

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

一波三折的景气度还能怎么走？

2022年11月1日

- **制造业景气度一波三折。**10月制造业PMI下降，重回收缩区间，主要是由于以下因素：一是季节性因素波动。二是受疫情多点开花的扰动。1) 产需端：一方面，产需变化一波三折，10月强劲生产再次转向产需双弱。生产端的走弱可能是制造业生产情况受到国庆长假的影响，而且10月疫情也对企业生产开工情况有影响。需求端走弱反映出制造业市场需求不振。另一方面，制造业产销不畅还体现在供应商配送时间指数下滑和产成品库存指数上升。2) 价格端：原材料价格上涨较快，对企业成本形成压力。根据主要原材料购进价格指数和PPI间的关系，我们认为10月PPI大概率进入负区间。3) 分规模来看，不同规模企业景气度均有回落，但中小企业承压更大。
- **基建项目加速落地，服务业再受疫情影响。**10月非制造业商务活动PMI跌破荣枯线。非制造业新订单指数低于临界点，表明非制造业市场需求继续放缓。分行业来看，建筑业和服务业PMI景气水平分化严重。第一，基建项目加速落地，建筑业位于较高景气水平。建筑业商务活动指数低于9月，但仍位于较高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数连续两个月位于高位景气区间，表明建筑业高景气的主要原因是工程建设施工进度稳步推进，行业生产活动扩张加快。第二，受疫情防控制约，服务业延续前期回落态势。虽然四季度是传统的消费旺季，但由于国内疫情点多面广，服务业商务活动指数下降。生产性服务业和生活性服务业PMI分化，原因在于生活性服务业具有接触性、聚集性等特点，受疫情拖累明显。
- **景气度水平的走势变化关键有三点。**往后看，一波三折的景气度怎么走的关键有三点：首先，基建保持韧性，目前仍是重要支撑。尽管四季度基建施工强度有季节性回落的可能性，但由于基建投资的堵点被临时性打通，再加上在设备更新改造专项再贷款、专项债结存限额和基础设施基金的推动下，基建有望继续拉动经济。其次，整体上外需随海外政策的收紧而下滑，需求不够或成为阻碍未来景气度复苏的因素。最后，若疫情有边际好转，生产再呈现韧性或有望继续带动制造业景气度水平提升。从央地释放的政策信号看，促进制造业发展的政策正持续加力，稳定制造业投资，助推制造业高质量发展，制造业或成为四季度信贷政策支持和信贷投放的重点。在稳增长政策发力下，若疫情有边际好转，生产再呈现韧性或有望继续带动制造业景气度水平提升。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

目录

一、制造业景气度一波三折.....	3
二、基建项目加速落地，服务业再受疫情影响.....	6
三、一波三折的景气度还能怎么走.....	7
风险因素.....	8

图目录

图 1：自 5 月起，10 月疫情严重程度仅次于 8 月.....	3
图 2：10 月制造业 PMI 及其分项.....	3
图 3：一波三折的产需变化.....	4
图 4：经济动能自 8 月起一直下降.....	4
图 5：10 月原材料购进价格和出厂价格指数差距仍大.....	5
图 6：10 月 PPI 大概率进入负区间.....	5
图 7：大型企业扩张幅度放缓，中小企业收缩加快.....	6
图 8：10 月建筑业 PMI 维持高景气，服务业 PMI 回落.....	6
图 9：10 月水泥发运率维持较高水平.....	7
图 10：10 月开工率受到部分影响.....	7
图 11：美国、德国和欧元区的 PMI 进入收缩区间.....	8

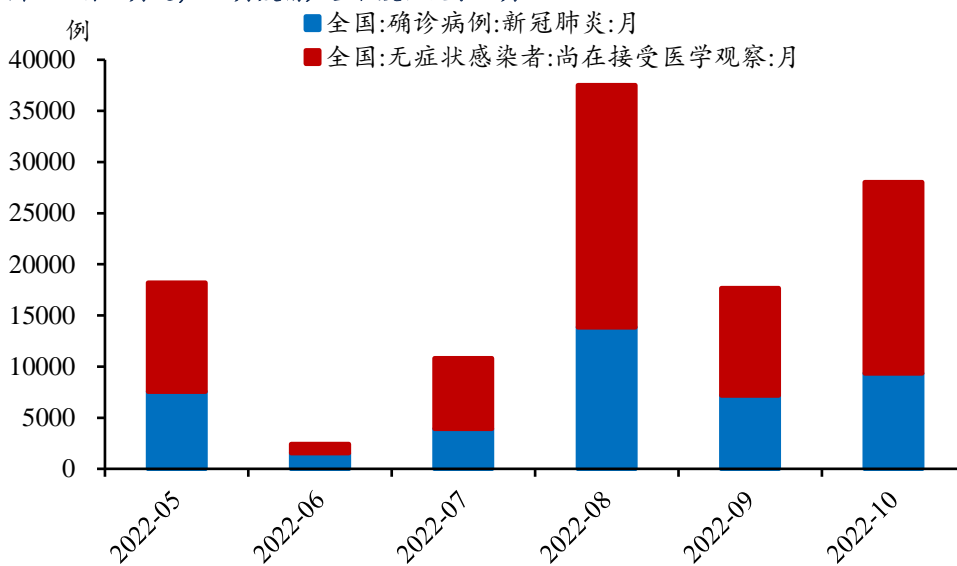
一、制造业景气度一波三折

根据国家统计局数据，2022年10月制造业PMI录得49.2%，前值为50.1%。10月制造业PMI下降，重回收缩区间，主要是由于以下因素：

一是季节性因素波动。从历史数据来看，多数年份内10月指数水平低于9月，我们认为每年的国庆长假都会对企业的开工造成一定影响。从高频数据上看，截至10月28日的的数据，10月汽车轮胎全钢胎和半钢胎的开工率环比下降14.07%和8.01%，唐山钢厂的高炉开工率环比下降0.61%。

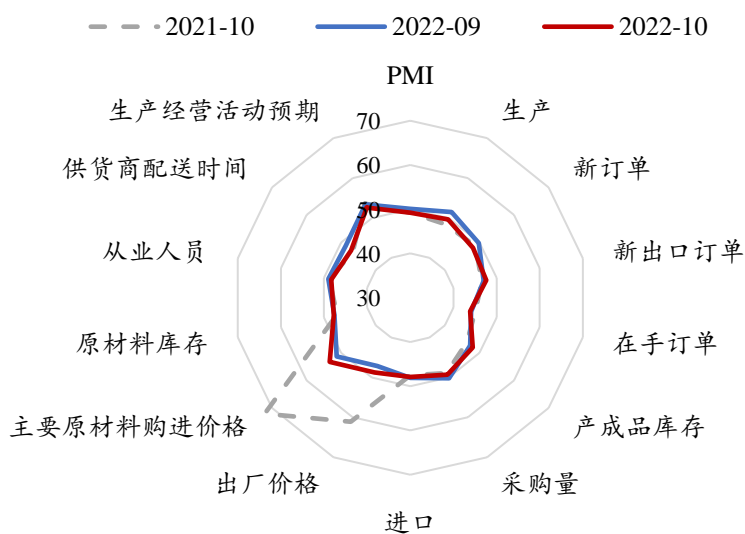
二是受疫情多点开花的扰动。10月国内疫情多点频发，对制造业景气水平产生扰动，对此统计局也做了相关表述。自5月起，10月疫情严重程度仅次于8月。尽管10月新增确诊病例环比变化仅为37.83%，但是10月接受医学观察的无症状感染者环比变化幅度较大，为92.43%。

图 1：自 5 月起，10 月疫情严重程度仅次于 8 月



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：10 月制造业 PMI 及其分项



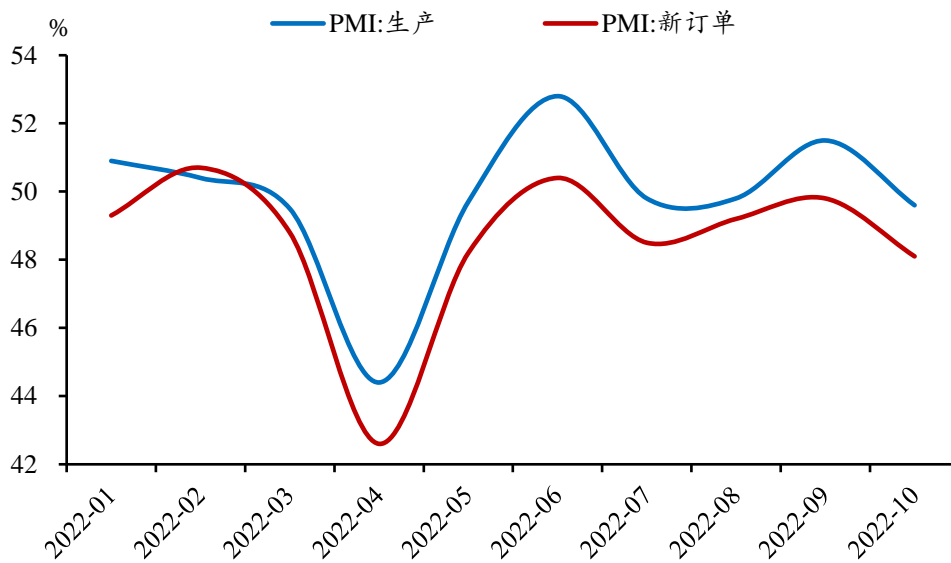
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

产需端:

1) 产需变化一波三折, 强劲生产再次转向产需双弱。9月生产PMI表现强劲, 是制造业超预期回升的主要贡献。这一强劲势头未能在10月延续, 由9月的生产强劲转向10月的产需双弱。10月生产PMI为49.60%, 生产端的走弱可能是制造业生产情况受到国庆长假的影响, 而且10月疫情也对企业生产开工情况有影响。10月新订单PMI为48.10%, 需求端走弱反映出制造业市场需求不振。从经济动能(新订单-产成品库存)来看, 自8月起, 经济动能一直下降。

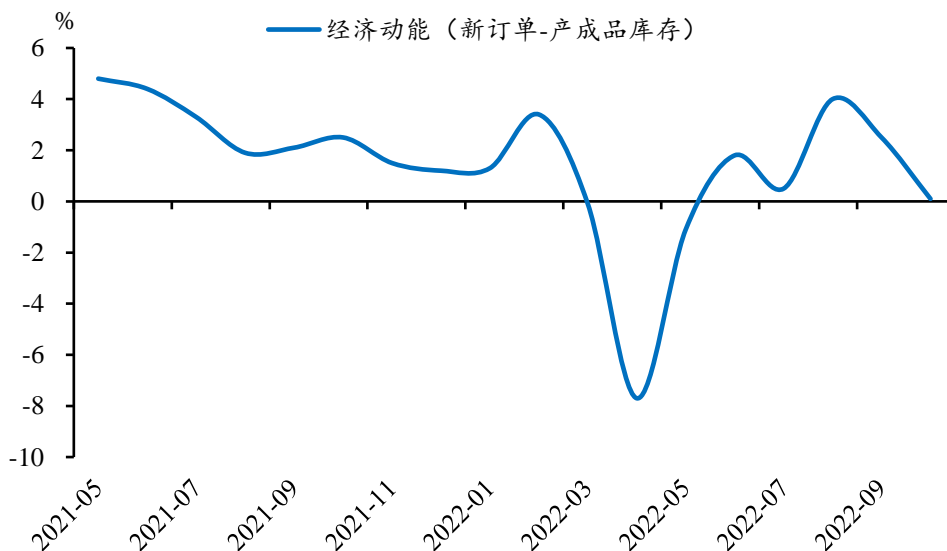
2) 制造业产销不畅还体现在两个方面。10月制造业的产销不畅还体现在两个方面, 一是供应商配送时间指数下滑, 回落至47.1%。供应商配送时间是个负向指标, 当配送时间变慢时, 可能是经济热, 供不应求导致配送时间变慢, 也可能是疫情拖累了配送时间。显然10月的供应商配送时间变慢更多是受到了疫情的影响。二是产成品库存指数上升, 高于近几年同期表现。

图 3: 一波三折的产需变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

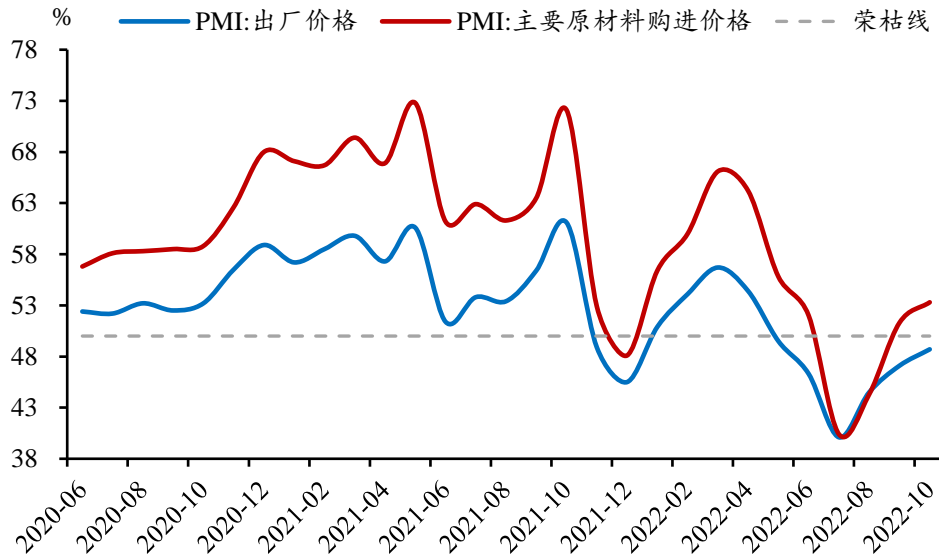
图 4: 经济动能自 8 月起一直下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

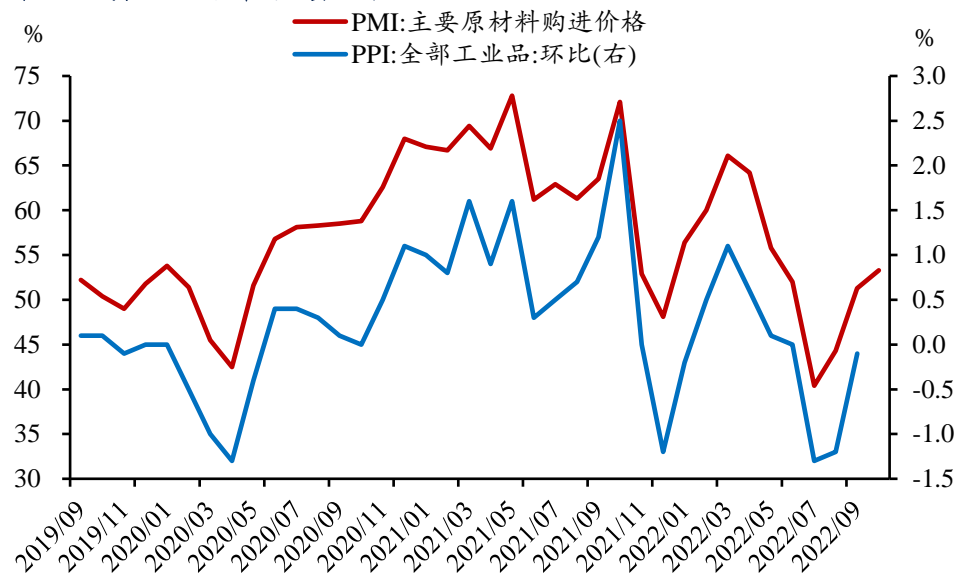
价格端：原材料价格上涨较快，对企业成本形成压力。国际大宗商品波动频频，原材料价格上涨较快，对企业成本形成压力。10月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为53.3%和48.7%，高于上月2.0和1.6个百分点，其中主要原材料购进价格指数连续两个月位于扩张区间，制造业原材料采购价格总体水平较上月继续上涨。从行业情况看，农副食品加工、石油煤炭及其他燃料加工等行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别高于60.0%和53.0%。根据主要原材料购进价格指数和PPI间的关系，我们认为10月PPI大概率进入负区间。

图 5：10月原材料购进价格和出厂价格指数差距仍大



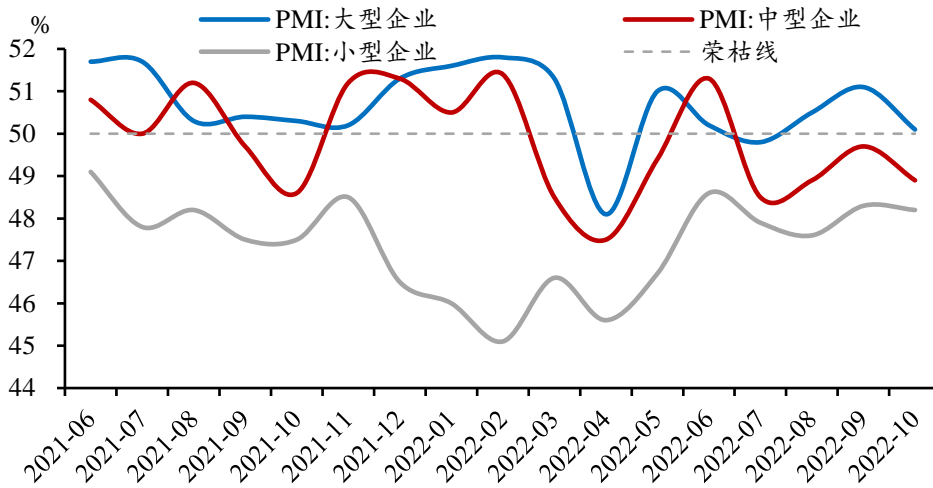
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：10月PPI大概率进入负区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分规模来看，不同规模企业景气度均有回落，但中小企业承压更大。由于疫情散发和原材料价格上升较为普遍，不同规模企业都受到影响，大中小型企业的景气度都有回落，但大型企业仍在扩张区间，而中小企业的景气度仍在收缩区间。10月的景气度水平表现出大型企业扩张幅度放缓，中小企业收缩加快。

图 7：大型企业扩张幅度放缓，中小企业收缩加快


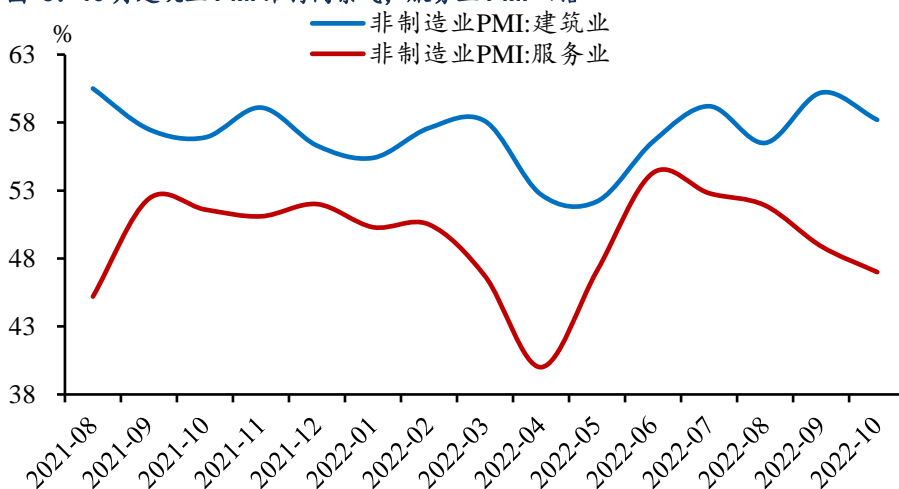
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、基建项目加速落地，服务业再受疫情影响

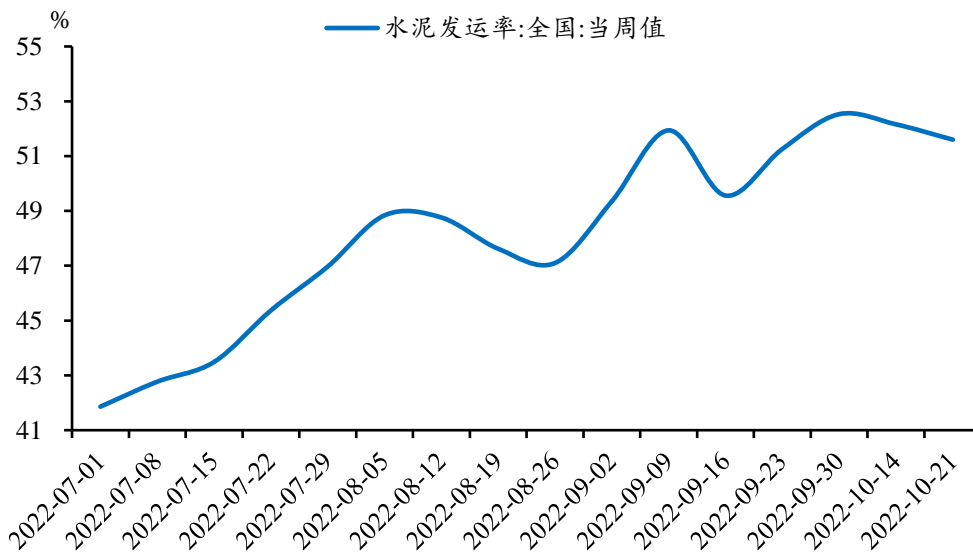
10月非制造业商务活动PMI为48.7%，跌破荣枯线。其中，非制造业新订单指数为42.8%，比9月下降0.3个百分点，低于临界点，表明非制造业市场需求继续放缓。分行业来看，建筑业和服务业PMI景气水平分化严重，建筑业PMI虽有所回落，但仍位于高景气区间；服务业PMI进一步回落，已连续两个月低于荣枯线水平。非制造业的主要拖累力量在服务业的疲弱上，其根源仍是受到疫情制约。

第一，基建项目加速落地，建筑业位于较高景气水平。建筑业商务活动指数为58.2%，低于9月2.0个百分点，建筑施工的扩张有所放缓，但仍位于较高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为60.8%，连续两个月位于高位景气区间，表明建筑业高景气的主要原因是工程建设施工进度稳步推进，行业生产活动扩张加快。

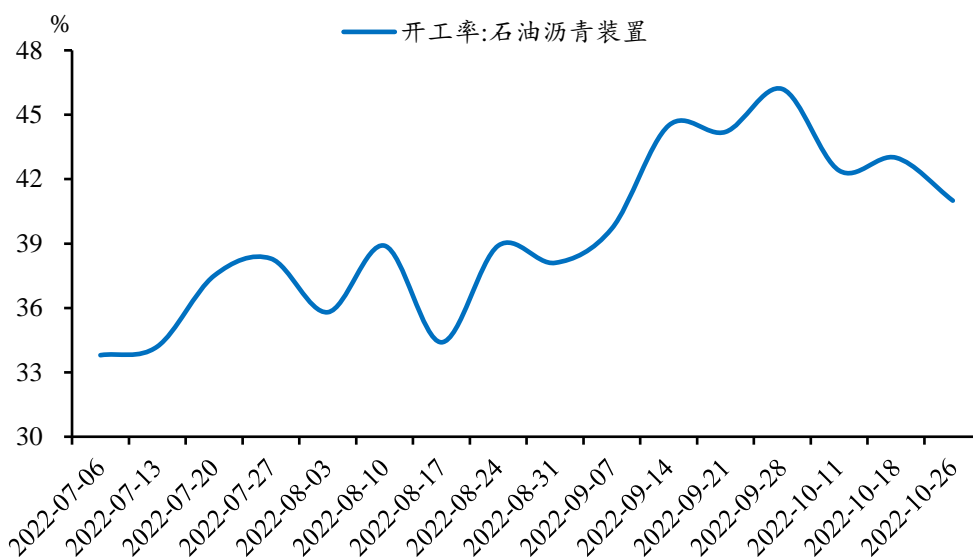
第二，受疫情防疫制约，服务业延续前期回落态势。虽然四季度是传统的消费旺季，但由于国内疫情点多面广，服务业商务活动指数降至47.0%，低于9月1.9个百分点。生产性服务业和生活性服务业PMI分化，生产性服务业PMI继续位于扩张区间，而生活性服务业PMI低位回落。原因在于，10月国内疫情反复，生活性服务业由于具有接触性、聚集性等特点，受疫情拖累明显。具体来看，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等接触性、聚集性服务行业商务活动指数低位回落。往后看，受“双十一”促销活动等因素影响，服务业景气水平有望边际改善。

图 8：10月建筑业PMI维持高景气，服务业PMI回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：10 月水泥发运率维持较高水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10：10 月开工率受到部分影响


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、一波三折的景气度还能怎么走

往后看，一波三折的景气度怎么走的关键有三点：

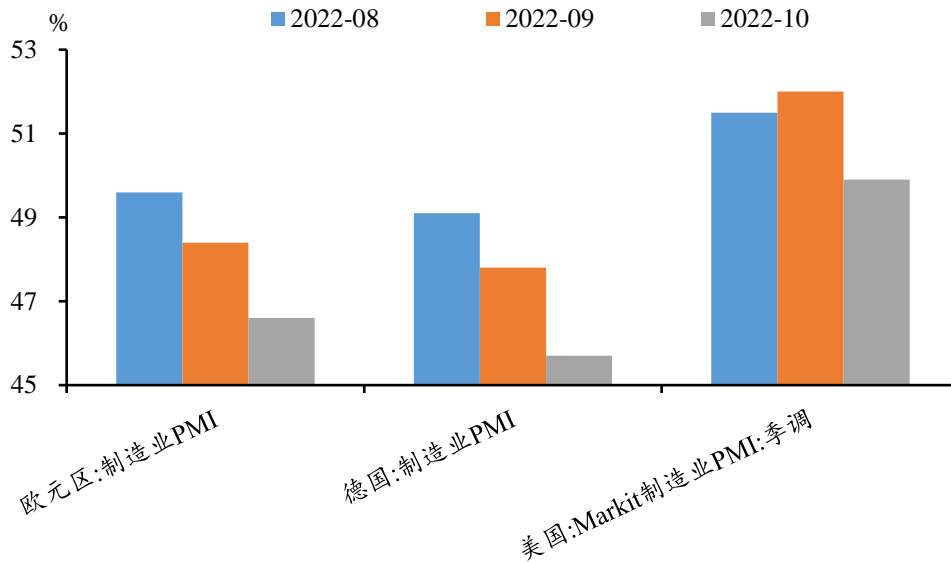
首先，基建保持韧性，目前仍是重要支撑。10 月基建项目继续发力，工程施工继续推进。尽管四季度基建施工强度有季节性回落的可能性，但由于基建投资的堵点（项目资本金难到位、难安排）被三大政策行 6000 多亿的基础设施基金（主要用于补充重大项目资本金）临时性打通（参考《需求边际回暖——四季度股债双牛的逻辑之二》），在设备更新改造专项再贷款、专项债结存限额和基础设施基金（这些政策主要在四季度发力）的推动下，基建有望继续拉动经济。

其次，整体上外需随海外政策的收紧而下滑，需求不够或成为阻碍未来景气度复苏的因素。从 10 月已公布的海

外经济体 PMI 来看，美国制造业 PMI 跌入收缩区间，欧元区和德国制造业 PMI 也进一步下滑至 46.6%和 45.7%。出口趋势性下滑，外需整体走弱下，制造业市场的需求或成为阻碍未来景气度复苏的因素。

最后，若疫情有边际好转，生产再呈现韧性或有望继续带动制造业景气度水平提升。从央地释放的政策信号看，促进制造业发展的政策正持续加力，稳定制造业投资，助推制造业高质量发展，制造业或成为四季度信贷政策支持 and 信贷投放的重点。在稳增长政策下发力，若疫情有边际好转，生产再呈现韧性或有望继续带动制造业景气度水平提升。

图 11：美国、德国和欧元区的 PMI 进入收缩区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。