

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

产需回落拖累 PMI 超季节性下行

—10月 PMI 数据点评

2022年11月1日

分析师:

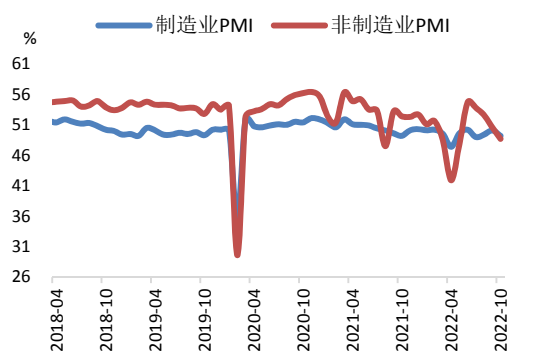
杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

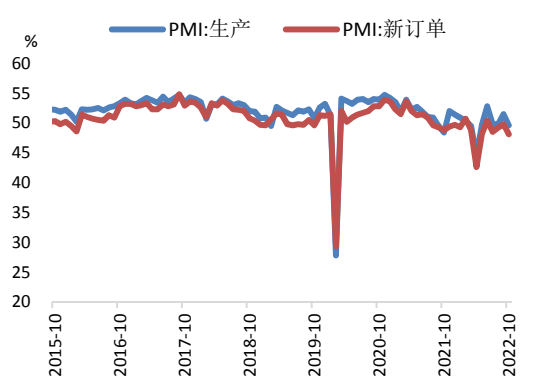
邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

PMI



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

生产与订单



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

- 《复苏存在反复 信心仍需稳定—7月经济数据点评》
- 《经济持续复苏 力度稍显不足—8月经济数据点评》
- 《复苏基础仍需夯实 政策注重落地见效》

内容提要:

10月中国综合PMI产出指数为49.0%，环比回落1.9个百分点；制造业PMI指数为49.2%，回落0.9个百分点；非制造业商务活动指数为48.7%，回落1.9个百分点。

疫情扰动叠加前期需求集中释放拖累制造业PMI超季节性回落。主要分项指标中，新出口订单、库存、价格指数上升，其余指标均有所下行。

生产端趋于放缓。一方面是疫情扰动，另一方面则是因为内需延续弱复苏，产成品库存持续高位增长，叠加出口对工业的拉动作用下降，工业动能减弱。

需求同步放缓，虽然新出口订单逆季节性回升，但主要与海外年底备货相关。

就业压力有所增大。10月PMI从业人员指数环比回落0.7个百分点至48.3%，为2020年3月以来低位，后续仍需进一步的稳就业。

企业预期走弱。10月生产经营活动预期指数为52.6%，环比回落0.8个百分点，市场信心转弱的情况亟需扭转。

总的来看，10月产需回落拖累制造业PMI超季节性下行。一是10月疫情对经济的扰动影响加大，二是前期积攒需求集中释放导致10月动能有所放缓，三是需求延续弱复苏影响企业生产积极性，四是多重因素影响下的企业预期转弱，不利于企业扩大再投资。考虑到当前需求持续偏弱，市场信心较弱，叠加四季度外需或加速回落，制造业发展仍需要增量政策呵护。

风险提示: 央行超预期调控，通胀超预期，贸易摩擦升温，金融市场波动加大，经济下行压力增大，国内外疫情超预期变化风险，中美关系全面恶化风险，国际经济形势急剧恶化，俄乌冲突升级风险，台海局势不确定性风险，海外黑天鹅事件等。

事件：国家统计局 10 月 31 日公布的数据显示，10 月中国综合 PMI 产出指数为 49.0%，环比回落 1.9 个百分点；制造业 PMI 指数为 49.2%，回落 0.9 个百分点；非制造业商务活动指数为 48.7%，回落 1.9 个百分点。

点评：10 月产需回落拖累制造业 PMI 超季节性下行。首先，10 月疫情对经济的扰动影响加大，多地防控措施增强，出行受到一定影响。其次，前期积攒需求集中释放推动 9 月制造业 PMI 超预期回升，10 月动能有所放缓。同时，需求延续弱复苏，出口对生产的拉动作用减弱，导致产成品库存较高，一定程度上影响了企业生产积极性。此外，多重因素影响下的企业预期转弱，不利于企业扩大再投资。展望未来，短期散发疫情影响仍是关键，考虑到当前需求持续偏弱，市场信心较弱，叠加四季度外需或加速回落，制造业发展仍需要增量政策呵护。

制造业 PMI 超季节性回落。10 月制造业 PMI 49.2%，环比回落 0.9 个百分点，降幅超出历史均值（2011-2019 年同期，下同）0.7 个百分点。主要分项指标中，新出口订单、库存、价格指数上升，其余指标均有所下行。

疫情扰动叠加前期需求集中释放拖累制造业 PMI。10 月疫情对产需的扰动加大，Wind 数据显示，当月（日均）新增病例、无症状感染者环比分别增加 30.2%、17.5%，多地防控措施增强，部分区域临时封控管理。尤其是 10 月下旬至今确诊病例再度增多，影响或有所加大。此外，前期需求集中释放推动 9 月制造业 PMI 环比上行 0.7 个百分点，强于历史均值 0.5 个百分点，合并 9-10 月环比变化（-0.2%）看，略低于历史均值（0）。

生产端趋于放缓。10 月生产指数环比回落 1.9 个百分点至 49.6%，前者大幅弱于历史均值（-0.2%），为近 10 年来（剔除春节因素与疫情集中时期）最大降幅。一方面是疫情扰动，另一方面则是因为内需延续弱复苏，产成品库存持续高位增长（近 8 个月库存三年平均增速均在 12% 左右），叠加出口对工业的拉动作用下降，工业动能减弱。

需求进一步放缓，但新出口订单逆季节性回升。10 月新订单指数为 48.1%，降至 2012 年以来（剔除 2020 年 2 月与 2022 年 4 月疫情影响）最低，环比（-1.7%）大幅弱于历史均值（-0.3%），当前需求仍然偏弱。不过，新出口订单指数（47.6%），环比上行 0.6 个百分点，逆季节性（历史均值为 -0.8%）回升。从当前出口形势看，高通胀与快节奏紧缩下外需或加速回落，全球风向标之一的韩国出口在 10 月同比下滑 5.7%，三年平均增长 4.0%，后者为近 12 个月最低。因此，10 月新出口订单指数逆势回升，

一方面可能是对 9 月数据大幅回落的修正，另一方面可能与欧美传统的年底购物季备货相关，未来即使回升也很难在力度上有明显表现。此外，PMI 调查结果还显示，10 月高耗能行业中反映市场需求不足的企业比重为 56.7%，高于总体 3.9 个百分点；高耗能行业 PMI 为 48.8%，低于 9 月 1.8 个百分点，降至收缩区间，是制造业景气回落的主要原因之一。

价格连续 3 个月回升但出厂价格指数连续第 7 个月在 50% 之下。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%，环比分别上行 2.0 和 1.6 个百分点，后者连续 7 个月在 50% 之下，部分企业盈利空间持续受到挤压，经营仍有较大压力。

大、中、小型企业景气均回落。10 月大型企业 PMI 为 50.1%，环比下降 1.0 个百分点，继续保持扩张；中、小型企业 PMI 分别为 48.9% 和 48.2%，环比下降 0.8 和 0.1 个百分点，继续位于临界点以下，中、小型企业生产经营压力有所加大。

就业压力有所增大。10 月 PMI 从业人员指数环比回落 0.7 个百分点至 48.3%，为 2020 年 3 月以来低位（仅高于 2021 年 2 月、2022 年 4 月与 5 月），对应供需两端的回落。其中，作为近几年稳就业主力军的大型企业与中型企业从业人员指数环比分别回落 1.0、0.7 个百分点，小型企业则持平 9 月，后续仍需进一步的稳就业。

企业预期走弱。10 月生产经营活动预期指数为 52.6%，环比回落 0.8 个百分点，前者为 2016 年 2 月以来（剔除春节因素与疫情集中时期）最低。在调查的 21 个行业中，有 13 个生产经营活动预期指数高于临界点，其中农副食品加工、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等行业生产经营活动预期指数持续位于 58.0% 以上较高景气区间，相关企业对近期市场发展信心相对较强。分企业类型看，10 月大型企业、小型企业生产经营活动预期指数环比分别回落 0.7、2.2 个百分点，中型企业反弹 0.1 个百分点且近 3 个月持续下行；合并 7-10 月看，大、中、小型企业生产经营活动预期指数累计变化分别为 -1.5、-3.4、-3.9 个百分点，市场信心转弱的情况亟需扭转。

近期政策继续加码支持制造业。10 月 26 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署持续落实好稳经济一揽子政策和接续措施，推动经济进一步回稳向上；听取财政金融政策工具支持重大项目建设和设备更新改造情况汇报，部署加快释放扩消费政策效应；要求深入落实制造业增量留抵税额即申即退，支持企业纾困和发展等。10 月 25 日发改

委等 6 部门印发《关于以制造业为重点促进外资扩增量稳存量提质量的若干政策措施》，28 日发改委、商务部发布《鼓励外商投资产业目录(2022 年版)》，持续鼓励外资投向制造业以及生产性服务业。

非制造业回落至 50% 之下。10 月非制造业商务活动指数环比下降 1.9 个百分点至 48.7%，时隔 5 个月后再度回落至 50% 之下，近 4 个月累计回落 6.0 个百分点。

服务业市场活跃度减弱。10 月国内疫情点多面广频发，出行旅游有所降温，服务业商务活动指数环比下降 1.9 个百分点至 47.0%，服务业总体景气水平有所回落。从行业情况看，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，业务总量下降；电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数继续高于 55.0%，业务总量保持较快增长。从市场预期看，业务活动预期指数为 56.7%，高于 9 月 0.6 个百分点，其中邮政、互联网软件及信息技术服务等行业受“双十一”促销活动临近等因素带动，业务活动预期指数均位于 60.0% 以上高位景气区间，企业预期向好。

建筑业位于较高景气水平。建筑业商务活动指数环比回落 2.0 个百分点至 58.2%，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 2 个月位于高位景气区间，表明工程建设施工进度稳步推进，行业生产活动扩张加快。从市场预期看，业务活动预期指数为 64.2%，为近期高点，建筑业企业对行业发展乐观度有所提升。

表 1: 2022 年 10 月 PMI 概览 (单位: %)

10 月	PMI	生产	新订单	新出口 订单	积压 订单	产成品 库存	采购 量	进口	购进 价格	原材料 库存	从业 人员	供货商配 送时间
绝对值	49.2	49.6	48.1	47.6	43.9	48.0	49.3	47.9	53.3	47.7	48.3	47.1
环比变化	-0.9	-1.9	-1.7	0.6	-0.2	0.7	-0.9	-0.2	2.0	0.1	-0.7	-1.6
同比变化	0.0	1.2	-0.7	1.0	-1.1	1.7	0.4	0.4	-18.8	0.7	-0.5	0.4
2011-2019 年 10 月均值	50.5	52.6	51.3	48.8	45.0	47.3	51.2	48.4	53.1	47.9	48.6	50.1
与均值相差	-1.3	-3.0	-3.2	-1.2	-1.1	0.7	-1.9	-0.5	0.2	-0.2	-0.3	-3.0

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

风险提示: 央行超预期调控, 通胀超预期, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济下行压力增大, 国内外疫情超预期变化风险, 中美关系全面恶化风险, 国际经济形势急剧恶化, 俄乌冲突升级风险, 台海局势不确定性风险, 海外黑天鹅事件等。

分析师简介承诺

杜征征：宏观经济分析师，中央财经大学经济学博士，中国社会科学院经济学博士后，2011年加入国开证券研究部，负责宏观经济研究工作。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层