

宏观利率

2023年9月PMI点评兼论利率影响

经济延续改善，收益率步入震荡

2023年10月1日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com

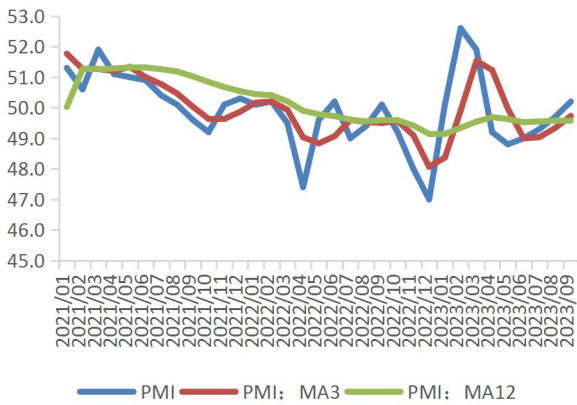
核心观点：

- **市场启示：经济边际改善，“政策底”需进一步夯实，收益率或延续反弹。**9月PMI显示经济延续改善，新增需求回暖未来仍大概率带动生产改善，但整体来说内生驱动改善程度有限，据统计局调查，9月反映行业竞争加剧、原材料成本高和资金紧张的制造业企业占比均比上月有所上升，未来仍需“政策底”进一步夯实和见效。近期十年国债收益率反弹一方面源于经济边际改善，另一方面，9月存款利率下调有利于缓和商业银行净息差压力，改善信贷性价比。短期看，上述逻辑仍将延续，判断9-10月收益率偏震荡。
- **制造业景气度回升到扩张区间，非制造业景气度扩张加快。**9月制造业PMI为50.2%（前值49.7%），连续4个月回升，4月份以来首次升至扩张区间。9月非制造业商务活动PMI为51.7%（前值51.0%），非制造业扩张力度有所增强，其中服务业PMI为50.9%（前值50.5%），随着高温多雨天气影响逐渐消退，建筑业生产施工加快，建筑业PMI反弹至56.2%（前值53.8%）。
- **制造业产需继续改善。**9月生产指数为52.7%（前值51.9%），连续两个月改善，在手订单指数为45.3%（前值45.9%）。生产边际上好于在手订单，生产和在手订单之差回升至7.4%（前值6.0%）。新订单指数为50.5%（前值50.2%），和产成品库存指数之差回升至3.8%（前值3.0%），新出口订单指数恢复至47.8%（前值46.7%）。经验上看，新订单和产成品库存指数之差的拐点领先生产指数，该指标继续回升预示生产依然有向上动力。
- **工业企业库存水平有所下降。**9月产成品库存指数46.7%（前值47.2%），三季度工业企业整体库存水平虽有下降，但整体依然不低；统计局公布的8月工业企业名义产成品存货增速为2.4%（前值1.6%），剔除价格因素，实际产成品库存增速为5.6%（前值6.3%）。产成品存货的名义增速和实际增速分位数分别处于2016年以来的15.6%、56.6%。
- **价格水平抬升，四季度或仍波动上行。**9月国内价格指数回升，主要原材料购进价格指数回升至59.4%（前值56.5%），出厂价格指数回升至53.5%（前值52.0%）。继8月CRB现货指数跌幅扩大后，9月CRB现货指数跌幅再度收窄，主因近期全球制造业景气度有所企稳。从CRB指数对国内工业品价格领先性看，国内工业品价格未来仍是波动上行态势。9月出厂和购进价格差进一步负向扩大至-5.9%（前值-4.5%），中游企业盈利能力面临短期波动。
- **预期指数和采购量指数稳定回升。**9月制造业、建筑业、服务业生产经营活动预期指数分别为55.5%（前值55.6%）、61.8%（前值60.3%）、58.1%（前值57.8%）。制造业采购量指数边际回升至50.7%（前值50.5%）。采购相对于生产继续回落，相对于原材料库存略有回升。
- **就业情况仍不佳。**9月制造业、建筑业就业情况回升，服务业就业情况回落。
- **风险提示：**国内稳增长政策超预期；外需大幅回落；地缘政治风险。



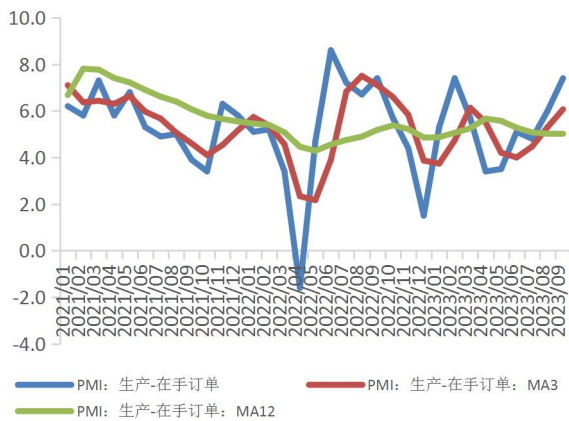


图 1：制造业 PMI (%)



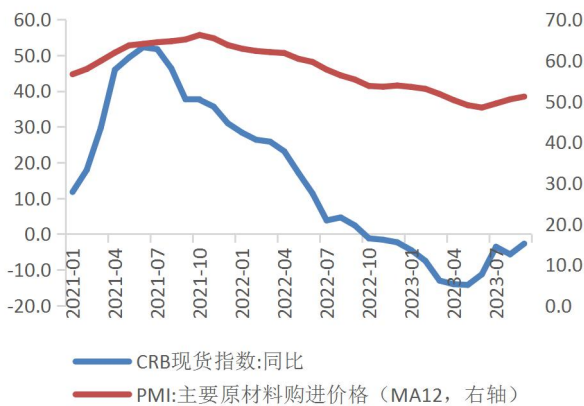
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-在手订单 (%)



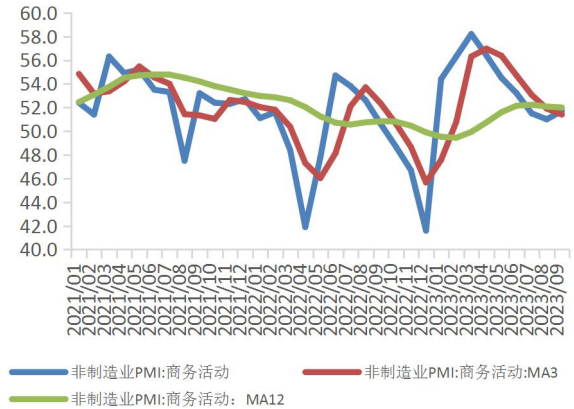
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：CRB 现货指数领先 PMI 出厂价格指数 (%)



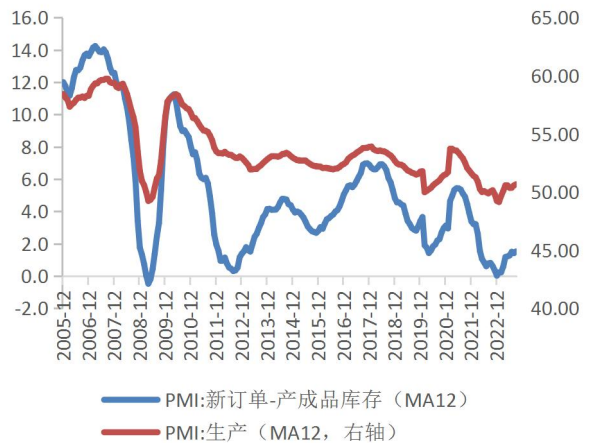
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



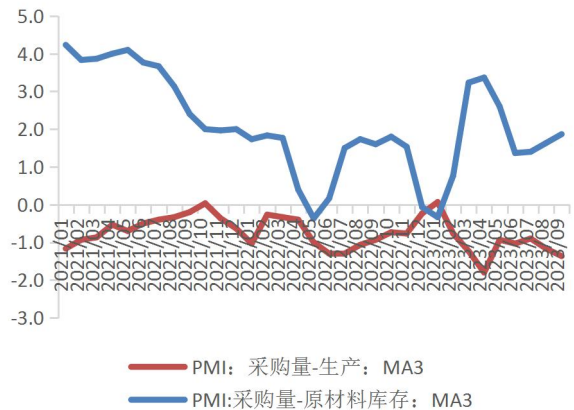
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：新订单和产成品库存指数之差领先生产指数 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：采购量-生产、采购量-原材料库存 (%)



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

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

