

## 供需双弱，经济再承压

事件:

10月31日，国家统计局公布10月PMI指数，制造业PMI指数录得49.2%、较上月回落0.9个百分点。

点评:

■ 制造业PMI超季节性回落、产需均走弱，新出口订单略升难改出口下滑趋势  
制造业PMI超季节性回落，疫情反复、需求走弱的影响增强。10月，制造业PMI录得49.2%、低于市场平均预期的49.7%，较上月回落0.9个百分点、降幅超过历史均值的0.2个百分点；多数分项指标回落，生产和新订单分别回落1.9和1.7个百分点至49.6%和48.1%，采购量明显下降、而原材料库存处于低位。

新出口订单略有回升，对出口的提振可能有限。10月，PMI新出口订单较上月回升0.6个百分点至47.6%、但低于历史均值的49%，新出口订单的小幅增加或与海外圣诞节等备货有关，或较难改变出口下滑趋势。海外需求走弱影响的不仅是终端消费品出口，对中间品和资本品出口的拖累也已明显显现、加速出口回落。

不同企业景气均回落，大、中型企业回落更明显。10月，大型和中型企业PMI分别较上月回落1和0.8个百分点至50.1%和48.9%，小型企业景气持续低迷；主要分项来看，大、中型企业生产和新订单回落幅度更大，中型和小型企业新出口订单回升、后者回升尤为明显，可能指向一些劳动密集型消费品出口订单。

■ 非制造业PMI时隔4个月再度回落至临界值下方，服务业和建筑业均有拖累  
疫情反复下，服务业PMI进一步回落，继续拖累非制造业PMI。10月，非制造业PMI较上月回落1.9个百分点至48.7%、时隔4个月再度回落至临界值下方，其中服务业PMI连续下滑4个月、10月回落1.9个百分点至47%，服务业新订单低迷、连续两个月不足42%，活动预期略有改善、较上月回升0.6个百分点。

建筑业PMI有所回落，稳增长落地或有所放缓。10月，建筑业PMI较上月回落2个百分点至58.2%，其中，建筑业新订单连续2个月回落、10月只有48.9%，但建筑业活动预期边际改善、较上月回升1.5个百分点至64.2%；高频指标显示，10月沥青开工、钢材成交等均较9月有所走弱，皆指向稳增长落地放缓。

重申观点：内外需“接力”过程中，警惕经济“二次探底”风险。伴随外需走弱，出口已进入趋势性回落通道，对经济支撑或趋于减弱。内需“接力”下，稳增长仍是重要支撑、但弹性有限，持续性依赖“准财政”加力。然而，疫情反复对线下活动的潜在扰动，以及出口的加速回落，可能加大经济阶段性回落压力。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001  
yang\_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007  
majieying@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、制造业 PMI 超季节性回落，产、需双双走弱 .....	3
2、非制造业 PMI 回落至临界值下方，服务业和建筑业均有拖累 .....	4

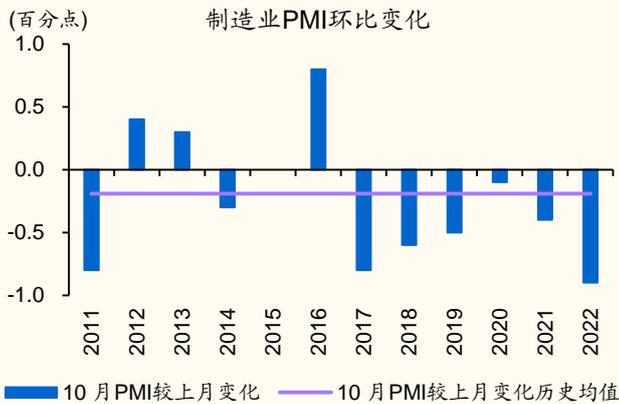
## 图表目录

图表 1: 10月，制造业 PMI 超季节性回落 .....	3
图表 2: 10月，PMI 多数分项均回落 .....	3
图表 3: 10月，新订单回落、新出口订单略回升 .....	3
图表 4: 9月，中间品和资本品出口走弱更为明显 .....	3
图表 5: 10月，不同类型企业 PMI 均回落 .....	4
图表 6: 10月，小型企业新出口订单回升明显 .....	4
图表 7: 10月，非制造业 PMI 继续回落 .....	4
图表 8: 10月，服务业活动预期略改善、新订单低位 .....	4
图表 9: 10月，建筑业 PMI 回落、但活动预期改善 .....	5
图表 10: 10月沥青开工率较9月回落 .....	5

### 1、制造业 PMI 超季节性回落，产、需双双走弱

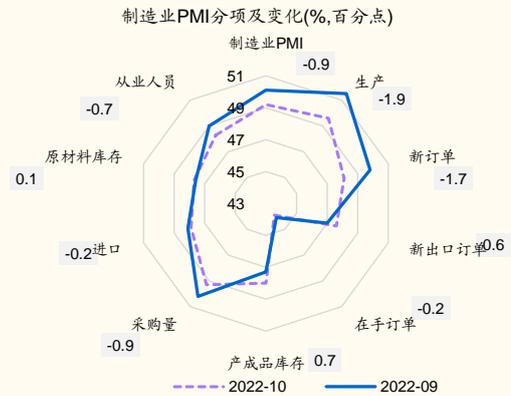
制造业 PMI 超季节性回落，疫情反复、需求走弱的影响增强。10 月，制造业 PMI 录得 49.2%、低于市场平均预期的 49.7%，较上月回落 0.9 个百分点，降幅超过历史均值的 0.2 个百分点；多数分项指标回落，生产和新订单分别回落 1.9 和 1.7 个百分点至 49.6%和 48.1%，采购量明显下降、而原材料库存处于低位。

图表 1：10 月，制造业 PMI 超季节性回落



来源：Wind、国金证券研究所

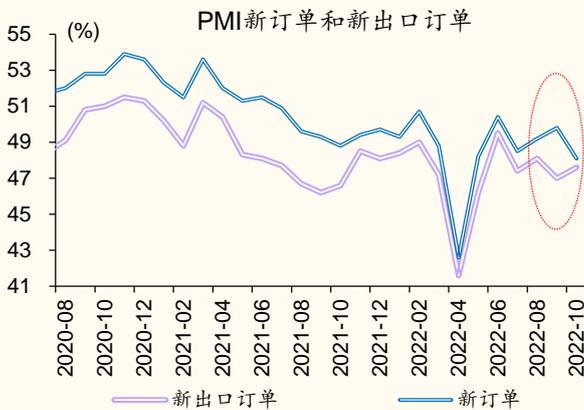
图表 2：10 月，PMI 多数分项均回落



来源：Wind、国金证券研究所

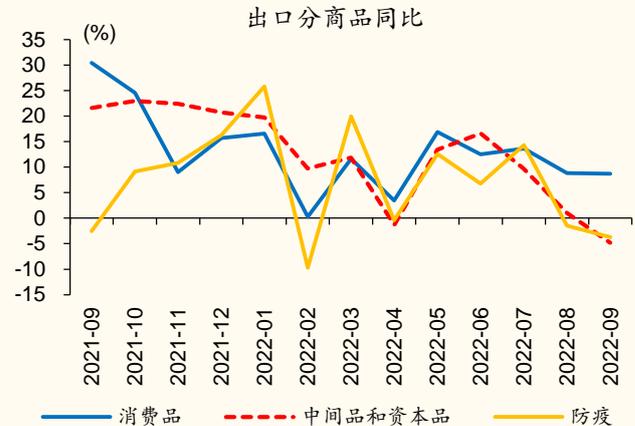
新出口订单略有回升，对出口的提振可能有限。10 月，PMI 新出口订单较上月回升 0.6 个百分点至 47.6%、但低于历史均值的 49%，新出口订单的小幅增加或与海外圣诞节等备货有关，或较难改变出口下滑趋势。海外需求走弱影响的不仅是终端消费品出口，对中间品和资本品出口的拖累也已明显显现、加速出口回落。

图表 3：10 月，新订单回落、新出口订单略回升



来源：Wind、国金证券研究所

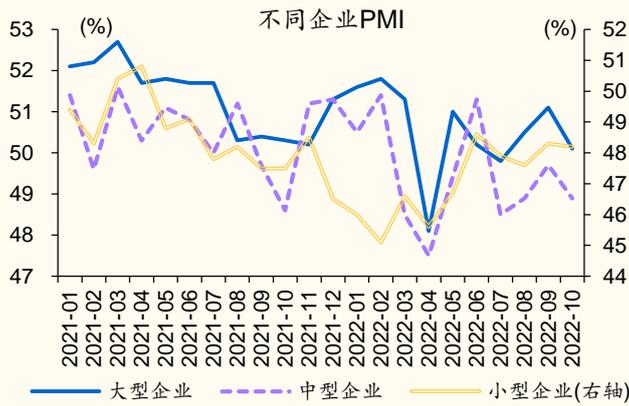
图表 4：9 月，中间品和资本品出口走弱更为明显



来源：Wind、国金证券研究所

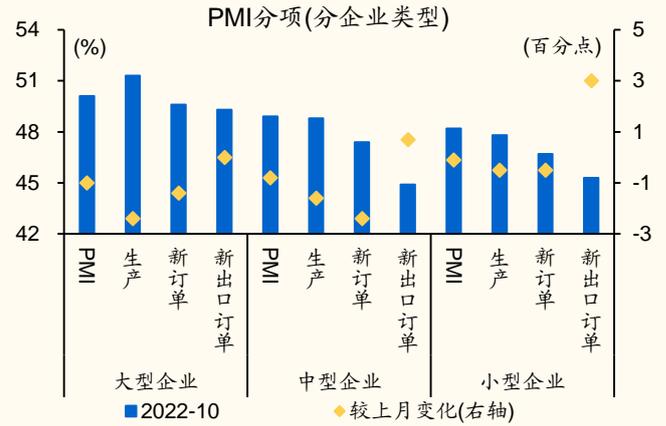
不同企业景气均回落，大、中型企业回落更明显。10 月，大型和中型企业 PMI 分别较上月回落 1 和 0.8 个百分点至 50.1%和 48.9%，小型企业景气持续低迷；主要分项来看，大、中型企业生产和新订单回落幅度更大，中型和小型企业新出口订单回升、后者回升尤为明显，可能指向一些劳动密集型消费品出口订单。

图表 5: 10月, 不同类型企业PMI均回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 10月, 小型企业新出口订单回升明显

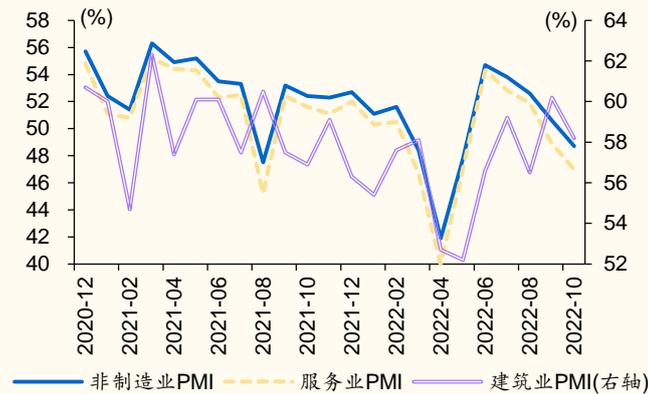


来源: Wind、国金证券研究所

## 2、非制造业 PMI 回落至临界值下方, 服务业和建筑业均有拖累

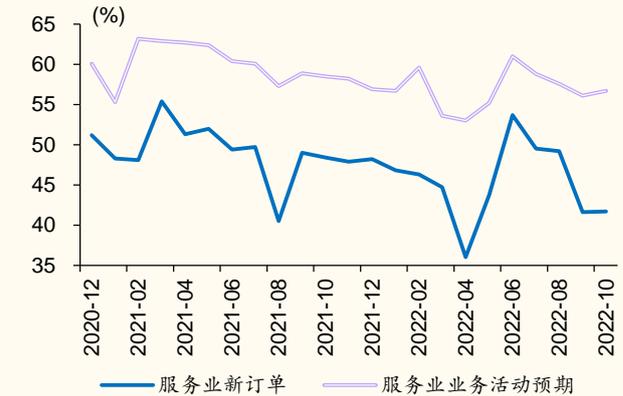
疫情反复下, 服务业 PMI 进一步回落, 继续拖累非制造业 PMI。10月, 非制造业 PMI 较上月回落 1.9 个百分点至 48.7%、时隔 4 个月再度回落至临界值下方, 其中服务业 PMI 连续下滑 4 个月、10 月回落 1.9 个百分点至 47%, 服务业新订单低迷、连续两个月不足 42%, 活动预期略有改善、较上月回升 0.6 个百分点。

图表 7: 10月, 非制造业PMI继续回落



来源: Wind、国金证券研究所

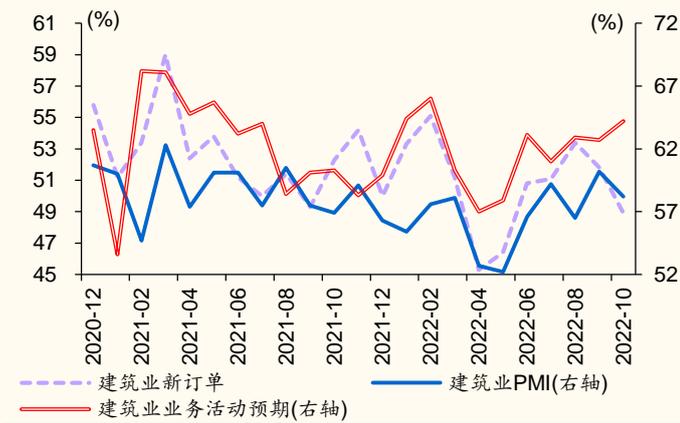
图表 8: 10月, 服务业活动预期略改善、新订单低位



来源: Wind、国金证券研究所

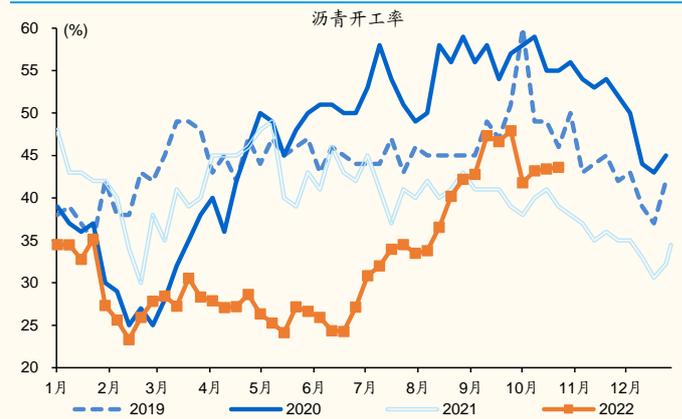
建筑业 PMI 有所回落, 稳增长落地或有所放缓。10 月, 建筑业 PMI 较上月回落 2 个百分点至 58.2%, 其中, 建筑业新订单连续 2 个月回落、10 月只有 48.9%, 但建筑业活动预期边际改善、较上月回升 1.5 个百分点至 64.2%; 高频指标显示, 10 月沥青开工、钢材成交等均较 9 月有所走弱, 皆指向稳增长落地放缓。

图表 9：10月，建筑业PMI回落，但活动预期改善



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：10月沥青开工率较9月回落



来源：Wind、国金证券研究所

重申观点：内外需“接力”过程中，警惕经济“二次探底”风险。伴随外需走弱，出口已进入趋势性回落通道，对经济支撑或趋于减弱。内需“接力”下，稳增长仍是重要支撑、但弹性有限，持续性依赖“准财政”加力。然而，疫情反复对线下活动的潜在扰动，以及出口的加速回落，可能加大经济阶段性回落压力。

#### 风险提示：

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复等，对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。疫情反复对线下活动，尤其是消费和服务业的抑制加大。

**特别声明:**

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-66216979	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	传真: 010-66216793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402