

宏观周报 20231126

一文读懂 PMI 走势预测框架

2023 年 11 月 26 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《2024 展望: 5%还需多大政策加力?》

2023-11-22

《一线城市楼市限购松绑缘何受阻?》

2023-11-19

■ 作为每月第一个发布的经济数据, 采购经理指数 (Purchasing Managers Index, 简称 PMI) 是观测每月经济走势的一大重要指标, 同时也是国际上通行的宏观经济监测指标体系之一。因此, 预测 PMI 的走势可以让我们对接下来的经济形势有更好的判断。本文采用扩散指数法对每月 PMI 走势进行判断, 且根据我们统计, 此扩散指数模型对 PMI 环比变化方向预测的准确率达 79.4%。

■ 首先, 选取制造业生产、需求、库存相关的高频指标。虽然制造业 PMI 指标体系有 13 个分类指数, 但并不是所有的指标都会影响 PMI。制造业 PMI 仅由其中 5 个分类指数加权计算得到, 具体包括新订单指数、生产指数、从业人员指数、供应商配送时间指数和原材料库存指数。我们可以把这 5 个分类指数归为三大类: (1) 生产端 (在制造业 PMI 中的总占比为 45%): 生产指数 (占比 25%)、从业人员指数 (占比 20%); (2) 需求端 (总占比 45%): 新订单指数 (占比 30%)、供应商配送时间指数 (占比 15%); (3) 库存端 (总占比 10%): 原材料库存指数 (占比 10%)。

于是在选择高频指标时, 我们主要围绕生产、需求、库存三大方向进行选择。生产端, 我们选择的高频指标包括高炉开工率、轮胎开工率、聚酯开工率、粗钢产量、橡胶开工率、电厂电耗量、PTA 开工率、煤炭吞吐量、线材开工率。需求端, 我们选择的高频指标包括乘用车销量、铁路货运。库存端, 我们选择的高频指标包括煤炭库存、橡胶库存、钢材库存。

■ 选择完高频指标后, 再赋予各指标相应权重。在赋予各指标权重时, 我们主要从以下方面进行了考虑:

- 1、由于 PMI 指数会受到季节因素的影响, 因此除了高频指标以外, 我们还需要在模型中加入调节项, 以考虑季节性等因素带来的影响;
- 2、再使用主成分分析法, 计算各高频指标以及调节项的权重;
- 3、出于以下几方面的原因, 我们再对主成分分析法得到的权重结果进行适当调整: (1) 在 PMI 五大扩散指数原本的权重 (即生产端 45%、需求端 45%、库存端 10%); (2) 就高频指标而言, 由于工业生产端的高频指标更多、且更能实时反映制造业情况, 因此我们考虑赋予生产端更多权重;
- 4、最后不断对各指标权重进行调整, 调整至使模型预测准确率达到最高的权重。

■ 统计各高频指标走向, 进而预测 PMI 走势。由于 PMI 调查的是每月环比变化, 因此在处理高频数据时, 我们需要先将原本的日频 (或周频) 数据调整为月频, 再根据月频数据计算其环比变化。若指标月度环比增速为正, 则记为 1; 环比增速为负, 则记为 0。不过调节项的处理方式会更加特殊, 我们采用的方式是若该月为春节所在月, 则调节项记为 0; 若该月为春节所在月次月, 则调节项记为 1; 其他月份调节项记为 0.5 (不过也会根据政策等因素进行适当调整)。

再结合每个指标的权重进行加权求和, 计算出来的结果表示 PMI 上升的可能性。换句话说, 若加权和为 1, 表示 PMI 上升的可能性为 100%; 若加权和为 0, 表示 PMI 下降的可能性为 100%。

■ 根据我们统计, 该模型对 PMI 环比变化方向预测的准确性达 79.4%。根据此扩散指数模型, 11 月 PMI 上升的可能性为 51.5%、下降的可能性为 48.5%, 因此我们预测 11 月制造业 PMI 将环比小幅上升, 但回到荣枯线以上可能还有一定难度。

- **本周高频数据显示：**汽车零售热度不减，观影市场持续低迷，出行热度与货运流量共同微降。商品房和二手房成交量均小幅抬升，不过二手房交易整体表现仍胜过新房。工业生产步入加速中，建筑业、汽车业、纺织服装业生产均出现不同程度好转。食品价格涨幅扩大，而国内工业品价格转跌。流动性上税期后资金面反而回升。
- **风险提示：**PMI 预测模型对 PMI 走势的判断与实际走势产生背离；俄乌冲突超预期升级，巴以问题超预期加剧导致中美关系走弱；地产政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

内容目录

1. 一文读懂 PMI 走势预测框架.....	5
2. 周度高频跟踪	8
3. 风险提示	19

图表目录

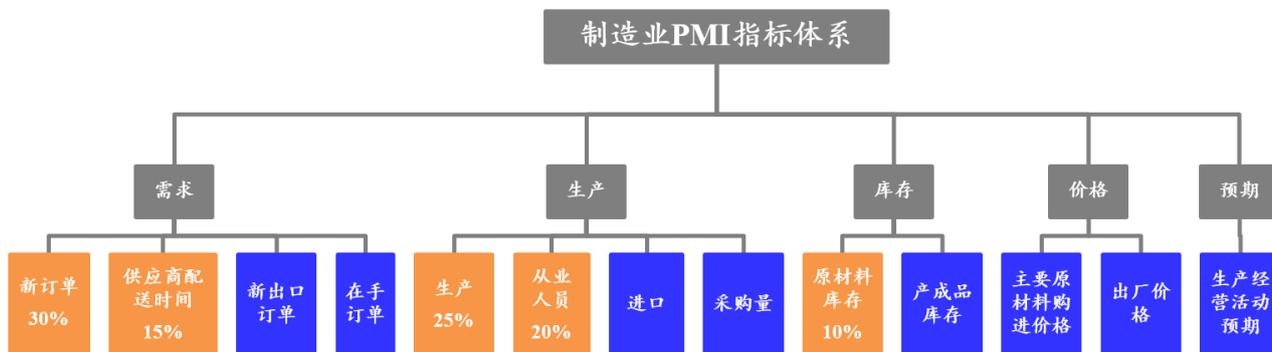
图 1:	制造业 PMI 分类指数	5
图 2:	PMI 扩散指数预测模型中各指标权重框架	6
图 3:	以 2023 年 5 月为例, 该扩散指数模型对 PMI 的预估结果与实际一致	7
图 4:	该模型 PMI 预测变化方向与实际变化方向	7
图 5:	近一周 (11.20-11.26) 国务院领导活动轨迹一览	8
图 6:	汽车零售热度不减	9
图 7:	观影市场持续低迷	9
图 8:	地铁客运量小幅下滑	10
图 9:	地面交通人流量下行态势更为明显	10
图 10:	国内航班执飞班次小幅抬升	10
图 11:	国际航班执飞班次同样上升	10
图 12:	整车货运流量“不温不火”	11
图 13:	新房销售整体“偏冷”	11
图 14:	二手房成交量小幅抬升	12
图 15:	二线城市二手房销售同比表现优于一线城市	13
图 16:	土地成交面积依旧低位运行	13
图 17:	土地溢价率未见明显改善	13
图 18:	高炉开工率略有上升	14
图 19:	煤炭吞吐量下滑趋势好转	14
图 20:	铁路货运量“拐弯”上行	14
图 21:	沿海七省电厂负荷率上升势头显著	14
图 22:	近期粗钢生产表现稳定	15
图 23:	螺纹钢库存延续去库存状态	15
图 24:	磨机运转率继续下滑	15
图 25:	沥青开工率有所回升	15
图 26:	沥青库存趋稳	15
图 27:	水泥产能利用率下行速度减缓	15
图 28:	汽车钢胎生产转弯上升	16
图 29:	PTA 开工率上升延续	16
图 30:	猪价跌幅收窄	16
图 31:	农产品价格持续回升	16
图 32:	螺纹钢与铁矿石指数回升	17
图 33:	水泥价格转跌	17
图 34:	海外铜价上行	17
图 35:	原油价格回落	17
图 36:	广谱利率变动	18
图 37:	票据利率中枢回升	18
图 38:	本周央行逆回购整体超量续作	18
图 39:	质押式回购成交量低位运行	19
图 40:	债市杠杆率回落	19

1. 一文读懂 PMI 走势预测框架

作为每月第一个发布的经济数据，采购经理指数（Purchasing Managers Index，简称 PMI）是观测每月经济走势的一大重要指标，同时也是国际上通行的宏观经济监测指标体系之一。因此，预测 PMI 的走势可以让我们对接下来的经济形势有更好的判断。本文采用扩散指数法对每月 PMI 走势进行判断，且根据我们统计，此扩散指数模型对 PMI 环比变化方向预测的准确率达 79.4%。

首先，选取制造业生产、需求、库存相关的高频指标。虽然制造业 PMI 指标体系有 13 个分类指数，但并不是所有的指标都会影响 PMI。制造业 PMI 仅由其中 5 个分类指数加权计算得到，具体包括新订单指数、生产指数、从业人员指数、供应商配送时间指数和原材料库存指数。我们可以把这 5 个分类指数归为三大类：（1）生产端（在制造业 PMI 中的总占比为 45%）：生产指数（占比 25%）、从业人员指数（占比 20%）；（2）需求端（总占比 45%）：新订单指数（占比 30%）、供应商配送时间指数（占比 15%）；（3）库存端（总占比 10%）：原材料库存指数（占比 10%）。

图1：制造业 PMI 分类指数



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

于是在选择高频指标时，我们主要围绕生产、需求、库存三大方向进行选择。生产端，我们选择的高频指标包括高炉开工率、轮胎开工率、聚酯开工率、粗钢产量、橡胶开工率、电厂电耗量、PTA 开工率、煤炭吞吐量、线材开工率。需求端，我们选择的高频指标包括乘用车销量、铁路货运。库存端，我们选择的高频指标包括煤炭库存、橡胶库存、钢材库存。

选择完高频指标后，再赋予各指标相应权重。在赋予各指标权重时，我们主要从以下方面进行了考虑：

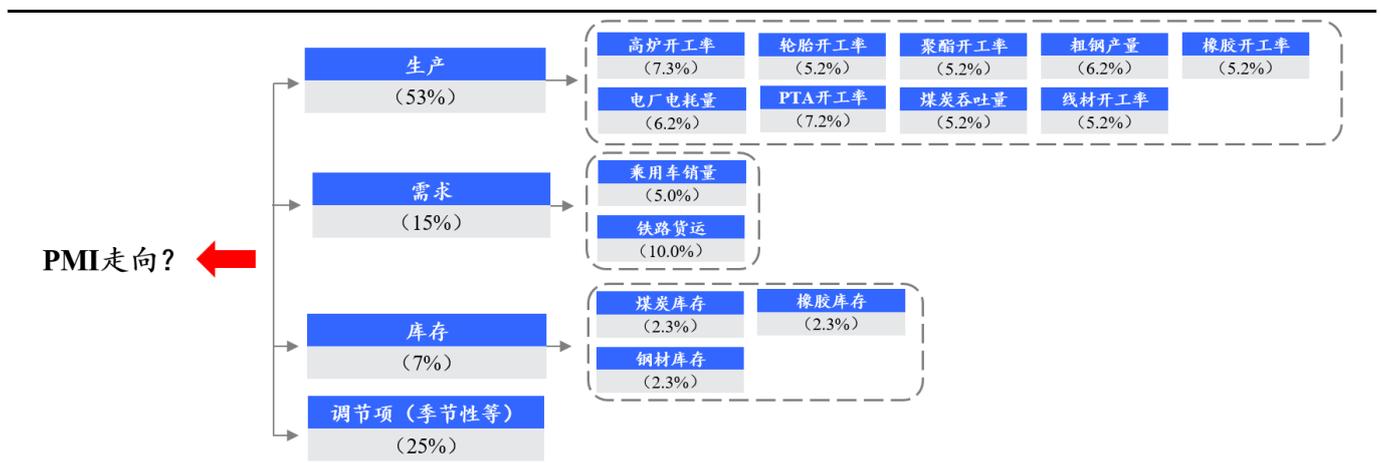
1、由于 PMI 指数会受到**季节因素**的影响(如春节当月 PMI 下滑、次月 PMI 反弹),因此除了高频指标以外,我们还需要在模型中加入**调节项**(后文会提到调节项的统计方式),以考虑季节性等因素带来的影响;

2、再使用**主成分分析法**,计算各高频指标以及调节项的权重;

3、出于以下几方面的原因,我们**再对主成分分析法得到的权重结果进行适当调整**:
 (1)在 PMI 五大扩散指数原本的权重(即生产端 45%、需求端 45%、库存端 10%);
 (2)就高频指标而言,由于工业生产端的高频指标更多、且更能实时反映制造业情况,因此我们考虑赋予生产端更多权重;

4、最后不断对各指标权重进行调整,调整至使模型预测准确率达到最高的权重。最终我们赋予的各指标权重如图 2 所示。

图2: PMI 扩散指数预测模型中各指标权重框架



数据来源: 东吴证券研究绘制

统计各高频指标走向, 进而预测 PMI 走势。由于 PMI 调查的是每月环比变化, 因此在处理高频数据时, 我们需要先将原本的日频(或周频)数据调整为月频, 再根据月频数据计算其环比变化。**若指标月度环比增速为正, 则记为 1; 环比增速为负, 则记为 0。**不过调节项的处理方式会更加特殊, 我们采用的方式是**若该月为春节所在月, 则调节项记为 0; 若该月为春节所在月次月, 则调节项记为 1; 其他月份调节项记为 0.5 (不过也会根据政策等因素进行适当调整)。**

再结合每个指标的权重进行加权求和, 计算出来的结果表示 PMI 上升的可能性。换句话说, 若加权和为 1, 表示 PMI 上升的可能性为 100%; 若加权和为 0, 表示 PMI 下降的可能性为 100%。

以 2023 年 5 月为例: 我们通过将各指标环比增速的变化分别标记为 0 或 1, 再结合每个指标的权重进行加权求和, 最后算出来加权和为 0.312。这意味着 2023 年 5 月 PMI 上升的可能性为 31.2%、下降的可能性为 68.8%。由于 PMI 下降的可能性要高于上

升的可能性，因此根据模型，我们预估 5 月 PMI 将环比下滑。最后 5 月 PMI 录得 48.4（前值 49.2），环比表现为下降，符合模型预测结果。

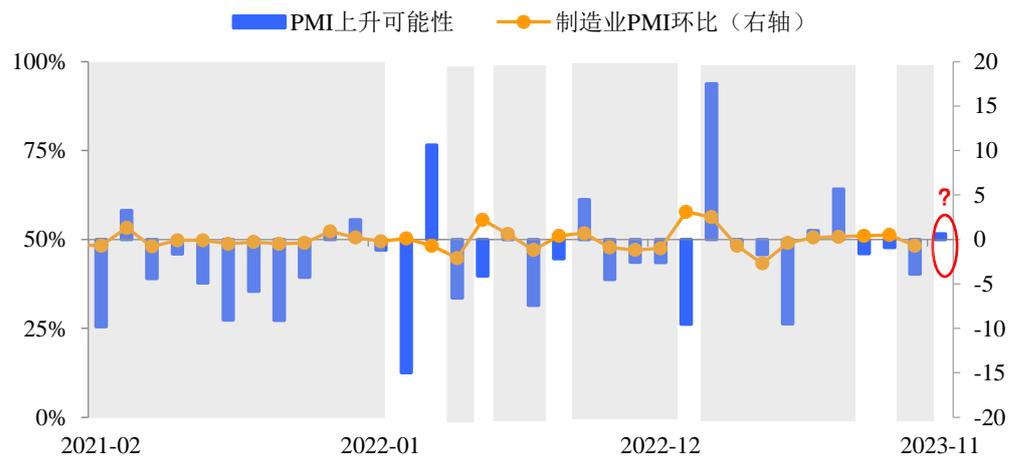
图3：以 2023 年 5 月为例，该扩散指数模型对 PMI 的预估结果与实际一致

指标	权重	环比变化	环比增速标记 (0或1)	加权 (=权重*标记)	加权和	实际PMI环比变化
高炉开工率	7.3%	-0.2pct	0	0	0.312 (表示2023年5月 PMI上升的可能性为 31.2%，PMI下降的可能性为 68.8%。由于 PMI下降可能性更高，根据模型，预估5月 PMI将环比下滑)	2023年5月PMI录得48.8 (前值49.2)，环比表现为下降，符合模型预测结果
电厂电耗量	6.2%	1.5%	1	0.062		
轮胎开工率	5.2%	-4.4pct	0	0		
PTA开工率	7.2%	-2.6pct	0	0		
聚酯开工率	5.2%	0.25pct	1	0.052		
煤炭吞吐量	5.2%	-8.9%	0	0		
粗钢产量	6.2%	-3.3%	0	0		
线材开工率	5.2%	-3.0pct	0	0		
橡胶开工率	5.2%	-4.7pct	0	0		
乘用车销量	5.0%	16.0%	1	0.05		
铁路货运	10.0%	-0.6%	0	0		
煤炭库存	2.3%	15.1%	1	0.023		
钢材库存	2.3%	-8.2%	0	0		
橡胶库存	2.3%	-4.1%	0	0		
调节项 (季节性等因素)	25%	/	0.5	0.125		

数据来源：东吴证券研究所绘制

根据我们统计，该模型对 PMI 环比变化方向预测的准确性达 79.4%。根据此扩散指数模型，11 月 PMI 上升的可能性为 51.5%、下降的可能性为 48.5%，因此我们预测 11 月制造业 PMI 将环比小幅上升，但回到荣枯线以上可能还有一定难度。

图4：该模型 PMI 预测变化方向与实际变化方向



注：阴影部分表示 PMI 预测变化方向与实际变化方向一致的时间。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 周度高频跟踪

本周(11.20-11.26,下同)高频数据显示,汽车零售热度不减,观影市场持续低迷,出行热度与货运流量共同微降。商品房和二手房成交量均小幅抬升,不过二手房交易整体表现仍胜过新房。工业生产步入加速中,建筑业、汽车业、纺服业生产均出现不同程度好转。食品价格涨幅扩大,而国内工业品价格转跌。流动性上税期后资金面反而回升。

本周关键词: 推动高水平对外开放以及金融高质量发展。本周多位领导在多个场合提及到对外合作相关议题,包括但不限于李强总理在会见法国外长科隆纳时说到要“深化双方互利合作”,并在二十国集团领导人视频峰会上提出“中方愿同各方在开放包容中继续携手努力”。中央金融委员会会议的召开是本周另一大亮点,会议围绕“着力提升金融服务经济社会发展的质量水平”、“全面加强金融监管”等议题召开。

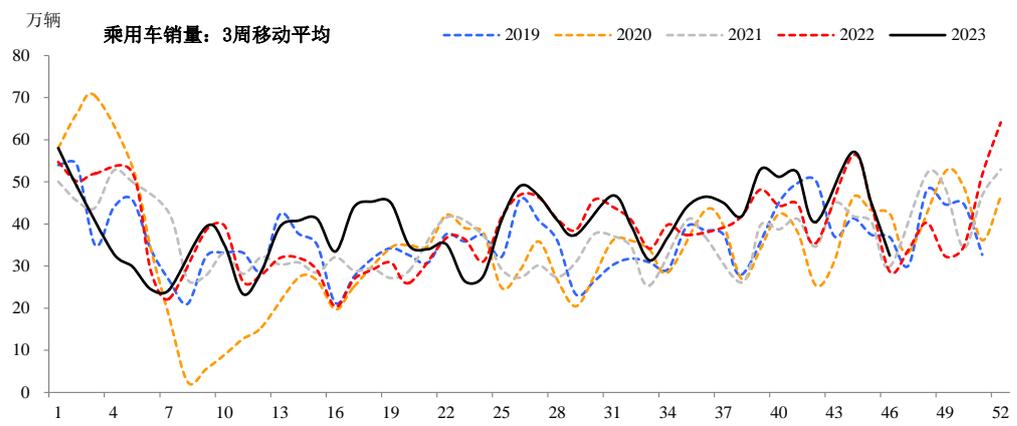
图5: 近一周(11.20-11.26)国务院领导活动轨迹一览

2023/11/24	会议	国务院总理李强	/	国务院常务会议	会议审议通过《空气质量持续改善行动计划》,强调要统筹高水平保护和高质量发展,加快推动产业、能源、交通等绿色低碳转型,着力构建绿色低碳循环经济体系,切实增强发展潜力和后劲。 会议审议通过《非银行支付机构监督管理条例》,强调要引导支付机构牢固树立“支付为民”理念,强化全链条、全周期监管,严把支付机构准入关,严防利用支付平台从事违法犯罪活动,促进行业良性竞争和规范健康发展。
2023/11/24	会见	国务院总理李强	北京	法国外长科隆纳	中方将继续推进高水平开放,深化双方互利合作,同时积极推动欧方坚持市场开放和自由贸易精神。面对日益增多的全球性挑战,中方愿同法方紧密协作,共同推动构建人类命运共同体。
2023/11/23	会议	国务院总理李强	/	二十国集团领导人视频峰会	我们要继续坚持发展优先,把发展合作置于突出位置,加快实现世界经济的强劲、可持续、平衡和包容增长,反对把发展问题泛政治化、泛安全化。中方愿同各方在开放包容中继续携手努力,为世界经济复苏和全球发展繁荣作出更大贡献。
2023/11/23	会见	国务院总理李强	北京	乌拉圭总统拉卡列	中方愿同乌方一道深化中拉整体合作,以签署“一带一路”合作规划为契机,推动构建中拉命运共同体,维护多边主义和开放型世界经济,更好捍卫国际公平正义。
2023/11/22	会议	国务院总理李强	深圳	第二届全国人力资源服务业发展大会	以实施就业优先战略、人才强国战略和创新驱动发展战略为引领,加快构建统一规范、竞争有序的人力资源市场,提高人力资源利用效率,为全面建设社会主义现代化国家提供高质量人力资源支撑。
2023/11/22	调研	国务院副总理张国清	新疆	更高质量推进央企援疆 更好助力美丽新疆建设	要助力新疆培育壮大特色优势产业,积极同新疆企业开展全方位多领域深层次合作。要扎实做好定点帮扶和对口支援,帮助完善基础设施、改善公共服务、创造就业机会。
2023/11/21	会议	国务院副总理丁薛祥	北京	中俄投资合作委员会第十次会议	中方愿与俄方一道,全面落实好两国元首达成的重要共识,充分发挥中俄投资合作委员会统筹协调作用,继续挖掘两国投资合作潜力,推动务实合作取得新成果。
2023/11/21	会见	国务委员谌贻琴	科伦坡	斯里兰卡总统维克拉马辛哈	中方愿同斯方一道,落实好两国元首达成的重要共识,在涉及彼此核心利益问题上坚定相互支持,高质量共建“一带一路”,推动中斯真诚互助、世代友好的战略合作伙伴关系取得新进展。
2023/11/20	会议	国务院总理李强	北京	中央金融委员会会议	会议审议通过了推动金融高质量发展相关重点任务分工方案。会议强调,要着力提升金融服务经济社会发展的质量水平,加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。要全面加强金融监管,在持续加大存量风险化解力度的同时,强化源头管控,完善风险防范、预警和处置机制。要坚持党对金融工作的全面领导,切实加强金融系统党的建设,强化高素质干部队伍队伍建设。
2023/11/20	会议	国务院副总理张国清	武汉	2023中国5G+工业互联网大会开幕式	要深入实施工业互联网创新发展战略,促进数字经济和实体经济深度融合,带动工业数字化网络化智能化转型升级;进一步完善网络基础设施,优化产业发展生态,促进工业互联网高质量发展;要紧盯全球技术产业变革潮流,在开放和合作中不断构筑竞争新优势、壮大发展新动能。

数据来源: 中国政府网, 国务院官网, 新华社, 东吴证券研究所

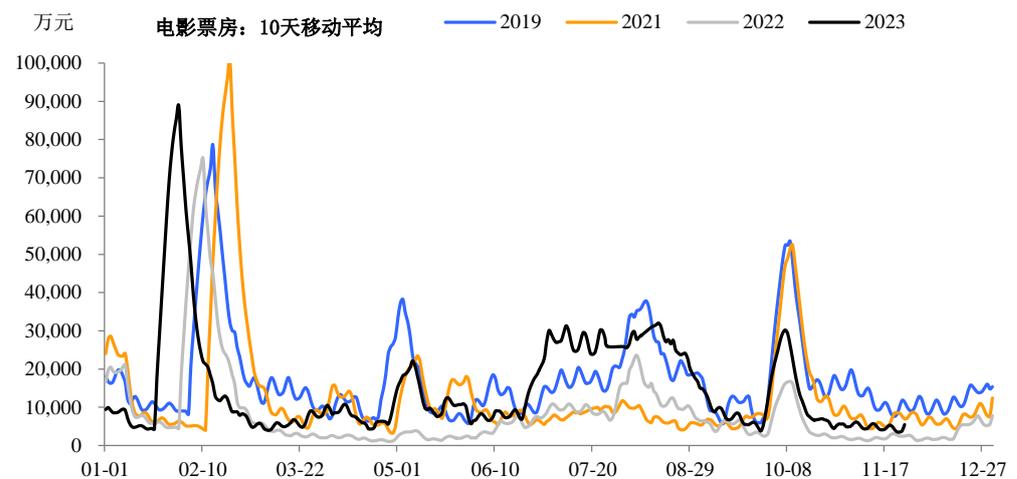
汽车零售热度不减，观影市场持续低迷。11月13日至19日乘联社口径乘用车零售销量同比增加21%。随着天气转冷和秋收的逐步完成，农村地区的购车热情也在逐步释放，尤其是新能源车和中低端燃油车市场，将推动年末车市逐步走强。本周观影市场热度持续低迷，上映新片体量不算强，票房周环比持续回落，下降7.9%，跌幅较上周走阔。

图6：汽车零售热度不减



注：横轴为周数；乘联会每年同期的周度数据的日期分割不一，可能产生误差
数据来源：Wind，东吴证券研究所

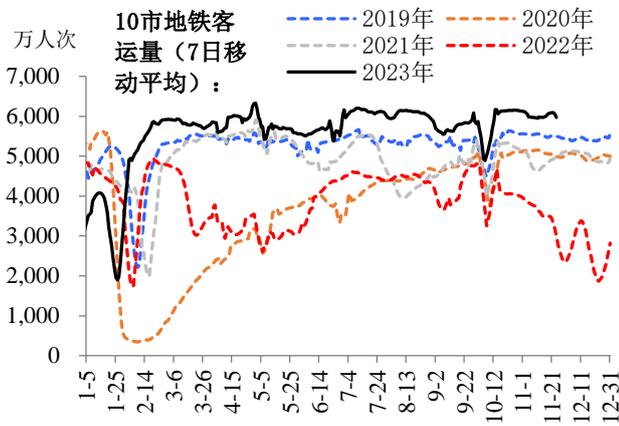
图7：观影市场持续低迷



数据来源：Wind，东吴证券研究所

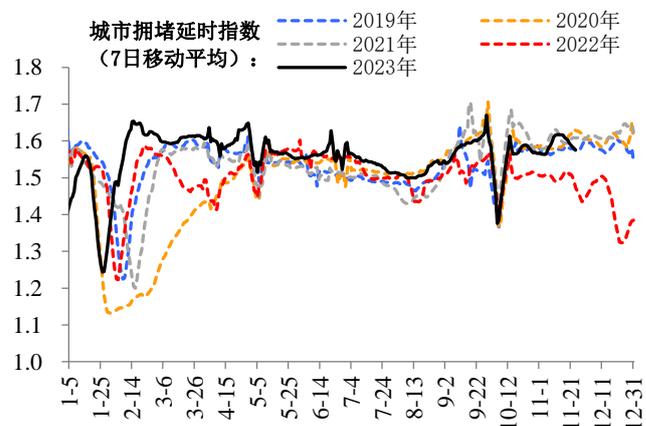
出行：出行热度与货运流量共同微降。本周居民出行意愿较上周小幅“降温”：环比来看，本周10市地铁客运量环比小幅下降0.5%，城市拥堵延时指数下降2.3%。同比来看，轨道交通人流量仍处于近五年同期最高位，而地面交通人流量整体表现略微逊色。

图8：地铁客运量小幅下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

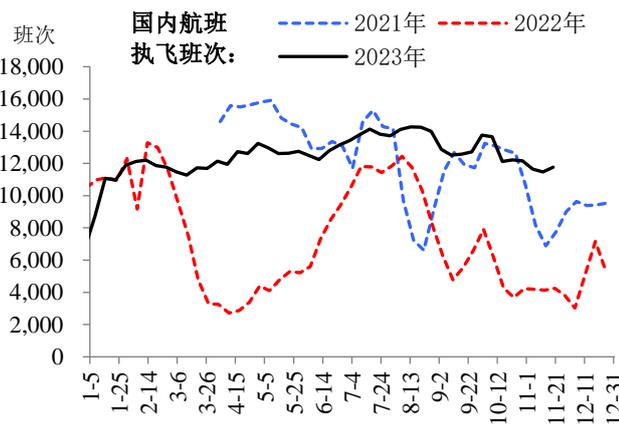
图9：地面交通人流量下行态势更为明显



数据来源：iFind，东吴证券研究所

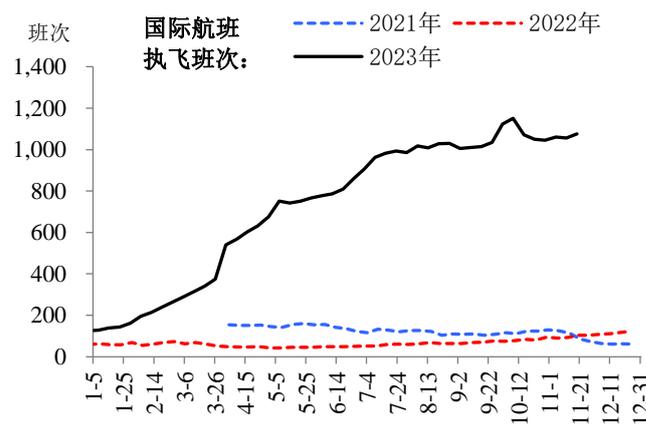
国内外航班执飞班次均在上升。近期国内和国际航班执飞班次均出现不同程度的上升，同比来看均处于近三年来最高水平。在中美关系缓和、中美航线陆续增班的带领下，国际航班执飞情况或仍在“蓄力”。

图10：国内航班执飞班次小幅抬升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

图11：国际航班执飞班次同样上升

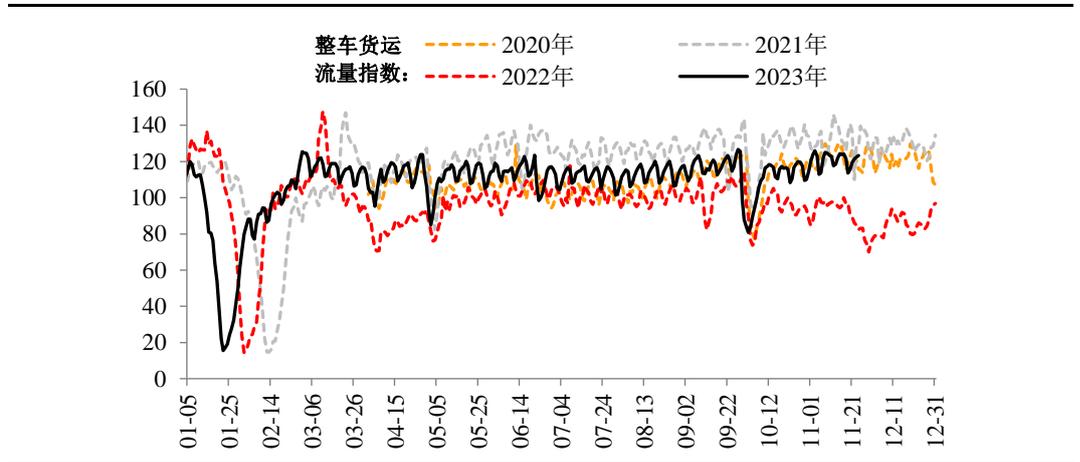


数据来源：iFind，东吴证券研究所

货运表现“不温不火”。本周整车货运流量指数出现小幅下滑，环比减少1.9%；同比来看处于历年同期中间水平。“不温不火”的货运流量说明距离需求端的完全企稳尚

有距离，政策“暖风”不断、而经济还需“静待花开”。

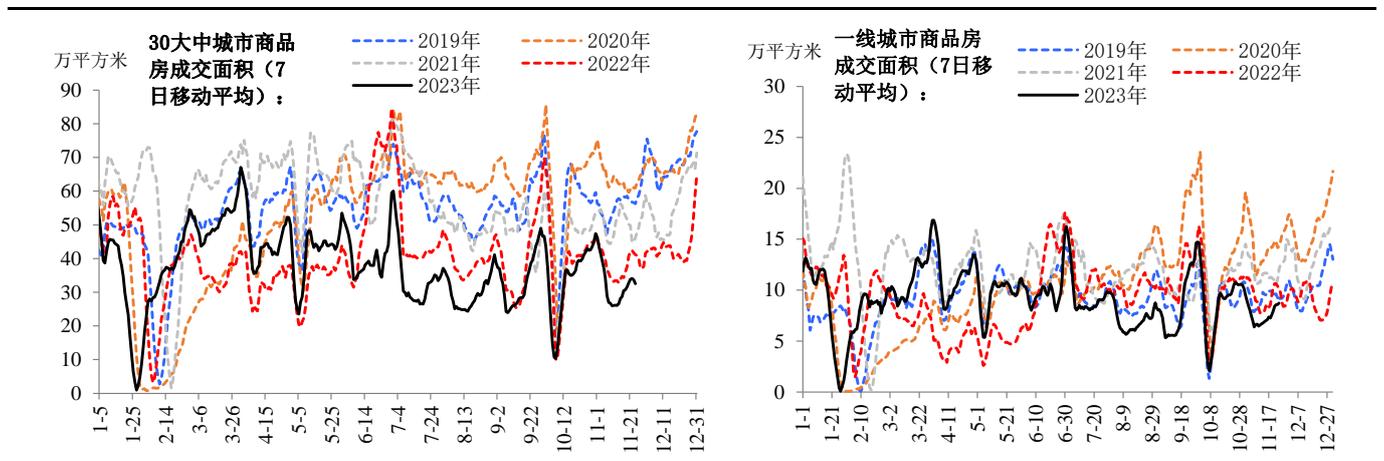
图12: 整车货运流量“不温不火”

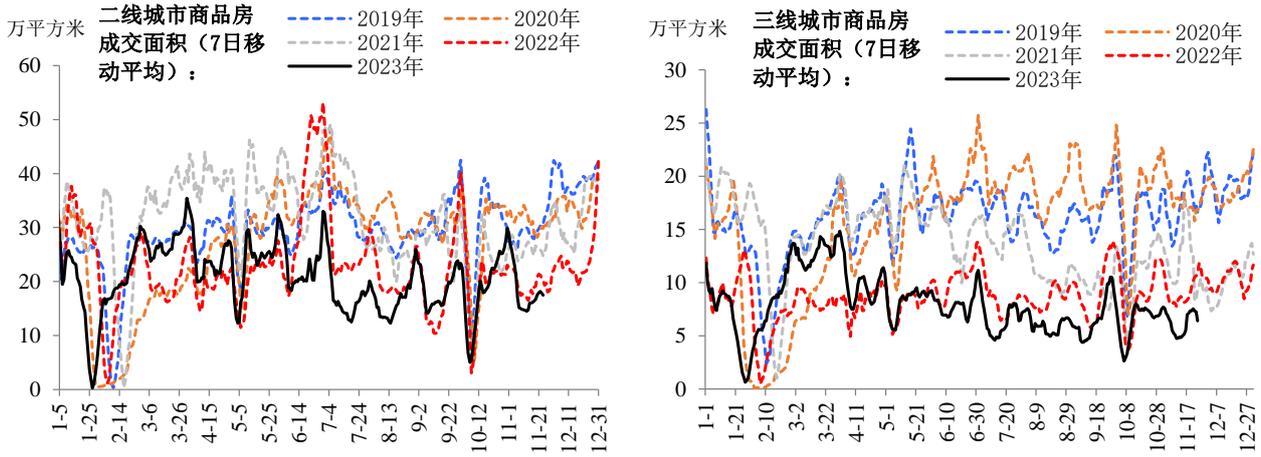


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

地产: 依旧“偏冷”的商品房交易。本周商品房成交量小幅抬升,但整体来看仍旧低迷、处于近五年最低位。本周30城商品房成交面积环比小幅上升6.9%,一线城市成为最大拉动,其成交面积环比上升18.5%。不过三线城市新房市场表现略逊色,其成交面积环比下降8.3%。整体来看,目前新房销售市场仍偏冷,房地产调控政策的持续松绑未能使其成交量出现明显改善。

图13: 新房销售整体“偏冷”

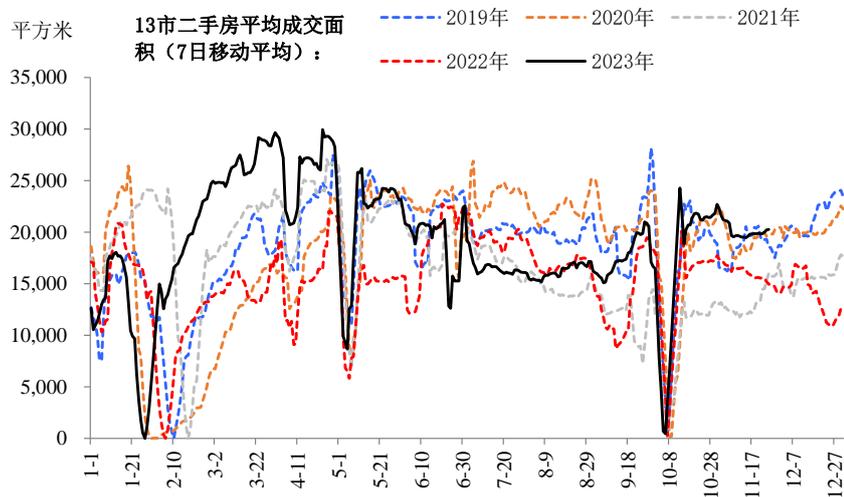




数据来源：Wind，东吴证券研究所

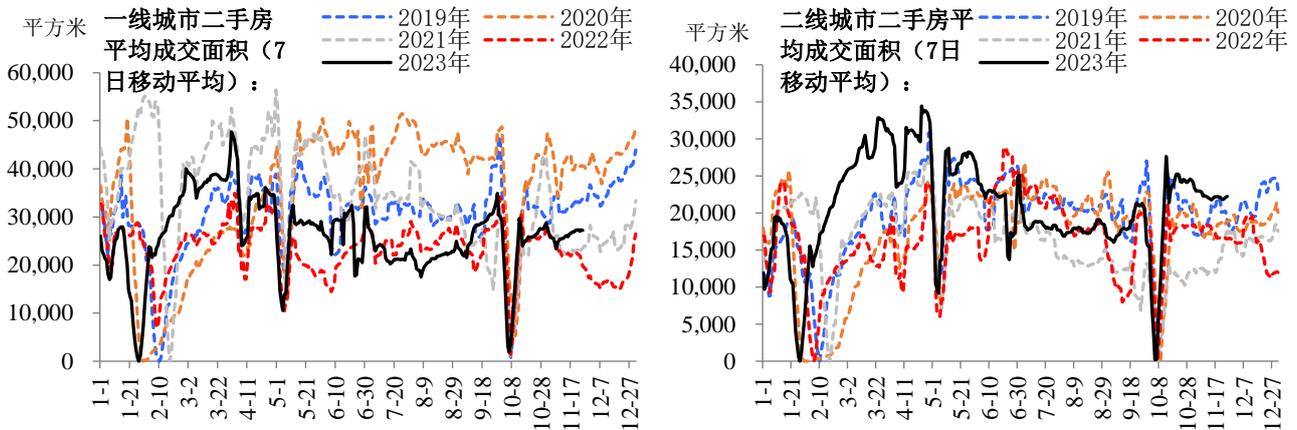
二手房成交量同样小幅上升。本周二手房市场与新房一样，同样出现边际好转，13市二手房成交面积环比上升13.0%；同比来看，或是房地产政策频频利好，二手房成交量再次回归至近五年来同期最高水平。分城市来看，本周二线城市销售表现仍“更胜一筹”：不仅其17.7%的周度环比增速高于一线城市，且与历史同期相比更处高位。

图14：二手房成交量小幅抬升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

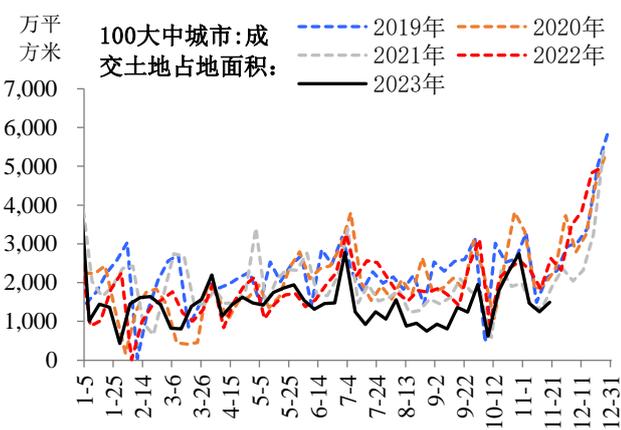
图15: 二线城市二手房销售同比表现优于一线城市



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

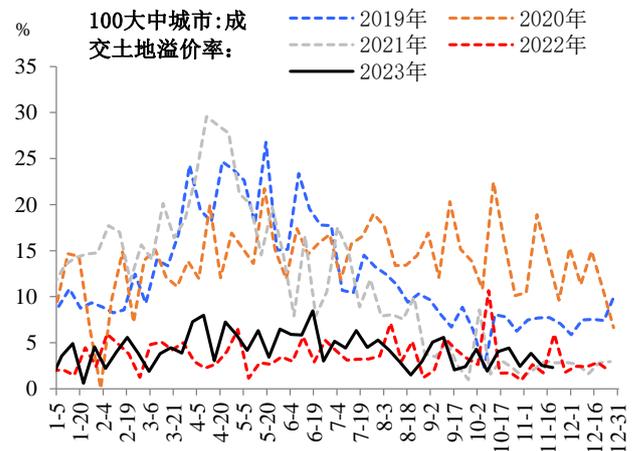
土地成交面积仍在低位运行。今年的大部分时间里土地成交面积都在近五年来最低位运行，11月以来百城成交土地占地面积较2022年同期下降37.8%、较2019年同期下降39.0%，房企拿地信心的恢复仍需“静待花开”。土地溢价率表现亦不佳，同比来看处于近五年较低水平。

图16: 土地成交面积依旧低位运行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 土地溢价率未见明显改善

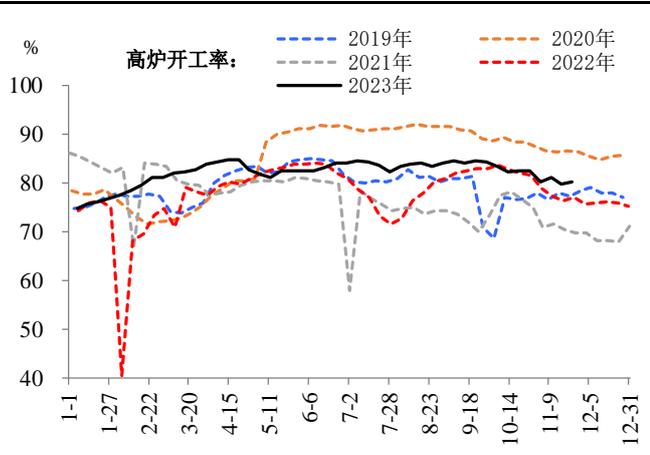


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

生产: 工业生产加速中。近期一些工业生产指标显现出明显的加速迹象: 本周高炉开工率环比上升0.5 pct, 且近期铁路货运量和沿海七省电厂负荷率也处于上升通道中。煤炭吞吐量虽然周度环比下降4.7%, 但其下滑趋势较上周好转。整体来看, 本周工业端

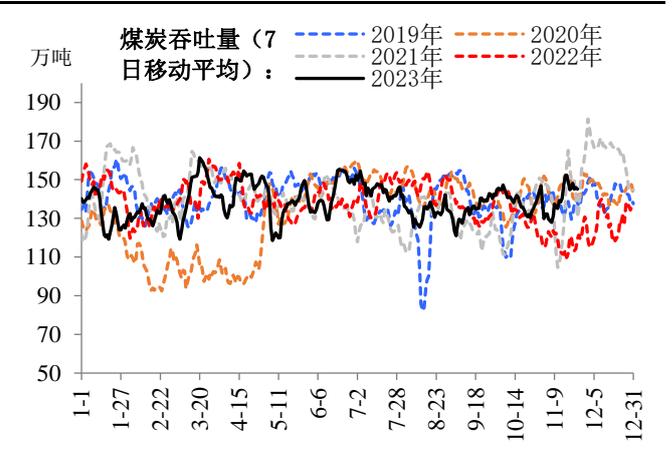
加速生产的势头明显。

图18: 高炉开工率略有上升



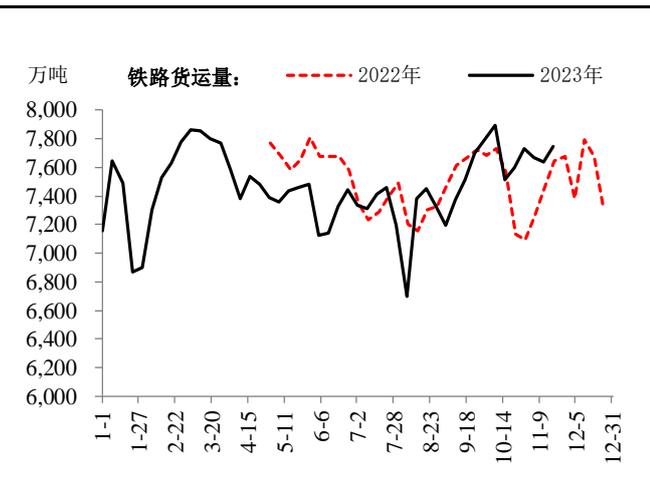
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图19: 煤炭吞吐量下滑趋势好转



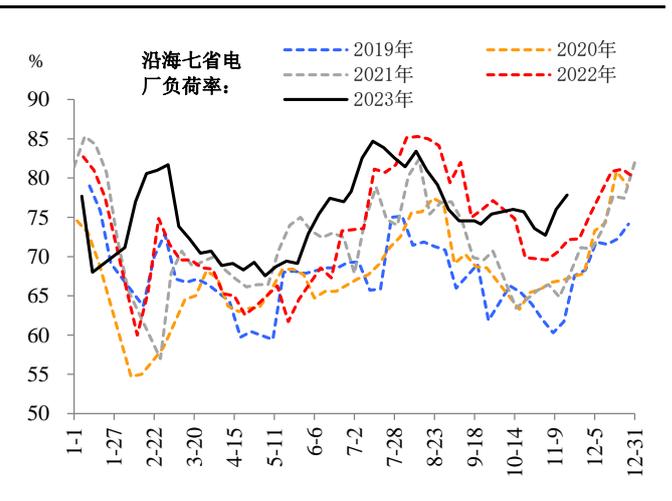
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 铁路货运量“拐弯”上行



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

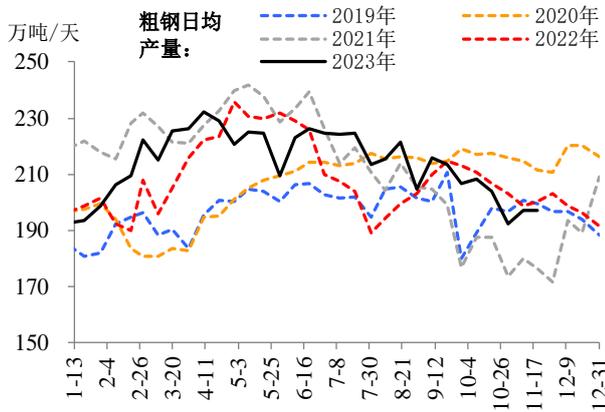
图21: 沿海七省电厂负荷率上升势头显著



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

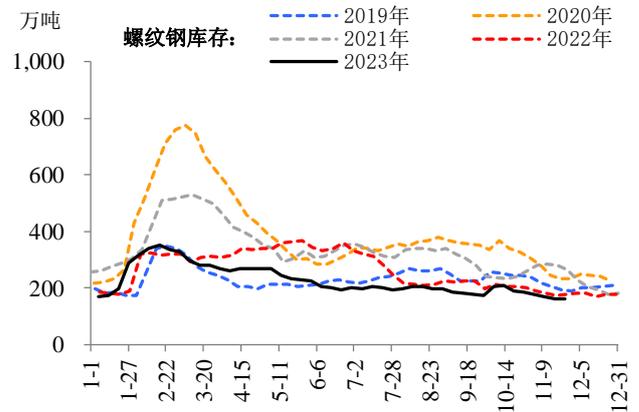
分行业来看，**建筑业生产节奏稳中向好**。四季度国内积极的财政政策信号有望对建筑业形成有力拉动，为经济回升向好提供恢复动力。近期粗钢生产节奏趋稳，螺纹钢去库进程也在持续。**水泥生产和沥青（更偏向交通基建）生产均呈现不同程度的好转：沥青方面**，本周沥青开工率有所回升，环比录得1.5 pct；同时沥青仍处于去库状态。**水泥方面**，本周水泥产能利用率下滑趋势减缓，其环比增速为-3.1 pct，不过磨机运转率仍处于下行通道中。

图22: 近期粗钢生产表现稳定



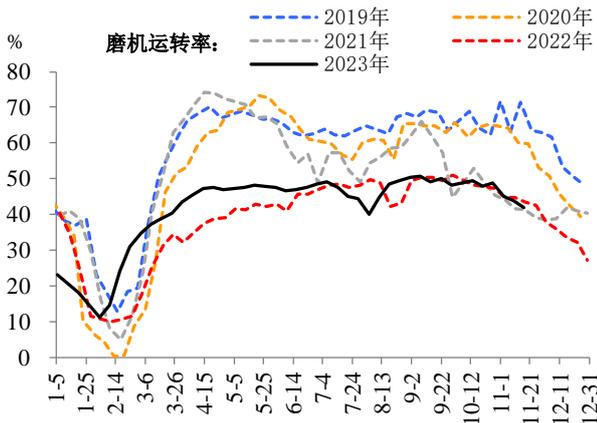
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 螺纹钢库存延续去库存状态



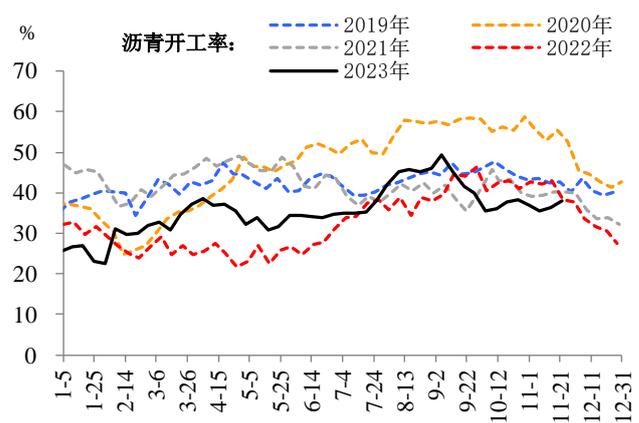
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 磨机运转率继续下滑



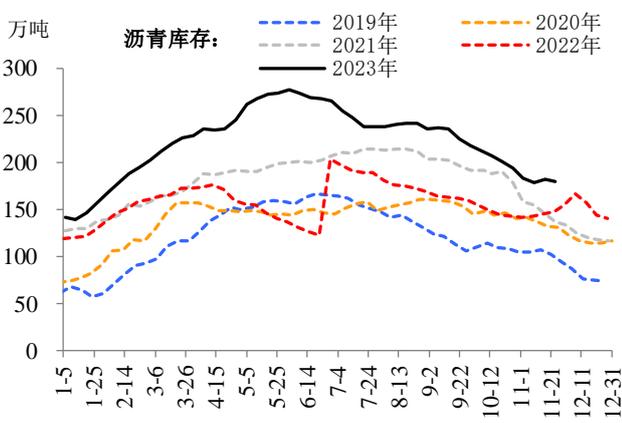
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 沥青开工率有所回升



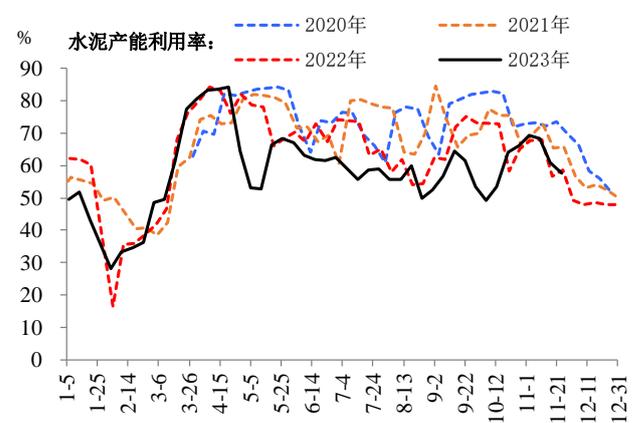
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 沥青库存趋稳



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

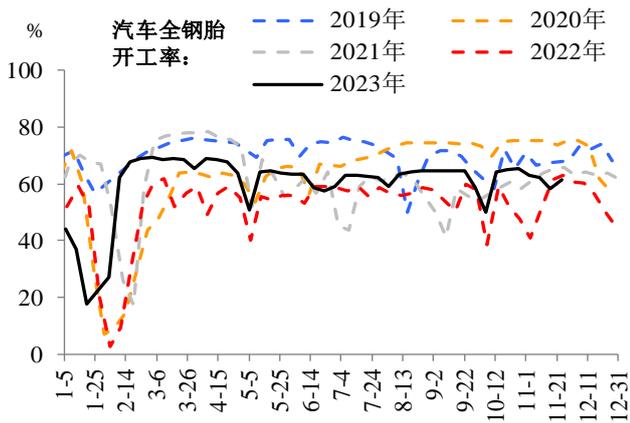
图27: 水泥产能利用率下行速度减缓



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

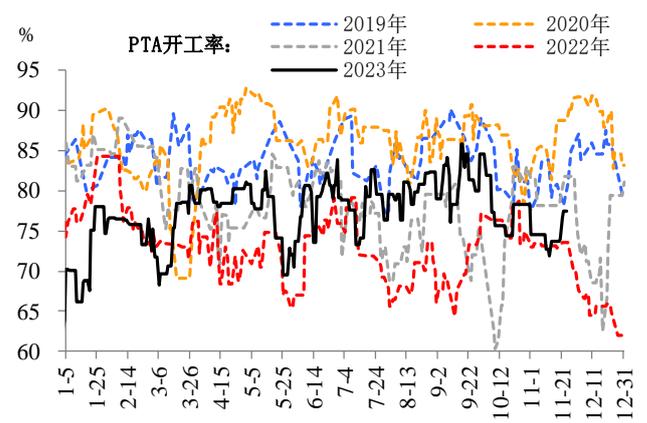
汽车业生产速度加快，回升趋势明显。本周汽车钢胎生产扭转了放缓趋势，汽车全钢胎开工率开始转弯上行，其环比增速录得 3.2 pct。**纺织业生产速度表现稳中有升**，本周 PTA 开工率、聚酯开工率均值分别录得 76.6%、87.5%，较上周略有上升，但整体仍处于历史同期较低水平，有待需求拉动、政策助推。

图28: 汽车钢胎生产转弯上升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

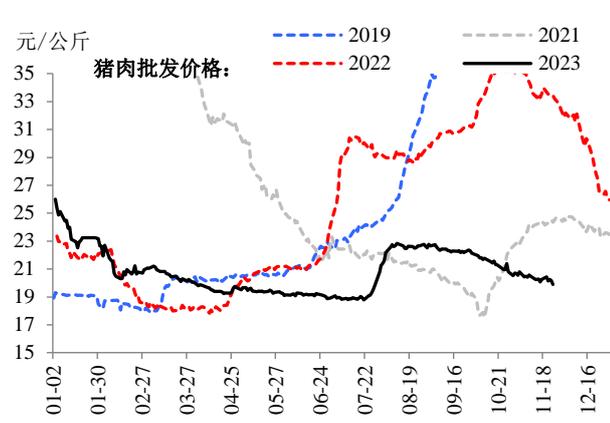
图29: PTA 开工率上升延续



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

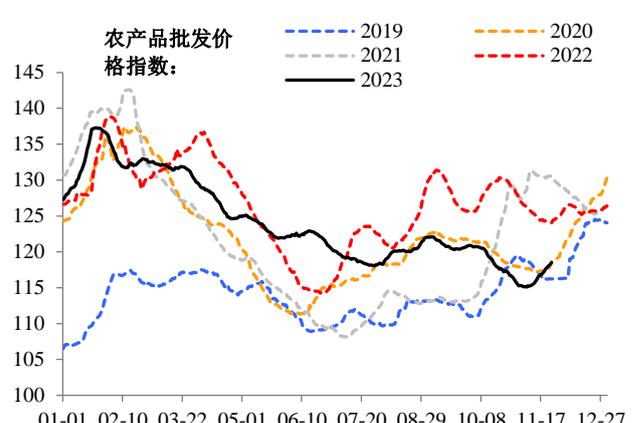
通胀: 食品价格涨幅扩大。本周农产品批发价格 200 指数周环比上升 1.4%，涨幅较上周扩大。其中猪肉平均批发价格为 20.18 元/斤，周环比下降 0.2%，跌幅较上周收窄，天气转冷猪肉消费旺季临近，销量略有增加，但价格整体延续低位震荡；蔬菜价格保持上涨，周环比增加 2.5%，涨幅走阔，水果价格增速平稳，周环比上升 1.2%。

图30: 猪价跌幅收窄



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图31: 农产品价格持续回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

国内工业品价格转跌，需求趋弱。本周南华工业品指数周环比下降 0.4%，其中螺纹钢与铁矿石价格继续上涨，本周周环比均为 1.7%，连续六周上升，涨幅略小于上周，本周主要钢材库存环比持续下降，螺纹钢也持续去库，需求方面螺纹钢表观需求较上周有小幅回落；随着多地大幅降温，电厂日消耗陡增，焦煤价格本周也迎来小幅上涨，周环比 0.7%，涨幅较上周收窄；水泥本周价格转跌，周环比下降 0.2%，本周冷空气势力强劲，停工率增高，新项目减少，整体施工量降低，水泥需求逐渐回落；玻璃价格本周周环比增加 2.8%，由跌转涨；本周有色金属涨跌互现，LME 铜周环比增长 2.2%，较上周涨幅进一步扩大，LME 铝价格持续下跌，周环比-0.16%，跌幅减少；国际油价本周跌幅收窄，受美国原油库存上升、OPEC+会议推迟影响，布伦特原油周环比下降 0.7%。

图32: 螺纹钢与铁矿石指数回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图33: 水泥价格转跌



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图34: 海外铜价上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

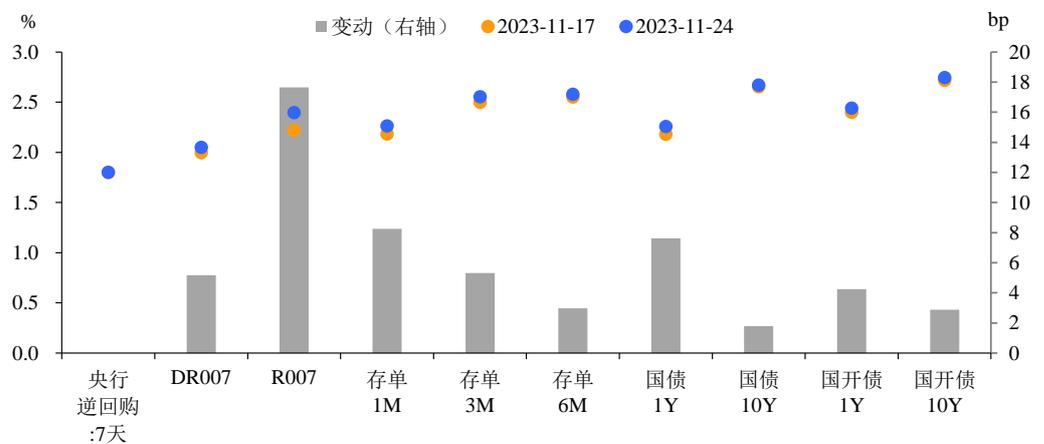
图35: 原油价格回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

流动性方面，税期后资金面反而回升。本周 DR007 与 R007 周均值环比分别上升约 5bp、18bp，周内 DR007 在 2.00% 上方运行，周五上冲至 2.18%。11 月下旬票据利率回升。本周央行逆回购超额续作，下周逆回购到期量较大叠加资金跨月因素，关注央行操作。质押式回购成交量走平，隔夜成交占比低于 90%，债市杠杆率回升，本周五升至 108.2% 水平。

图36: 广谱利率变动



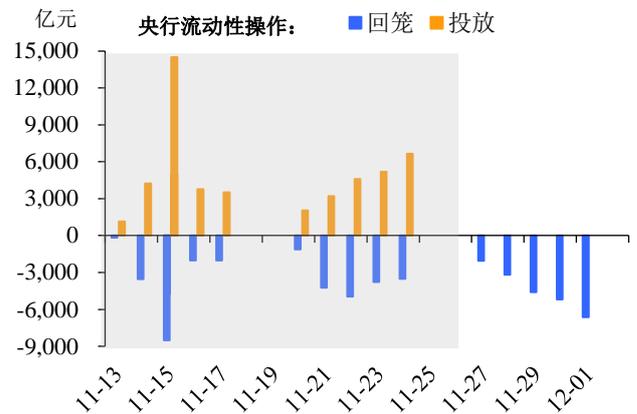
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图37: 票据利率中枢回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

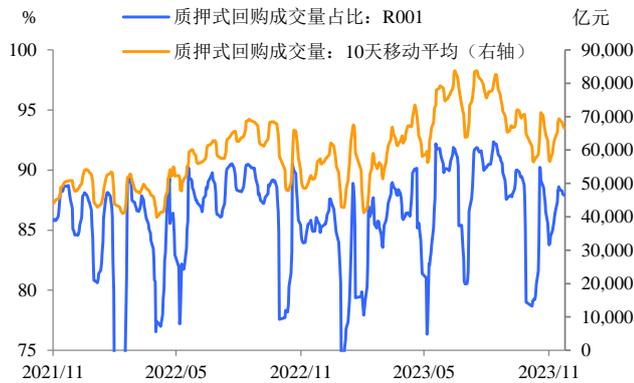
图38: 本周央行逆回购整体超量续作



注: 灰色区域为历史操作

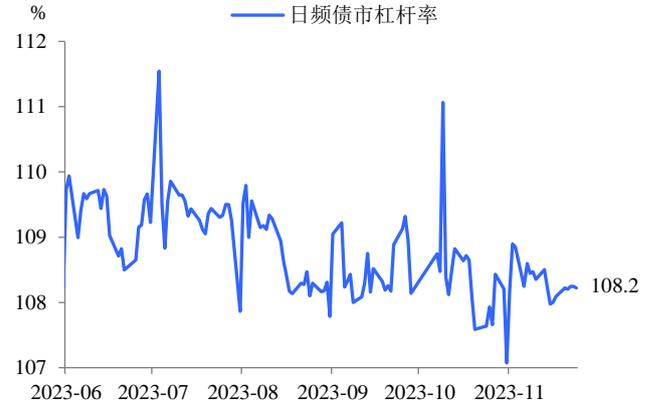
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图39: 质押式回购成交量低位运行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 债市杠杆率回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 风险提示

PMI 预测模型对 PMI 走势的判断与实际走势产生背离；俄乌冲突超预期升级，巴以问题超预期加剧导致中美关系走弱；地产政策出台过慢，导致经济动力和市场信心再次下降。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>