

疫情冲击内需弱，经济回升仍面临压力

10月PMI点评

核心内容：

- **制造业产需回落，企业预期不佳** 10月份制造业 PMI 再次回到荣枯线以下，生产和需求双双回落，库存小幅上行。除了上月基数因素外，PMI 走弱主要受节假日以及疫情“多点散发”导致封控的影响，需求在本就偏弱的情况下受到压制，带动生产进一步下滑。库存偏高的情况下，企业对需求改善程度缺乏信心，采购弱化。从规律来看，10月的低基数使11月PMI环比改善的可能性增大，受压制的生产也有概率回补。随着天气转冷，疫情对经济恢复斜率的打击将持续，对四季度增长预期不易过高；在私人部门信心不足时，稳增长政策还应发力。
- **配送指标逆向抬升PMI，阻碍库存去化** 10月配送时间指标下滑1.6至47.1，继续低于均值，其作为逆向指标的下行对PMI约有0.24个百分点的抬升，体现实际PMI表现更弱。疫情导致的封控对物流的阻力延续，导致配送时间延长，进而拖累需求、生产以及产成品库存去化，这一压力短期将继续存在。另外，出口订单有所改善，但整体下行的趋势不改。
- **采购量价反映企业信心不足** 10月份购进价格和出厂价格回升，但明显低于往年同期均值；购进价格53.3(+2.0)，出厂价格48.7(+1.6)。价格上行幅度低于同期的原因还是需求和预期不足导致企业避免大幅增加采购，生产旺季下购进价格的短期景气可以保持，但大宗商品价格在衰退预期下还有下行空间，出厂价格不易维持，工业利润近期承压。
- **疫情打击服务业，政策托举建筑业** 10月份服务业回落至景气区间以下，大幅低于往年同期。疫情由于国庆出行、变种增加和天气转凉等原因在多地反复，防控政策趋严，消费受到明显遏制：全国经营活动状况下行1.9至48.7，低于均值5.1。服务业新订单低位回升0.1至41.7，低于均值8.2，体现出需求受疫情的持续限制。建筑业在基建和保交楼的支持下延续较高景气度；房地产销售数据10月份仍然较差，底部尚未确认，经营活动状况上行1.3至45.3。10月国常会表示要“促进消费恢复成为经济主动力”，11月服务类PMI在政策支持和低基数下可能修复，但疫情对物流和活动范围的压制意味着服务业继续处于弱恢复轨道。
- **疫情冲击内需和信心，稳增长政策应继续发力** 包括疫情和防控政策、外需韧性持续的时间、房地产开始企稳的概率以及基建保持高增速的时间这四类不确定性对经济的影响依然存在。10月库存和原材料采购的量价状况反映出企业在诸多不确定性面前缺乏向好预期，内需的改善和企业情绪的转好还需要货币和财政政策的作为，改善比黄金更重要的私人部门信心。在去年基数偏高、外需走弱、疫情扰动在冬季可能加大的背景下，对四季度的经济增速不宜期待过高，弱恢复的格局大概率持续。

核心风险：疫情和政策变化、房地产业下行与海外经济衰退超预期

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：于金潼

2022年10月份中采制造业PMI指数49.2，比9月份下行0.9，低于近年均值0.8。服务业PMI录得48.7，比9月份下行1.9，低于近年均值5.1；建筑业PMI录得58.2，比上个月下行2.0，低于近年均值0.8。中采先进制造业EPMI录得51.7，比上月上行2.9，低于近年均值8.1。

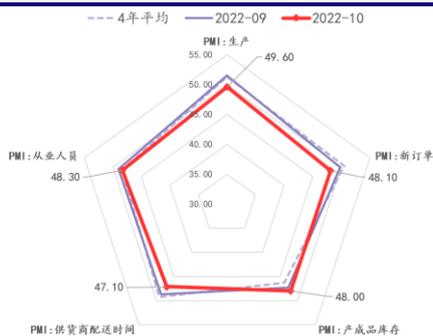
一、疫情使制造业产需回落，企业预期仍不佳

10月份制造业PMI再次回到荣枯线以下，回落幅度大于往年，生产和需求双双回落，库存小幅上行。PMI走弱的原因除了上月基数因素外，主要受节假日以及疫情“多点散发”导致封控的影响，需求在本就偏弱的情况下受到压制，带动生产进一步下滑。虽然政策在基建和保交楼方面对需求形成支撑，经济整体还处于修复中，但疫情的扰动在拖累开工的基础上持续冲击预期。库存偏高的情况下，企业对需求改善程度缺乏信心，采购弱化。总体上，10月制造业在疫情冲击和弱预期下走低，经济恢复再次放缓，与7月有相似之处；从规律来看，10月的低基数使11月PMI环比改善的可能性增大，受压制的生产也有概率回补。随着天气转冷，疫情对经济恢复斜率的打击将持续，对四季度增长预期不易过高；在私人部门信心不足时，稳增长政策还应发力。

10月份制造业生产下行至49.6(-1.9)，新订单下行至48.1(-1.7)，新出口订单47.6(+0.6)，产成品库上升至48.0(+0.7)。9月份生产幅度高于全国新订单(+1.5)，节日、重要会议和疫情散发压制了内需和预期。10月份仍属于国外假期备货季，美国PCE数据反映部分耐用品消费短期韧性仍在，因此外需略有改善，但依旧处于下滑通道。

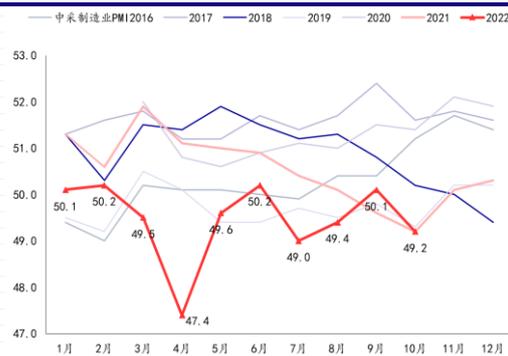
10月份生产环比下行，从景气区间跌落，明显低于均值；内需不振，外需在9月下行后边际改善，但不足以提供支撑。库存偏高，企业预期较差，对下月生产的恢复形成限制。9月工业企业利润反映出生产改善和价格下行；10月PMI打破了生产改善的格局，但价格在企业信心不足的情况下可能继续走低。PPI-CPI的收窄使上游向下游回吐利润。大宗商品价格仍在震荡，黑色和石油加工及炼焦产量下滑，和低频数据反映出的相关产业低位运行符合。设备类整体略有回落；除服装以外的消费品生产尚可，计算机和汽车略有下滑，医药继续大幅改善。

图 1：中采制造业 PMI 变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新订单指数下行，出口回升。全国订单指数下行1.7至48.1，仍低于近年均值2.3，出口订单回升0.6至47.6，低于均值0.6。内需主要受到疫情和地产不振的影响；外需则因消费韧性和海外的能源问题有一定回暖，但下滑趋势不改。10月内需中景气度居前的有医药制造、非金属矿物制品、农副食品加工和有色金属，石油和炼焦业以及化纤塑料橡胶制品类较差。外需方面，农副食品加工、非金属矿物制品、医药制造和计算机通信电子订单较多，汽车和专用设备小幅改善。

10月配送时间指标下滑1.6至47.1，继续低于均值，其作为逆向指标的下行对PMI约有0.24个百分点的抬升，体现部分受配送放缓影响较大的行业实际产需情况更弱。疫情导致的封控对物流的阻力延续，导致配送时间延长，进而拖累需求、生产以及产成品库存去化，这一压力短期将继续存在。

产成品和原材料库存上升。10月产成品库存上升0.7至48.0，原材料指数上行0.1至47.7。9月库存在生产旺季、基建支撑和外需尚未显著走低的情况下回升，但10月份生产受限情况下的上行更多反映了需求不足和物流疲弱。产成品库存环比上行较多的有汽车、金属制品和医药制造，石油加工类仍在去库存。虽然此前大宗调整叠加经济偏弱造成的去库存有缓和，但企业预期和内外需的不振尚不能扭转去库存的格局，生产难以持续大幅改善，库存的变化还是取决于政策引导下国内消费、投资的恢复情况。

10月份购进价格和出厂价格回升，但明显低于往年同期均值；购进价格53.3(+2.0)，出厂价格48.7(+1.6)。价格上行幅度低于同期的原因还是需求和预期不足导致企业避免大幅增加采购，生产旺季下购进价格的短期景气可以保持，但大宗商品价格在衰退预期下还有下行空间，出厂价格不易维持，工业利润近期承压。

图 3：各行业生产 (%)



图 4：各行业新订单 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

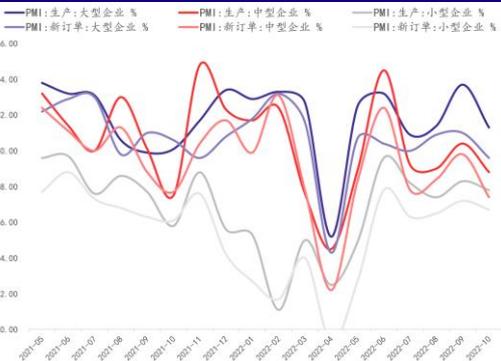
10月大型企业PMI下行1.0至50.1，中型企业下行0.8至48.9，小型企业下行0.1至48.2。大宗商品价格整体略有下行，原油回升，大企业受疫情冲击可能较小，因此尽管景气度回落，仍保持在50以上。中小企业因产需下行而同样走弱，外需的反弹对小企业景气度有一定支撑，但未来出口仍会成为中小企业的拖累。配送时间延长使各类企业库存高于同期水平，企业尚无补库存动力。

图 5：疫情对PMI拖累依然明显



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

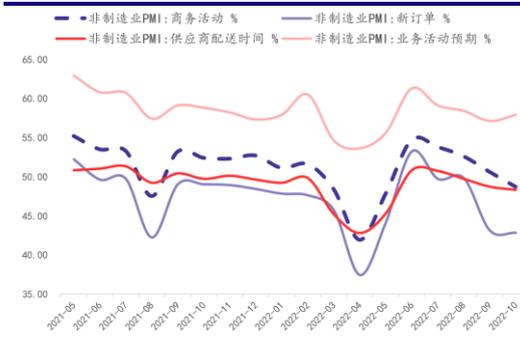
二、疫情打击服务业，政策托举建筑业

10 月份服务业回落至景气区间以下，大幅低于往年同期。疫情由于国庆出行、变种增加和天气转凉等原因在多地反复，防控政策趋严，消费受到明显遏制：全国经营活动状况下行 1.9 至 48.7，低于均值 5.1。服务业新订单低位回升 0.1 至 41.7，低于均值 8.2，体现出需求受疫情的持续限制。建筑业在基建和保交楼的支持下延续较高景气度；房地产销售数据 10 月份仍然较差，底部尚未确认，经营活动状况上行 1.3 至 45.3。

生产性服务业整体下滑，但信息服务业情况仍然较好，批发业在上月大幅回落后环比改善，交运仓储和邮政业在疫情冲击下走低至 39.2，是 2022 年 4 月以来的最低点，道路和航空运输受影响最大。消费性服务在 9 月走低的基础上继续回落，餐饮住宿下行至 32.5 (-3.5)，零售业下行至 43.3，国庆期间的消费旺季被疫情冲淡，较弱的运输和居民出行高频数据也印证了疫情导致的封控的影响。10 月国常会表示要“促进消费恢复成为经济主拉动力”，11 月服务类 PMI 在政策支持和低基数下可能修复，但疫情对物流和活动范围的压制意味着服务业继续处于弱恢复轨道。

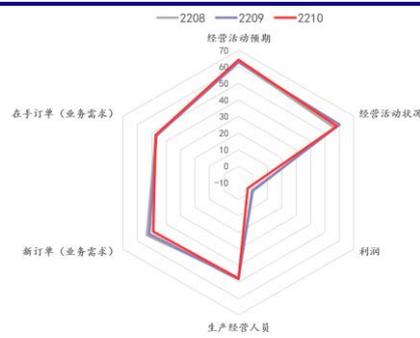
10 月份建筑业经营活动状况下行 2.0 至 58.2，略低于均值但连续五个月位于扩张区间，土木工程建筑业下行 0.2 至 60.8；虽然建筑类保持高位，但除政策支持外的需求仍然不足，黑色系产需和价格均出现回落。基建相关投资的高增速难以一直保持，政策在保交楼基础上进一步通过利率和因城施策等手段稳定房地产对投资的企稳和经济恢复有重要意义。房地产业在 10 月略有改善，经营活动上行 1.3 至 45.3，新订单从低位回升 3.2 至 39.5，预期小幅下行；高频数据显示 10 月地产销售较弱，9 月末地产政策的组合拳在疫情的冲击下尚未见效，消费政策将延续支持刚需和改善住房需求。随着各城市依据自身情况调整房贷利率、政策同时在供需两端发力，地产在未来触底企稳的可能上升。

图 7：非制造业 PMI 回落 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：建筑业 PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、行业情况

10 月各行业中 PMI 景气度居前的有医药制造、非金属矿物制品、有色金属冶炼加工和农副食品加工；而表现较差的有石油加工及炼焦、化学纤维及橡胶塑料、黑色金属冶炼加工和专用设备。

医药仍在低基础上改善，产量和订单双双上行，利润趋势业出现改善。非金属矿物制品和有色金属则继续受到基建推进的提振，在地产需求较弱的情况下持续对冲不利影响。农副食品加工的产量下行，但鉴于海外需求的阶段性回暖，出口订单大幅上行至 78.1 (+22.6)，外部的高食品通胀支撑外需。黑色

系整体不振不仅由于疫情影响短期建筑开工，房地产销售底部没有夯实以及外部经济的下行都不利于黑色系供需回暖，价格和高炉开工数据也较为平淡，没有明显修复。设备类虽然下行，但幅度相对温和，国常会要求财政金融政策支持“设备更新改造”和“重大项目建设”，未来有望改善表现并维持相对高的景气度。汽车制造业产量和新订单小幅改善，出口订单保持但库存上行；汽车仍是消费政策支持的重点，未来有改善空间。

从PMI环比上行的幅度看，金属制品、非金属矿物制品、化纤及橡胶制品和医药制造改善较为明显，这些类别在此前月份表现较弱，迎来一定修复。而下滑较多的则有石油炼焦、纺织服装、电器机械和黑色系，如统计局所描述，“高耗能行业”反映需求不足的比重较大。

图 9：各行业 PMI 变化 (%)

图 10：各行业产成品库存变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、疫情反复冲击内需和信心，稳增长政策应继续发力

综合来看，10月PMI的再度下行仍是源于内需和企业信心不足。疫情从产需两端压制制造业和服务业恢复，对物流的扰动阻止企业去库存进程，地产不振和全球经济下行预期加大对原材料和中间品的压力，外需虽然短期边际改善但长期下行压力不减。11月在10月低基数以及部分受限产需的回补、消费和地产政策的持续支持下有望回升，但幅度取决于疫情和防控的发展。

9月提到的四类不确定性，包括疫情和防控政策、外需韧性持续的时间、房地产开始企稳的概率以及基建保持高增速的时间，对经济的影响依然存在。10月库存和原材料采购的量价状况反映出企业在诸多不确定性面前缺乏向好预期，内需的改善和企业情绪的转好还需要政策继续支持，货币和财政仍应作为，改善比黄金更重要的私人部门信心。在去年基数偏高、外需走弱、疫情扰动在冬季可能加大的背景下，对四季度的经济增速不宜期待过高，弱恢复的格局大概率持续。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn