

宏观利率

2023年12月PMI点评兼论利率影响

需求回落，债市偏强震荡

2024年01月01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：

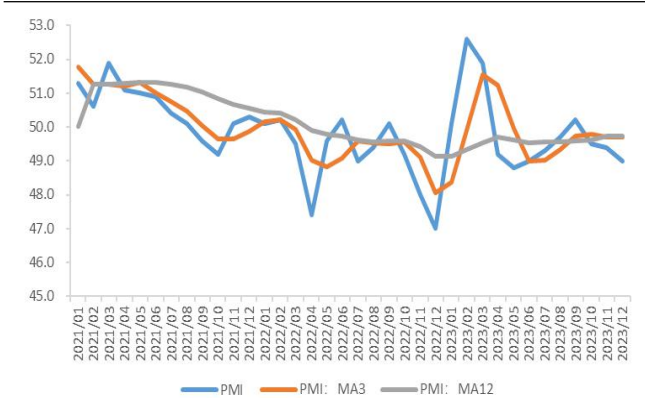
- **12月制造业景气度延续回落，非制造业景气度回暖。**12月制造业PMI为49.0%（前值49.4%）。非制造业商务活动指数为50.4%（前值50.2%），非制造业扩张有所加快。非制造业中，服务业商务活动指数为49.3%，景气水平与上月持平，今年以来连续两个月收缩；建筑业商务活动指数为56.9%（前值55.0%），源于部分企业在春节假期前加快施工进度。
- **制造业生产依然好于需求。**12月PMI生产指数为50.2%（前值50.7%），新订单指数为48.7%（前值49.4%），新出口订单指数为45.8%（前值46.3%），出口订单延续快速回落。10月以来，由于需求转弱，新订单与产成品库存之差总体徘徊在0.9%-1.2%之间（三季度均值为3.3%）。库存方面，12月PMI产成品库存指数为47.8%，总体处于偏高水平；根据国家统计局数据推算的11月工业企业实际产成品库存有所反弹。随着时间的推移，需求对于生产的拖累或将逐步体现在同比数据上。
- **出厂价格边际回落，中下游企业盈利面临波动。**12月主要原材料购进价格指数反弹至51.5%（前值50.7%），出厂价格指数47.7%（前值48.2%）。12月主要是有色金属和非金属建材价格出现上涨。从上涨原因看，国际上主要与美联储偏鸽以及巴以地缘冲突外溢导致红海海域货运服务受到影响有关；国内来看，钢材、铝材、玻璃等建材链产品涨价较为明显。从全球范围看，今年以来欧美等主要经济体制造业持续收缩，12月份美国和欧元区制造业PMI初值分别为48.2%和44.2%。当前外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，根据统计局调查，海外订单减少叠加国内有效需求不足是企业面临的主要困难。因此从需求端看，工业品价格上涨是否持续有待观察。出厂和购进价差在连续两个月负向收窄后再度扩大，叠加下游需求不稳，中下游企业盈利能力面临波动。
- **企业预期继续回暖，制造业采购相对稳定。**12月制造业、建筑业、服务业生产经营活动预期指数分别为55.9%（前值55.8%）、65.7%（前值62.6%）、59.4%（前值59.3%）。大型企业生产活动预期指数继续回升至57.9%（前值57.0%）。制造业采购量指数49.0%（前值49.6%），采购相对于生产和原材料库存仍相对稳定。
- **市场启示：经济进入新一轮政策驱动期，债市将偏强震荡。**12月以来，十年国债收益率持续下行。首先，10月以来经济基本面边际下行，库存周期向上动能反复，通胀下行导致实际利率高位，印证经济内生动能不足。其次，中央经济工作会议定调政策偏积极，财政政策发力的靴子落地，但当前基建增速水平明显高于三年中枢水平，在“增强财政可持续性”和信贷平滑投放要求下，预计2024年一季度信贷和基建走势对债市压力有限。再次，随着新一轮存款利率下调，货币政策空间有望打开。
- **风险提示：**内需持续性不足；外需大幅回落；地缘政治风险加剧。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

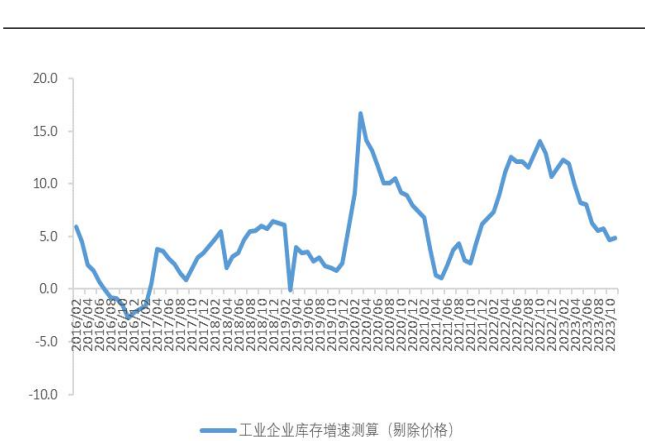
1

图 1：制造业 PMI (%)



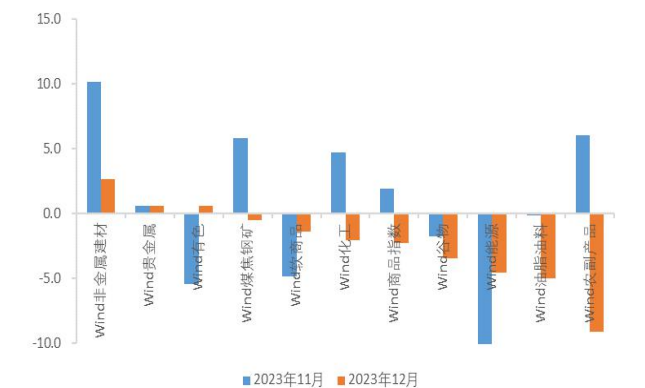
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 3：工业企业实际产成品库存水平不低 (%)



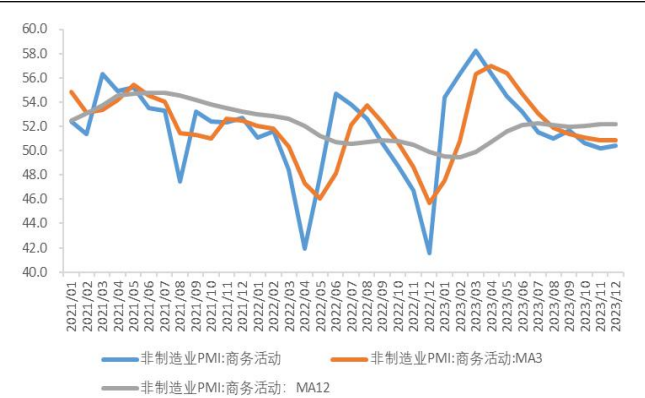
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 5：万得商品大类指数涨跌幅 (%)



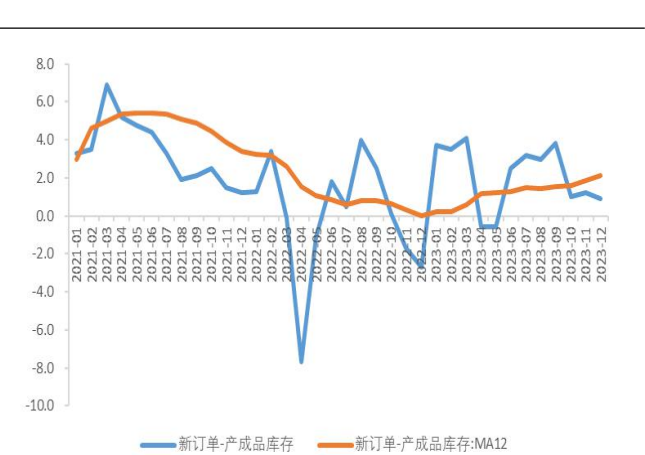
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



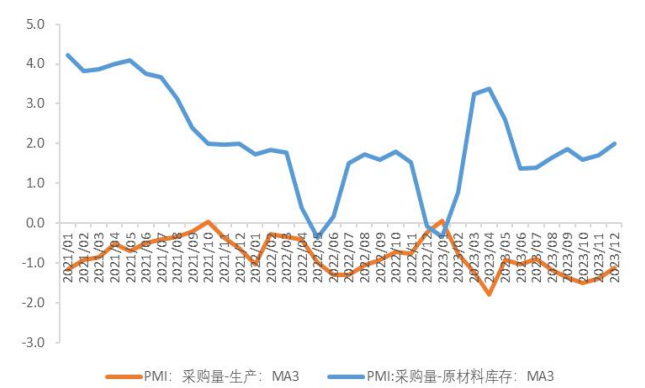
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

图 4：新订单和产成品库存指数之差 (%)



资料来源：国家统计局，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：国家统计局，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。本报告清晰准确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

