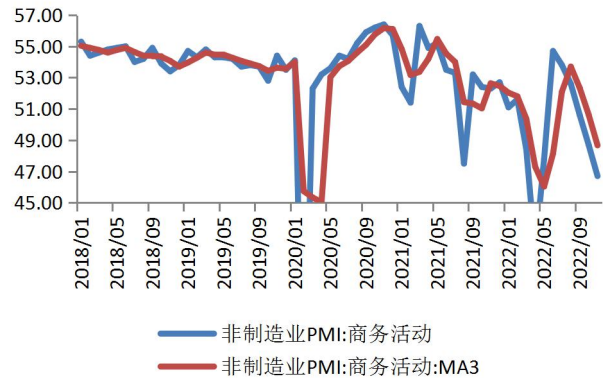
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：采购量-原材料库存 (%)



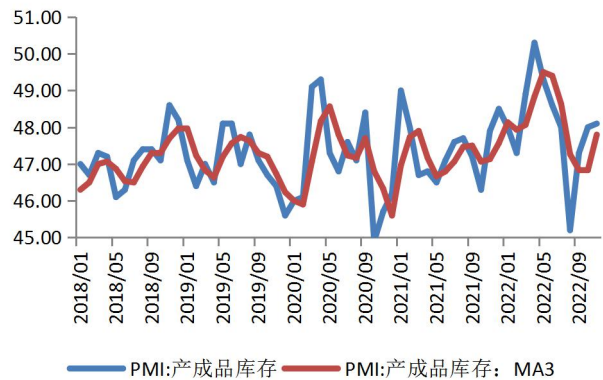
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



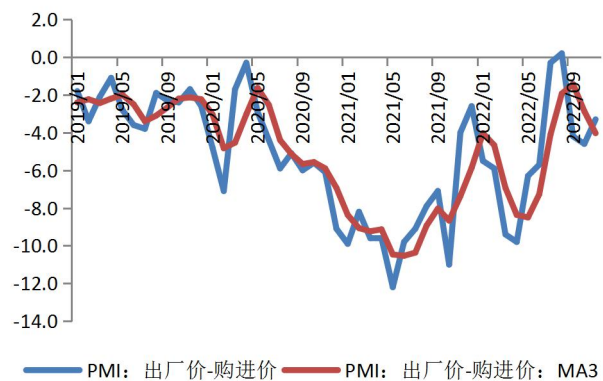
资料来源：wind，山西证券研究所

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。本报告清晰准确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,本报告的任何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