

债券报告

解读 11 月 PMI 数据：整体回落，预期改善

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：

- 11月30日，国家统计局公布11月PMI。11月制造业PMI为49.4%，环比下降0.1个百分点，低于Bloomberg一致预期。非制造业PMI环比下行0.4个百分点至50.2%。

平安观点：

- 制造业 PMI 整体走弱，低于市场预期。**11月制造业PMI为49.4%，环比下降0.1个百分点，低于Bloomberg一致预期。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：（1）11月产需均有走弱，整体呈现主动去库的状态；（2）价格方面，出厂价格有所回升、原材料价格延续回落，利润指标趋于健康；高频数据显示基建地产相关产品价格回升，能源、化工产业链价格整体下降；（3）企业的经营预期延续10月的改善趋势。（4）分行业角度，大多数行业的PMI绝对值处在下行区间，PMI在55以上的行业包括汽车、医药、文教、电子信息、通用设备等，按照制造业投资的口径，这些行业的占比约为30%
- 非制造业 PMI 环比下行，建筑业表现强于服务业。**非制造业PMI环比下行0.4个百分点至50.2%。服务业PMI11月延续下行0.8个百分点至49.3%，环比回落较大的主要系出行相关行业，表现相对较好的主要系高新技术类行业。建筑业PMI环比上升1.5个百分点至55%。建筑业中，表现较好的主要是建筑安装装饰及其他建筑业、房屋建筑业和土木工程，反映出基建在政府债资金到位以后开始发力。
- 债市方面，建议暂时观望，关注中央经济工作会议前后可能催生的方向性交易。**11月PMI数据显示基本面修复仍有待政策呵护，我们预测10-12月GDP当月增速预计为4.7%、5.0%和4.5%，四季度增速可能在4.8%附近，年底基本面保持小幅回落的状态。债市方面，短端主要受到资金面压制，9-11月DR007中枢维持在2%附近，高于政策利率20BP，季末和月末则出现较大幅度的资金价格波动，压制市场表现。银行缺债的问题有可能持续一段时间，短期内最早可能到12月中旬MLF投放以后才有机会缓解。长端受政策预期扰动，大概率维持震荡，关注12月中央经济工作会议，届时政策的确定性提升，可能催化方向性的交易。
- 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

11 月制造业 PMI 为 49.4%，环比下降 0.1 个百分点，低于 Bloomberg 一致预期。继 10 月制造业 PMI 重回收缩区间以后，11 月 PMI 进一步下降 0.1 个百分点；此前 Bloomberg 一致预期为 11 月 PMI 预测中值为 49.8%（图表 1），实际值低于市场预期。由于 10 月份有中秋和国庆假期，10 月工作日一般偏少，11 月 PMI 一般季节性有所回升；2018-2022 年 5 年间，再额外剔除 2020 年后，11 月的制造业 PMI 平均环比回升 0.1 个百分点，而本月 PMI 环比回落 0.1 个百分点，表现相对偏弱。

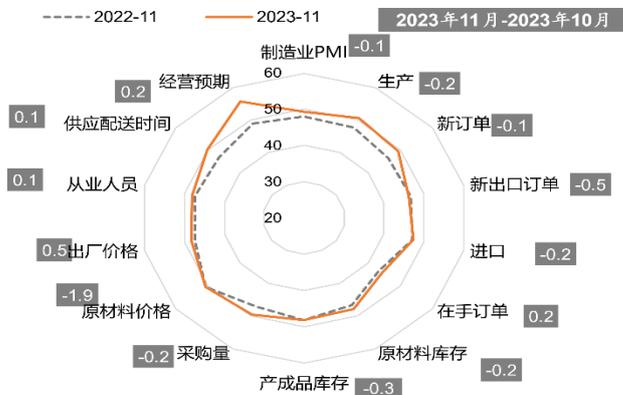
图表1 11月制造业 PMI 低于预期



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

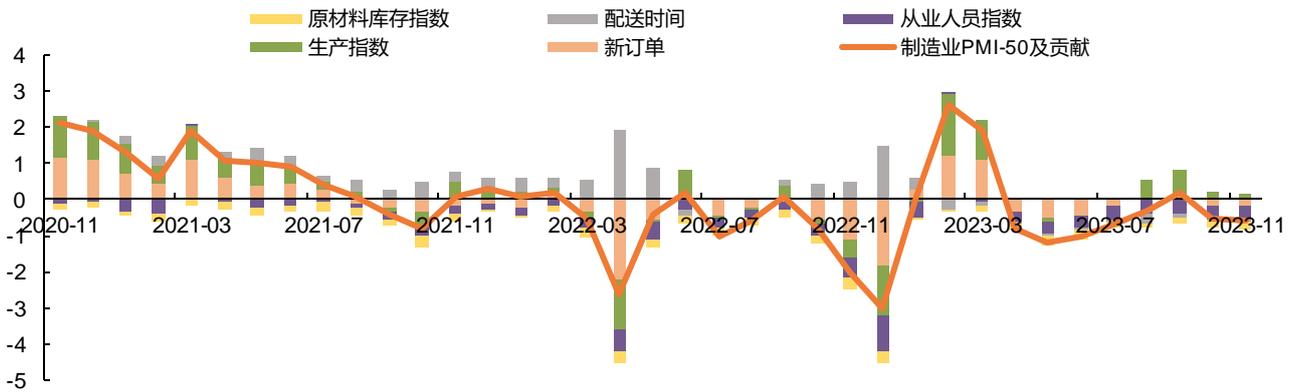
从制造业 PMI 的五大构成分项来看，除了生产仍在荣枯线以上，其余的四大构成指数均为负向拉动。我们测算拖累作用主要来源从业人员指数和新订单、原材料库存，分别向下拉动制造业 PMI 0.4、0.2 和 0.2 个百分点；向上拉动的主要是生产指数，拉动了 0.2 个百分点（图表 3）。

图表2 11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

具体来看：

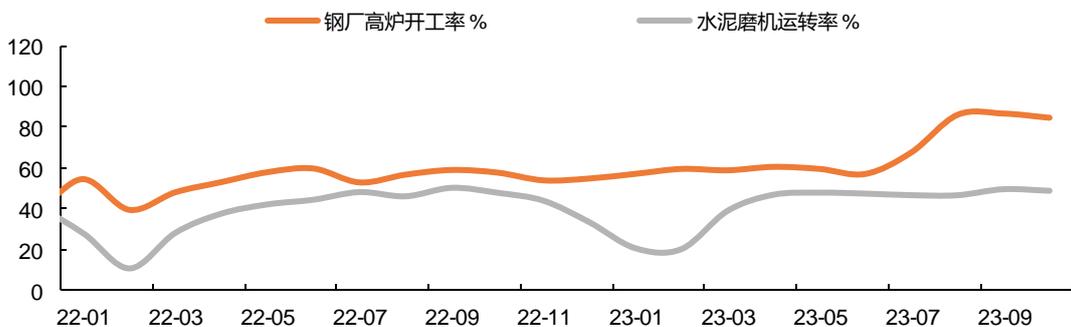
（1）11月产需均有走弱，整体呈现主动去库的状态。新订单指数环比回落0.1个百分点至49.4%，从分项来看内需、外需同步走弱，出口订单指数回落0.5个百分点至46.3%，进口回落0.2个百分点至47.3%。需求走弱背景下，企业边际减缓生产、减少采购量、库存下降，整体呈现主动去库的状态：生产延续了10月以来环比回落的趋势，环比回落0.2个百分点；原材料库存环比下降0.2个百分点，采购量环比下降0.2个百分点，企业的产成品库存指数环比下降0.3个百分点。从生产端的高频数据来看，整体库存水平相对较低的钢铁生产维持高位，而水泥整体库存水平较高，11月水泥磨机运转率环比明显回落。

（2）价格方面，出厂价格有所回升、原材料价格延续回落，利润指标趋于健康；高频数据方面主要是基建地产相关产品价格回升，能源、化工产业链价格整体下降。出厂价格和原材料价格分别环比上升了0.5和环比下降1.9个百分点至48.2%和50.7%。从高频数据来看，南华价格指数显示11月份工业品价格指数环比下降0.43%，主要系能化环比下降1.41%，延续了10月以来的下降趋势，拖累工业品价格表现（图表5），具体来看，11月螺纹钢价格环比上升4.89%，煤炭、化工产业链价格整体多下降。

（3）企业的经营预期延续改善，继10月企业的经营预期指数回升0.1个百分点后，11月经营预期进一步回升0.2个百分点至55.8%的高位水平，企业对未来的财政发力支撑经济仍有较高期待。

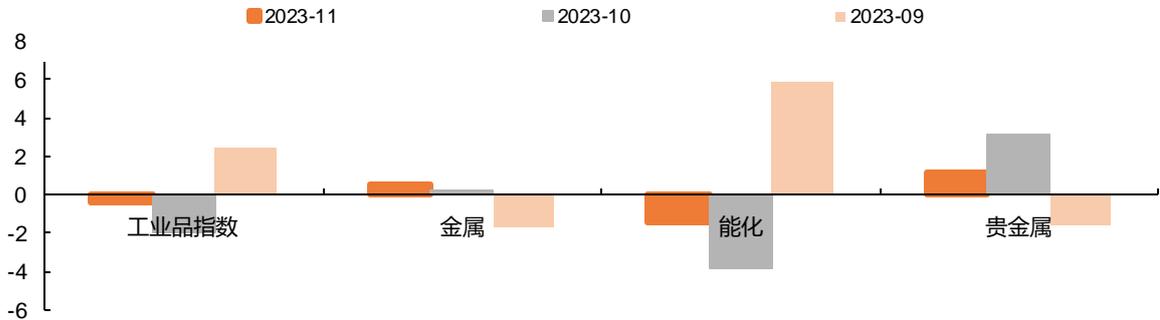
（4）行业方面，大多数行业的PMI绝对值处在下行区间，本月表现相对强劲的行业主要是下游的汽车（58.8%）、医药（58%）、造纸印刷文教（57.7%）；中游的电子通信计算机（59.4%）、专用设备（56.2%），汽车行业受益于出口和国内零售都相对不错，销售维持较高水平，表现较好的行业在制造业投资中的占比约在3成。中游的电子通信及专用设备行业近期可能受到美国批发商补库带来的需求支撑。而本月表现较弱的行业有下游的饮料（37.5%）和处于上游的石油炼焦（40.9%）、非金属（42.3%）、金属制品（48.1%）等行业。

图表4 高频数据验证生产高位小幅回落



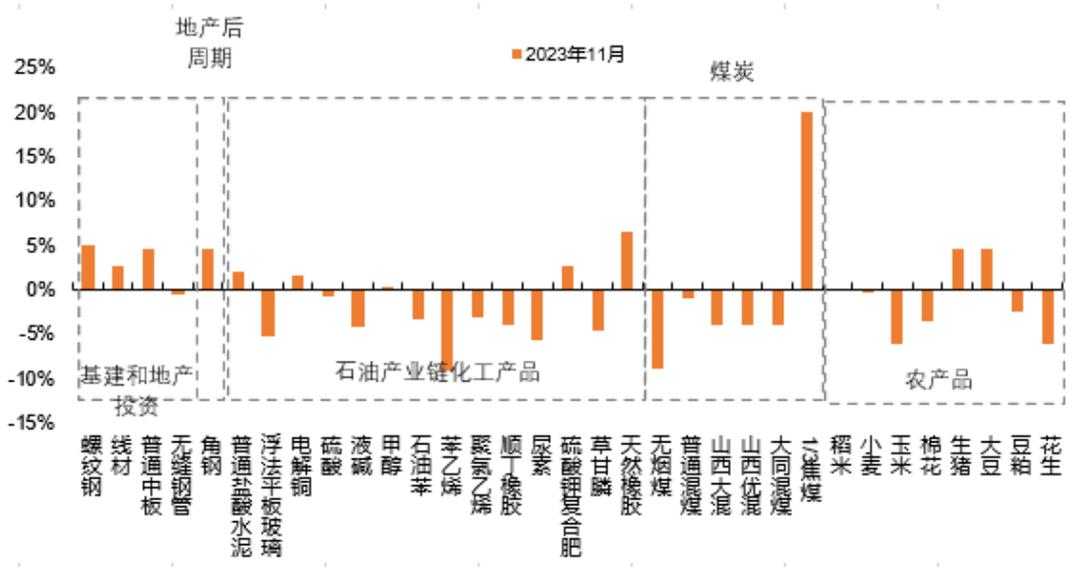
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表5 南华工业品中，主要系能化价格下降(%)



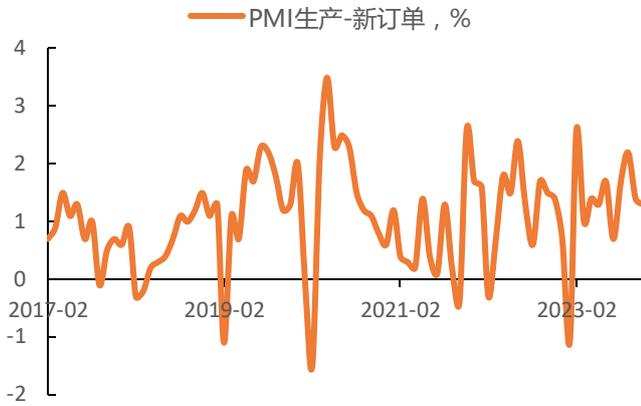
资料来源: Wind,平安证券研究所

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



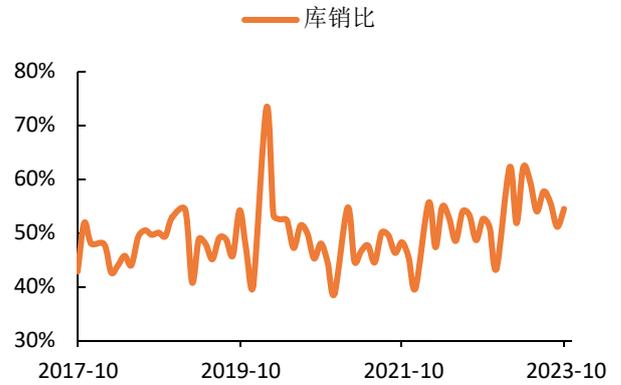
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 制造业生产指数与需求指数差值回归到2017年以来56%分位数



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88%分位数 (%)



资料来源:Wind, 平安证券研究所;

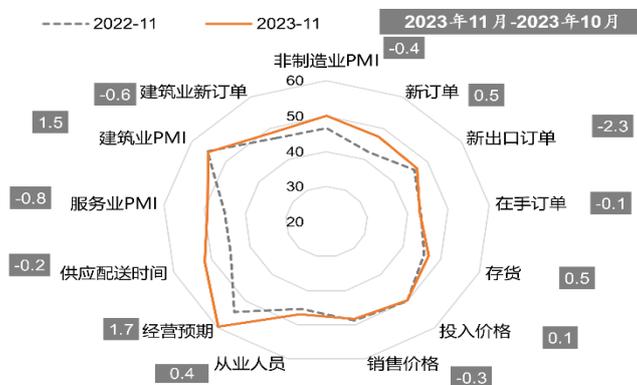
■ 非制造业 PMI 环比下行, 建筑业表现强于服务业

非制造业 PMI 环比下行 0.4 个百分点至 50.2%。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 月以来转为下行。11 月绝对值位于年内最低点, 位于 2017 年以来大约 13%分位数, 但其中经营预期较上月大幅上行 1.7 个百分点至 59.8%, 和制造业 PMI 相似, 市场预期有一定改善。

服务业 PMI 11 月延续下行 0.8 个百分点至 49.3%, 环比回落较大的主要系出行相关行业, 表现相对较好的主要系高新技术类行业。11 月住宿业和餐饮业分别较上月环比大幅下行 13.0 和 14.0 个百分点至 42.9%和 43.4%, 可能是因为本月无法定节假日, 同时进入冬季天气转凉, 居民出行需求大幅下降导致; 然而高新技术类的广播电信、互联网及软件、水上运输绝对值在 55%以上, 表现较好。

建筑业 PMI 环比上升 1.5 个百分点至 55%。建筑业中, 表现较好的主要是建筑安装装饰及其他建筑业、房屋建筑业和土木工程; 但建筑业新订单环比下降 0.6 个百分点, 在 9 月短暂上涨后 10-11 月延续下行趋势。

图表9 11 月非制造业 PMI 及分项 (%)



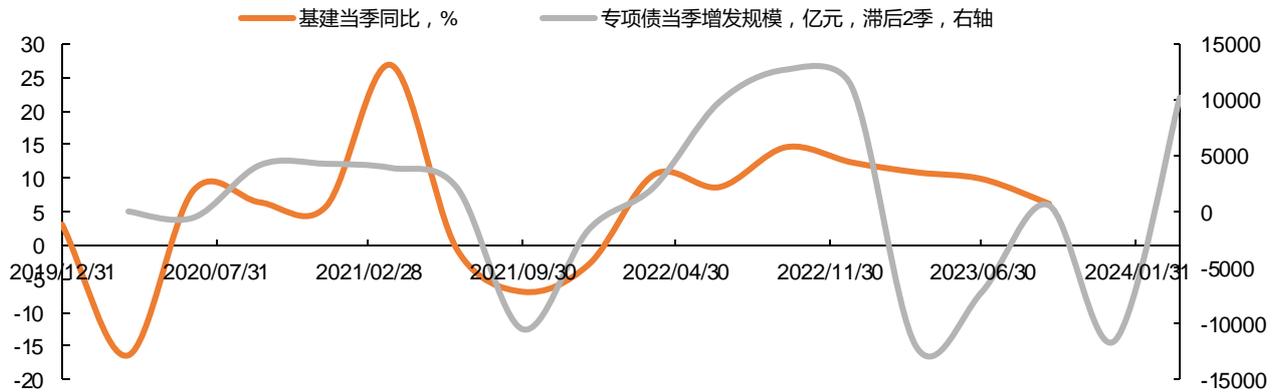
资料来源:Wind, 平安证券研究所

■ 预计 12 月数据小幅走弱，债市方面关注中央经济工作会议前后政策确定性上升可能催化的交易

整体来看，11 月制造业、非制造业 PMI 数据回落，不及市场预期。制造业 PMI 呈现产需回落、主动去库的状态。可喜的是，出厂价-原材料价格修复，带动企业经营预期向好。制造业内部仍存在比较大的分化，其中汽车、医药、电子通信、专用设备等行业或受益于技术革新换代、或受益于外需补库提振，维持了较高的景气度。能化与金属等产业链整体仍偏弱势。非制造业中建筑业景气回升，企业预期转好；服务业景气有所下行。数据发布后，截至 11 月 30 日，10Y 国债收益率下行 1.5BP 至 2.67%，10Y 国开债收益率下行 0.5BP 至 2.80%，上证指数上涨 0.26%，债券在定价 PMI 走弱，权益市场反应平淡。

预计 12 月经济数据小幅回落，11-12 月 GDP 当月增速约为 5.0%和 4.5%，11 月 PMI 数据表现不佳，但企业信心仍在修复，一方面 10-11 月密集发行的国债和地方债加速投放，地方新增债累计发行 4400 亿，国债净融资 9000 亿，或正在形成实物工作量；另一方面，价格指数仍在上行区间，对企业盈利有一定支撑。最后，11 月 17 日，三部委联合召开金融机构座谈会，提及“统筹考虑今年末、明年初信贷投放”，11 月以来票据转贴现报价利率持续攀升，说明企业端信用也在温和发力。不过，信心的修复刚刚起步，仍需要政策进一步呵护，预计 11-12 月工增数据小幅回落，分别为 4.7%、4.6%，基建投资累计增速分别为 8.1%、7.3%。由于国债发行与形成实物工作量之间有一定的时滞，万亿国债对基建的支撑效果可能要到明年 1-2 季度逐渐显现。预计 10-12 月 GDP 同比增速分别为 4.7%、5.1%和 4.5%，四季度 GDP 同比可能在 4.8%附近。

图表 10 基建增速滞后专项债增速 2 个季度左右，因此基建回升预计在 24 年 1 季度



资料来源:Wind, 平安证券研究所

债市建议暂时观望，关注中央经济工作会议以后交易主线。9-11 月 DR007 中枢维持在 2%附近，高于政策利率 20BP，季末和月末则出现较大幅度的资金价格波动，压制市场表现。究其原因，一方面供给节奏相对较快，而央行受制于汇率压力投放相对审慎。10-11 月政府债净融资规模 1.55 万亿和 1.10 万亿，央行累计投放 1.1 万亿；另一方面，超额储蓄（存款）加速从大行向中小银行搬家。8 月以来，大行率先下调 2-3 年期存款利率 5-25BP，由于存款利率下调遵循行业自律机制，中小银行在 11 月陆续跟进，近三个月中大行存款利率大幅低于小行，导致存款流失。此外，特殊再融资债在 10-11 月陆续发行落地，一部分表外的企业借款、非标回到银行表内，占用超储；另一方面，政府债配置回表主要由大行承担，隐性化解可能引起资金从大行回流小行。从 6 大行+12 家股份行资产-负债角度来看，11-12 月稳定资负缺口在 1 万亿，11 月 MLF 超额续作 6000 亿元，预计 12 月 MLF 投放以前，资金维持紧平衡状态。

短期内市场维持相对弱势，资金的制约最早可能到 12 月中旬 MLF 投放以后才有机会缓解。虽然基本面数据有所走弱，但政策扰动增多，长端大概率维持震荡。接下来需要观察的节点是 12 月的中央经济工作会议，届时政策的确定性提升，可能催发方向性的交易。

- **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