

债券动态跟踪报告

PMI 缘何超预期走弱？

证券分析师

刘璐 投资咨询资格编号
S1060519060001
LIULU979@pingan.com.cn

郑子辰 投资咨询资格编号
S1060521090001
zhengzichen160@pingan.com.cn



事项：

10月31日，国家统计局公布10月PMI。10月制造业PMI为49.5%，环比下降0.7个百分点，低于荣枯线和Bloomberg一致预期。非制造业PMI环比下行1.1个百分点至50.6%。

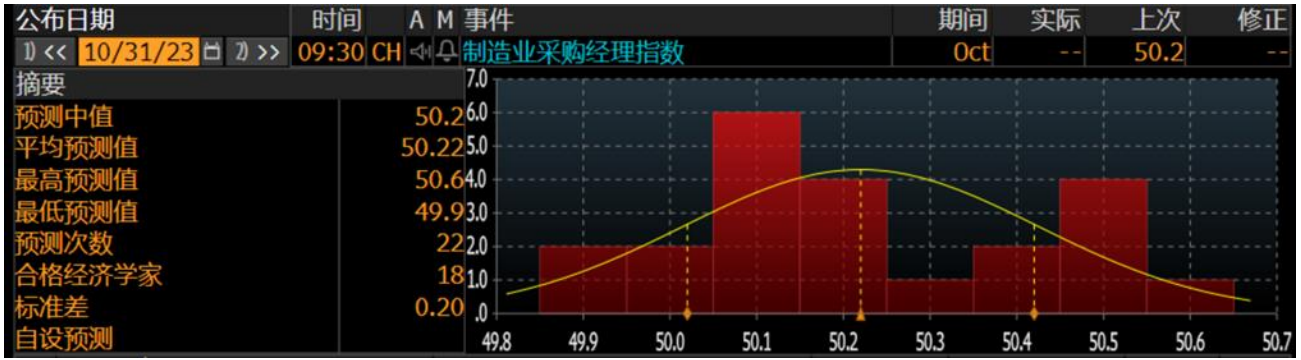
平安观点：

- **本月制造业 PMI 缘何超预期走弱？** 制造业 PMI 走弱有一定的季节性因素，本月只有 17 个工作日，过去 5 年 10 月的 PMI 往往环比走弱，但本月表现仍低于季节性。从制造业 PMI 的五大构成分项来看，除了生产仍在荣枯线以上，其余的四大构成指数均为负向拉动。具体来看，10 月需求整体走弱，生产尽管高于荣枯线，但环比也呈现下行趋势，生产的回落一方面与需求的回落有关，另一方面与库存和盈利预期有关，当前工业企业的库销比仍处在高位，钢厂盈利率持续回落也削弱增产意愿。库存方面，10 月整体呈现出被动累库的状态。价格方面，出厂价格和原材料价格环比均有明显下降，主要系石油产业链化工产品整体下跌。企业的经营预期小幅改善，信心的改善可能与 10 月 24 日万亿国债的增发落地有关。分行业角度，大多数行业的 PMI 绝对值处在下行区间，本月表现相对强劲的行业主要是下游的汽车（60.1%）、医药（59.5%）、造纸印刷文教（59.7%）。
- **非制造业 PMI 环比下行，交运类和餐饮住宿类表现相对较好。** 非制造业 PMI 环比下行 1.1 个百分点至 50.6%，服务业 PMI 10 月下行 0.8 个百分点至 50.1%，表现相对较好的主要系受节假日利好的交通运输类和餐饮住宿业；建筑业 PMI 环比下降 2.7 个百分点至 53.5%。
- **策略方面，短端品种的赔率可能更合适。** 不及预期的 PMI 数据反映出经济修复的韧性仍然不足。中期来看，年内 5000 亿的国债资金使用量将带来对于基建投资的支撑，11 月的 PMI 一方面有季节性修复的空间，另一方面也受到基建支撑的一定利好。但年内仍有 1.6 万亿政府债待发（不考虑特殊再融资债），在国债资金落地使用之前，短期债市的关注点仍聚焦资金面。若国债采用市场化发行、央行以 OMO 等方式投放流动性，则资金中枢可以稳定，波动在所难免。从赔率看，存单价格向上突破 MLF，曲线平坦，短端赔率合适。长端可能有两类机会可保持观察，一个是流动性冲击带来超调可择机介入；二是需要看到经济内生动能进一步回落，宜进一步跟踪基本面高频数据。
- **风险提示：** 货币政策转向，通胀超预期，海外货币政策收紧持续性超预期。

■ 制造业 PMI 整体走弱，低于市场预期

10月制造业 PMI 为 49.5%，环比下降 0.7 个百分点，低于荣枯线和 Bloomberg 一致预期。制造业 PMI 重回压缩区间，低于荣枯线 0.5 个百分点；此前 Bloomberg 一致预期为 10 月 PMI 预测中值为 50.2%（图表 1），预测值和 9 月份数值持平，而实际值低于市场一致预期。

图表1 10月制造业 PMI 低于预期



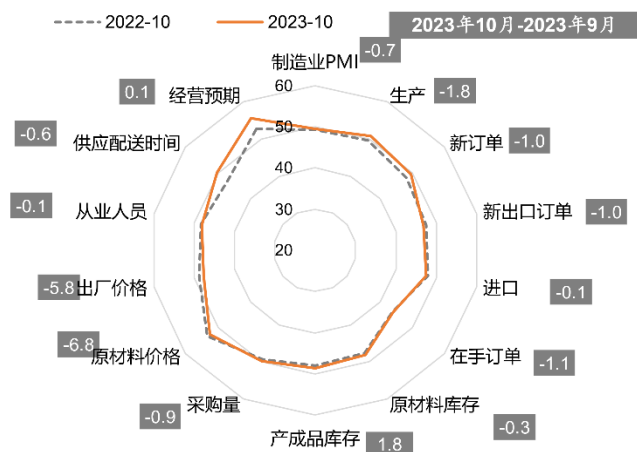
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

本月制造业 PMI 缘何超预期走弱？

1、制造业 PMI 走弱有一定的季节性因素，但本月表现仍低于季节性。由于 10 月份的中秋+国庆假期，10 月的工作日一般偏少（本年仅 17 个工作日），2018-2022 年 5 年间，每年 10 月的制造业 PMI 环比均有回落，平均回落幅度为 0.5 个百分点，而本月的环比回落幅度为 0.7 个百分点，表现仍然弱于过往季节性。

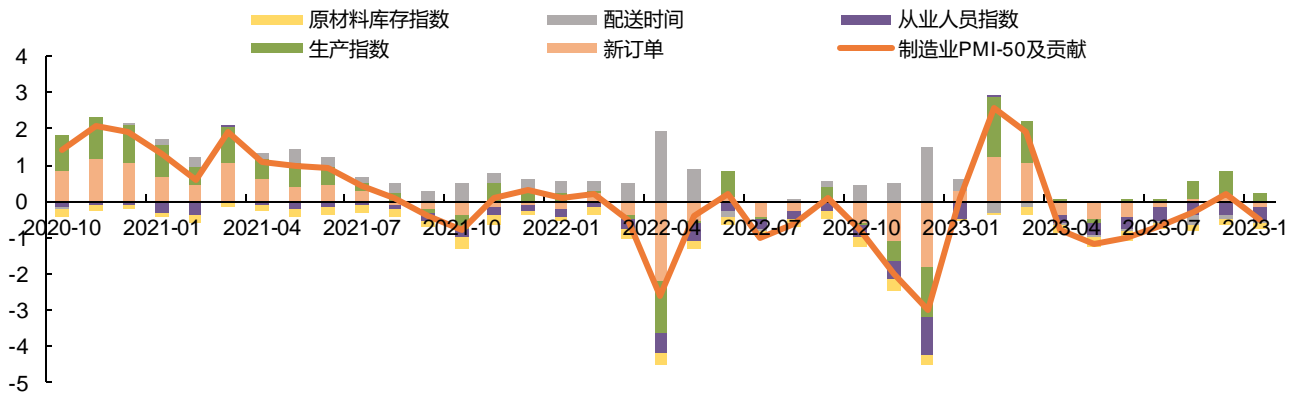
2、从制造业 PMI 的五大构成分项来看，除了生产仍在荣枯线以上，其余的四大构成指数均为负向拉动。我们测算拖累作用主要来源新订单、从业人员指数和原材料库存，分别向下拉动制造业 PMI 0.2、0.4 和 0.2 个百分点；向上拉动的主要是生产指数，拉动了 0.2 个百分点（图表 3）。

图表2 10月制造业 PMI 及分项（%）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 除了生产指数对PMI的贡献率为正外，其余四个分项均为负(%)

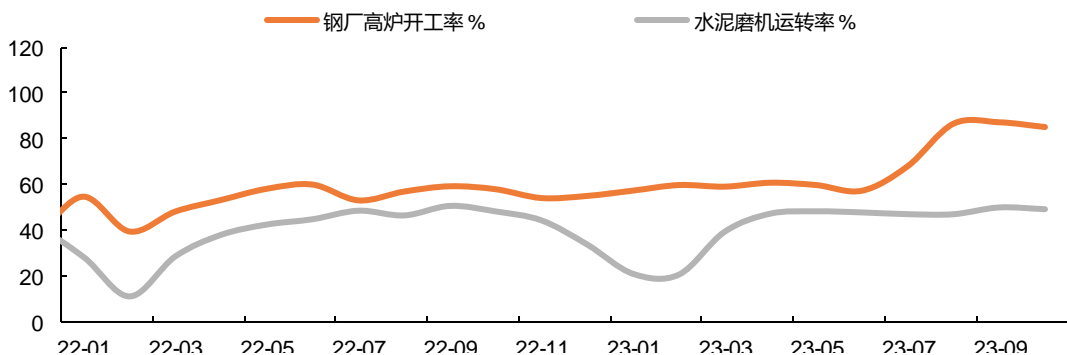


资料来源: Wind,平安证券研究所

3、具体来看: **(1) 10月需求整体走弱**, 新订单指数环比回落1个百分点至49.5%, 从分项来看内需、外需同步走弱, 出口订单指数回落1个百分点至46.8%, 进口回落0.1个百分点至47.5%。**(2) 生产尽管高于荣枯线, 但环比也呈现下行趋势**, 生产指数环比回落1.8个百分点至50.9%, 和高频数据互相验证, 10月当月的钢厂高炉开工率和水泥磨机运转率的绝对值水平仍处在高位, 但环比均有小幅回落(图表4)。生产的回落一方面与需求的回落有关, 另一方面与库存和盈利预期有关, 当前工业企业的产销比仍处在高位, 钢厂盈利率持续回落也削弱增产意愿(247家钢厂盈利率10月均值为22.6%, 环比9月的42.1%进一步下降); **(3) 10月整体呈现出被动累库的状态**, 一方面新订单指数下降且低于荣枯线, 需求走弱背景下, 企业边际减缓生产、减少采购量, 原材料库存环比下降0.3个百分点, 采购量环比下降0.9个百分点, 而另一方面, 企业的产成品库存指数环比上升1.8个百分点, 整体呈现出被动累库的形态。**(4) 价格方面, 出厂价格和原材料价格环比均有明显下降**, 但原材料价格仍在荣枯线以上, 出厂价格和原材料价格分别环比下降了5.8和6.8个百分点至47.7%和52.6%。从高频数据来看, 南华价格指数显示10月份工业品指数环比下降1.18%, 主要系能化环比下降4.0%, 拖累工业品价格表现(图表5)。更进一步, 10月商品价格主要系石油产业链化工产品整体下跌, 煤炭、螺纹钢价格整体有所回升(图表6)。**(5) 企业的经营预期微幅改善**, 10月企业的经营预期指数回升0.1个百分点至55.6%的高位水平, 和其他的数据多数回落的表现相反, 我们认为信心的改善可能与10月24日万亿国债的增发落地有关, 企业的对未来的财政发力支撑经济的信心有一定的改善。

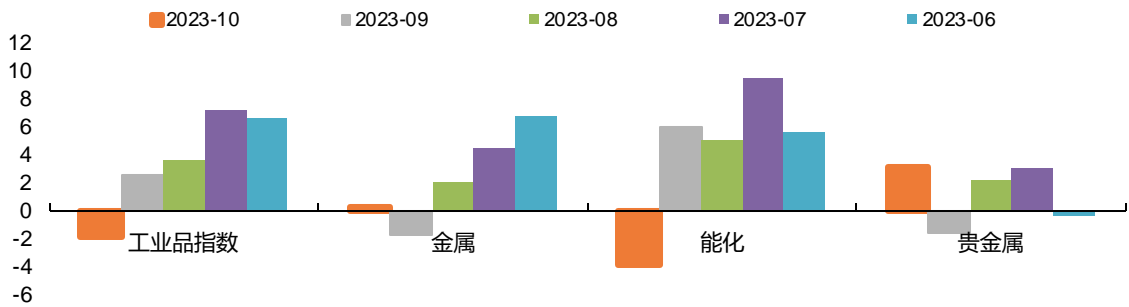
4、分行业角度, 大多数行业的PMI绝对值处在下行区间, 本月表现相对强劲的行业主要是下游的汽车(60.1%)、医药(59.5%)、造纸印刷文教(59.7%); 中游的电子通信计算机(58.8%)、专用设备(58.6%)。而本月表现较弱的行业有服装(48%)、食品(46.4%)和处于上游的石油炼焦(39.6%)等行业, 与行业链条传导相符, 上游原材料处于见顶回落态势, 景气度传导至中游设备。

图表4 高频数据验证生产高位小幅回落



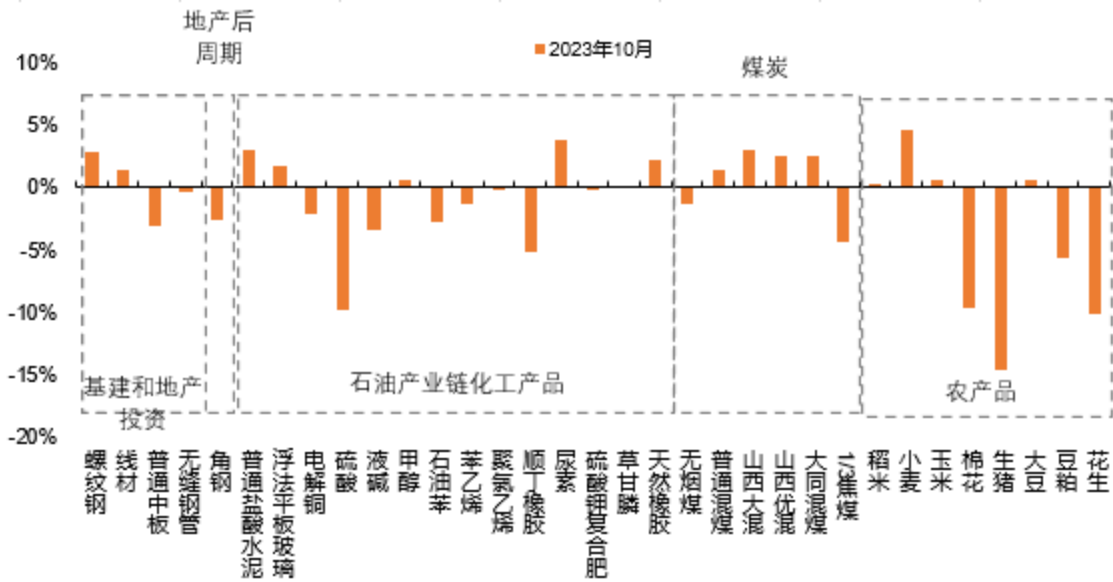
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 工业品中，能化价格下降明显（%）



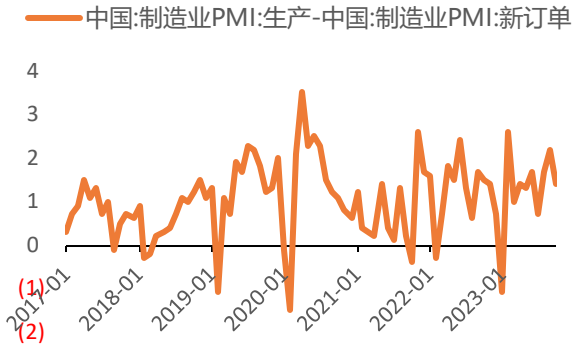
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表6 更进一步则主要系石油产业链化工产品整体下跌，煤炭、螺纹钢价格整体有所回升



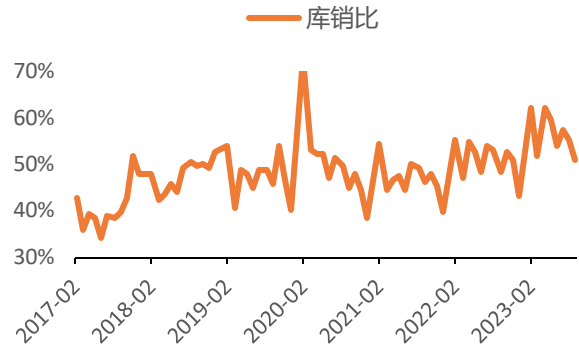
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表7 制造业生产指数与需求指数差值达到 2017 年以来 64%分位数 (百分点)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表8 库销比仍然偏高, 在 2017 年以来约 70%分位数 (倍)



资料来源: Wind, 平安证券研究所;

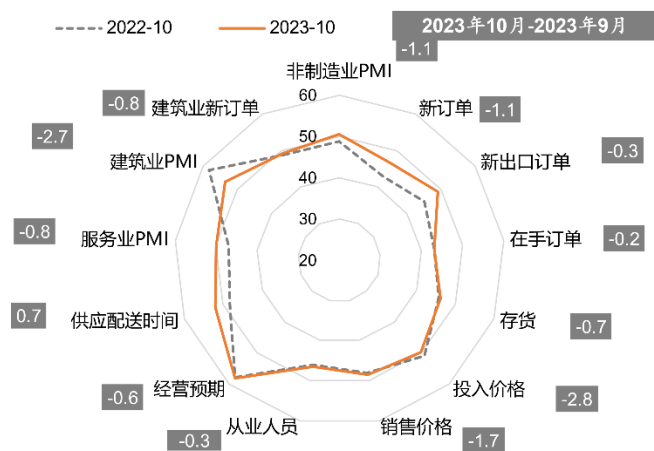
■ 非制造业 PMI 环比下行, 高新技术类、交运类和餐饮住宿类表现相对较好

非制造业 PMI 环比下行 1.1 个百分点至 50.6%。非制造业 PMI 在此前连续 5 个月的环比下行后, 9 月略有上行, 10 月重回低点至本年最低点, 位于 2017 年以来大约 10%分位数。

服务业 PMI10 月下行 0.8 个百分点至 50.1%, 表现相对较好的主要系受节假日利好的交通运输类和餐饮住宿业。从经营状况绝对值三月均值来看, 高新技术类的广播电视、生态保护、互联网及软件, 以及交通运输类的航空运输、水上运输、道路运输、邮政业绝对值在 55%以上, 表现较好; 建筑业中的房屋建筑、土木工程、建筑安装在 50%以上, 但同比下降 6.7、3.6 和 0.9 个百分点; 住宿业、餐饮业经营状况三月均值仍在 50%以上且同比均上升, 可能是双节带来利好。

建筑业 PMI 环比下降 2.7 个百分点至 53.5%。建筑业新订单环比下降 0.8 个百分点, 在 9 月短暂上涨后重新回到了回落区间, 但仍在荣枯线水平以上。10 月 24 日, 人大常委会通过万亿国债增发的决议, 用于支持灾后恢复重建、提升防灾减灾救灾能力, 增发的国债资金初步考虑在 2023 年安排使用 5000 亿元, 结转 2024 年使用 5000 亿元。向后看, 随着本年年内 5000 亿元增发国债资金的落地使用、基建加码, 基建投资有望企稳有支撑, 为建筑业 PMI 的恢复提供支撑。

图表9 10 月非制造业 PMI 及分项 (%)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

■ **策略方面，短端品种的赔率可能更合适**

不及预期的 PMI 数据，反映出经济修复的韧性仍然不足。PMI 数据发布后，截至 10 月 31 日 17:00，10Y 国债收益率下行 2BP，10Y 国开收益率下行 1BP。中期来看，年内 5000 亿的国债资金用量将带来对于基建投资的支撑，11 月的 PMI 一方面有季节性修复的空间，另一方面也受到基建支撑的一定利好。

但年内仍有 1.6 万亿政府债待发（不考虑特殊再融资债），在国债资金落地使用之前，短期债市的关注点仍聚焦资金面。我们测算 11-12 月仍有约 1.44 万亿国债待发行，2000 亿地方债待发行，此外 10 月特殊再融资债发行超过万亿，不排除 11-12 月仍有特殊再融资债进一步发行的可能，可能会对短期资金面带来摩擦扰动。若国债采用市场化发行、央行以 OMO 等方式投放流动性，则资金中枢可以稳定，波动在所难免。PMI 数据显示当前经济基本面复苏态势仍不稳固，货币政策的窗口未关闭，但工具选择可能相对灵活，我们建议小仓位博弈。从赔率看，存单价格向上突破 MLF，曲线平坦，短端赔率合适。长端可能有两类机会可保持观察，一个是流动性冲击带来超调可择机介入；二是需要看到经济内生动能进一步回落，宜进一步跟踪基本面高频数据。

■ **风险提示：**货币政策转向，通胀超预期，海外货币政策收紧持续性超预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层
邮编：100071