

宏观利率

2023年1月PMI点评兼论利率影响

PMI喜中有忧，债市短期存在机会

2023年1月31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

核心观点:

- **随着生产生活秩序逐步恢复，PMI重返扩张区间。**1月经济景气度回升主要受感染高峰度过以及春节效应带来的生产生活秩序恢复的影响，主要表现为服务业的快修复。同时，随着政策推动重大项目开工建设，建筑业保持较快扩张。制造业恢复相对偏慢。具体看，1月制造业PMI回升至50.1%（前值47.0%），商务活动PMI回升至54.4%（前值41.6%），其中服务业回升至54.0%（前值39.4%），建筑业回升至56.4%（前值54.4%）。
- **制造业供需同步改善，需求恢复快于生产。**1月制造业新订单指数50.9%（前值43.9%），生产指数49.8%（前值44.6%），分位数分别恢复到2016年以来的11.9%、41.6%。生产指数与新订单指数之差降低至-1.1%（前值0.7%），显示生产恢复小于需求，边际上主要反映春节假期对用工的影响，但高库存和整体需求偏低是主因。1月需求端边际改善主要体现在消费和基建上，地产、出口不佳。在就业、收入改善还需时日的情况下，消费改善的持续性也有待观察。根据统计局的调查，1月份反映市场需求不足的制造业和服务业企业仍然较多，市场需求不足仍是当前企业生产经营面临的首要问题。
- **企业产成品库存指数有所回升，同时原材料库存和信心指数也在上升。**工业企业产成品库存边际回升较为明显，结合12月产成品存货同比9.9%的增速水平看，企业库存水平依然不低。生产经营活动预期指数恢复到55.6%（前值51.9%），原材料采购明显增加，原材料库存指数为47.7%（前值44.8%），分位数达到2016年以来的97.6%，但整体的采购量是50.4%，分位数是27.3%，显示高库存和需求持续性有待观察的情况下，企业经营和生产信心在修复中还存在顾虑。
- **制造业价差修复出现波折。**1月制造业出厂价格指数48.7%（前值49.0%），主要原材料购进价格指数52.2%（前值51.6%），出厂价格及购进价格指数价差为-3.5%（前值-2.6%），受原材料价格回升影响，制造业价差改善受阻。
- **市场启示：PMI喜中有忧，债市短期存在机会。**春节期间的出行和消费高斜率恢复已体现在1月的行情中，2月是主要经济数据空窗期，最新的PMI“喜中有忧”，同时面临去年1-2月的消费、地产投资、基建的高基数，因此今年1-2月经济数据全面超预期的概率较低。展望一季度，货币政策依然偏松，经济修复下的降息概率降低，但通过结构性或其他的方式来完成宽松，推动综合融资成本下降的概率不低。资金面依然受到呵护。从1月市场表现看，在资金面波动加大的情况下，10年和1年国债收益率利差在75bp左右，分位数约在2018年以来的70%，反映市场对短期经济预期有一定分歧。我们判断10年国债在2.9%处短期存在交易机会。中长期依然维持谨慎。
- **风险提示：**疫情形势、居民信心、地产政策超预期变化。



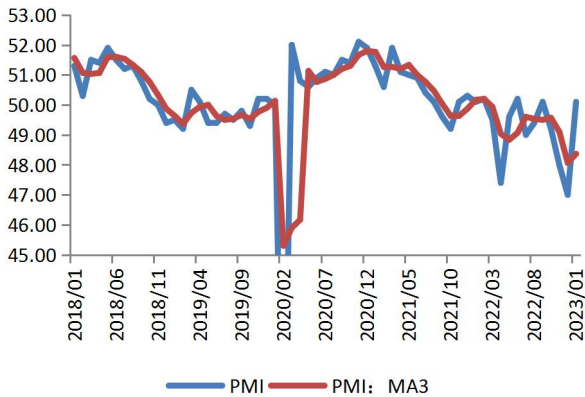


图表目录

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

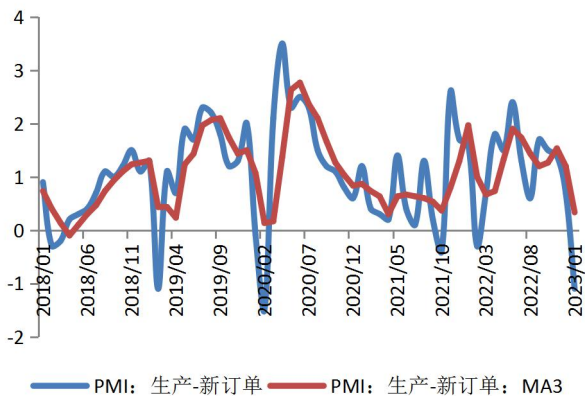


图 1：制造业 PMI (%)



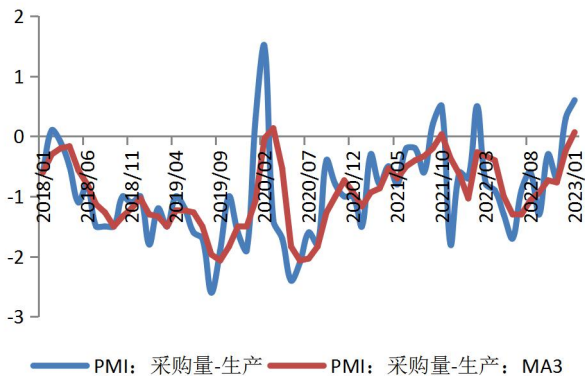
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-新订单 (%)



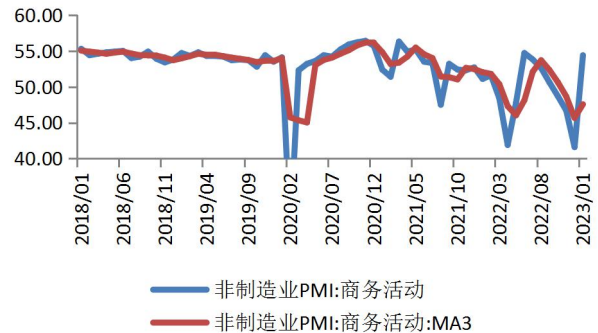
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：PMI：采购量-生产 (%)



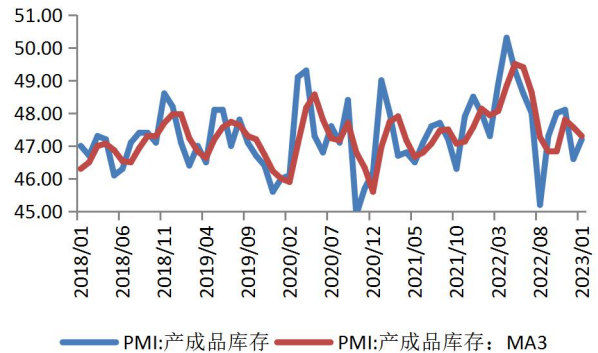
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



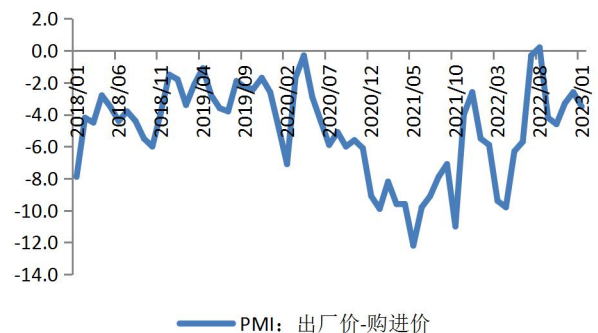
资料来源：wind，山西证券研究所

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：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。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

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

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