

2023年10月31日

# 资产端持续恢复基础仍需进一步巩固

## 事件点评

### 10月PMI数据点评

- ◆ 事件：统计局公布10月制造业PMI，环比下降0.7至49.5；非制造业PMI下降1.1至50.6；综合PMI下降1.3至50.7。整体而言，经济景气水平有所回落，持续恢复基础仍需进一步巩固。
- ◆ 一、制造业：供给扩张步伐放缓，需求重现收缩，降幅略超季节性
- ◆ 生产与投资端：或受国庆开工暂停影响，继前期连续4个月提升后，10月生产指数大幅回落1.8至50.9；采购量下降0.9至49.8；原材料库存回归7月48.2的水平（6月47.4为年内库存周期低点）。有PMI统计以来，10月制造业生产指数平均低于9月1.4个点，今年10月的降幅略超季节性，生产动能有所放缓。
- ◆ 分行业看，农副食品加工、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业的生产指数均高于55，生产保持较快增长；石油煤炭等燃料加工、化纤橡胶塑料制品、黑色金属冶炼压延等低于临界点，生产活动放缓。
- ◆ 需求端：继前期连续两个月进入扩张区间后，10月较前值下降1.0至49.5。其中，外需连续7个月低于荣枯线，10月收缩幅度扩张1.0至46.8；内需“新订单-新出口订单”与上月持平。
- ◆ 分行业看，装备制造业和消费品行业新订单指数分别为52.2和51.8，需求持续恢复；高耗能行业新订单指数降至46.4，比上月下降2.8，其中，纺织、化工、黑色等高耗能行业中反映市场需求不足的企业占比超过六成。
- ◆ 价格与利润方面，受原油、化学原料等大宗商品价格下降影响，产成品价格跟随原材料价格高位回调。10月原材料购进价格与出厂价格分别大幅回调6.8、5.8至52.6、47.7。从行业看，石油煤炭、化学原料、化纤橡胶塑料制品、黑色金属等行业的两个价格指数下降幅度较大。
- ◆ 生产经营活动预期环比提升0.1至55.6，连续4个月位于较高景气区间。从行业看，农副食品加工、木材加工及家具、造纸印刷及文教体美娱用品、汽车、铁路船舶航空航天设备等预期指数均位于60以上。
- ◆ 就业景气度仍有待改善，10月从业人员指数小幅回调0.1至48.0，连续7个月低于荣枯线。
- ◆ 生产端由大企业主导，经营水平持续分化。10月大、中、小型制造业企业PMI分别回调0.9、0.9、0.1至50.7、48.7、47.9。中小企业供需两端均收缩，大企业供需两端均扩张且生产端更强。
- ◆ 二、非制造业：基建仍是重要支撑，服务业为年内新低
- ◆ 建筑业PMI回调2.7至53.5，扩张幅度相对其他行业较高。其中，土木工程建筑业为57.2，连续三个月位于57以上较高运行水平，基础设施项目建设保持较快施工进度。市场预期看，业务活动预期指数为61.4，今年以来始终位于高位景气区间，且呈现向上走势，建筑业企业发展信心较强。
- ◆ 服务业PMI回落0.8至50.1，为年内最低点。分行业看，节日带动出行相关的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业PMI位于55以上。资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行。
- ◆ 三、投资建议
- ◆ 总体而言，资产端持续恢复基础仍需进一步巩固。上期PMI点评提示关注的居民就业改善、需求侧对于生产端的支撑、基建对于投资端支撑的持续性等问题仍是内在掣肘。制造业方面，节日停工影响，企业生产投资意愿阶段性回落，企业经营继续分化、成本压力持续。需求侧，内需保持稳定，外需再度恶化，装备制造业为需

分析师

罗云峰

 SAC执业证书编号：S0910523010001  
 luoyunfeng@huajinsec.cn

分析师

杨斐然

 SAC执业证书编号：S0910523050002  
 yangfeiran@huajinsec.cn

#### 相关报告

资产配置周报（2023-10-29）-一万亿国债影响几何？ 2023.10.29

ESG市场跟踪双周报（2023.10.9-2023.10.22）-CDP将于明年与ISSB气候披露标准保持一致 2023.10.22

资产配置周报（2023-10-21）-资金面为何持续收紧 2023.10.22

转债市场估值的刻画与预测 2023.10.19

资产端改善趋势进一步巩固 2023.10.18



求的主要支撑。非制造业方面，建筑业景气度相对较高，服务业重新回归下行趋势。

- ◆ 资产配置方面，3个月（8-10月）股债双杀后，金融系统剩余流动性边际收敛接近尾声，股债性价比偏向股票，成长板块投资机会强于价值板块。经济持续恢复基础仍需进一步巩固，新增万亿国债的影响相对有限，维持 2.6% 十债收益率中枢的判断不变，后续需要观察国债发行的节奏，以及货币政策的配合，短期十债收益率或突破预计的区间上沿 2.7%，但突破 2.8% 的概率不高。综合来看，债券目前已经跌出了较好的配置价值，国家资产负债边际收缩背景下，久期策略占优。
- ◆ 风险提示：经济失速下滑，政策超预期宽松

图 1: PMI 分项数据

制造业		PMI	生产	新订单	新出口订单	在手订单	产成品库存	采购量	进口	出厂价格	原材料购进价格	原材料库存	从业人员	供货商配送时间	生产经营活动预期	
与PMI相关系数		1	0.97	0.98	0.81	0.86	0.02	0.97	0.87	0.39	0.50	0.82	0.89	0.51	0.59	
环比 (PMI原值)	2023年10月	49.50	50.90	49.50	46.80	44.20	48.50	49.80	47.50	47.70	52.60	48.20	48.00	50.20	55.60	
	2023年9月	50.20	52.70	50.50	47.80	45.30	46.70	50.70	47.60	53.50	59.40	48.50	48.10	50.80	55.50	
	2023年8月	49.70	51.90	50.20	46.70	45.90	47.20	50.50	48.90	52.00	56.50	48.40	48.00	51.60	55.60	
	2023年7月	49.30	50.20	49.50	46.30	45.40	46.30	49.50	46.80	48.60	52.40	48.20	48.10	50.50	55.10	
	2023年6月	49.00	50.30	48.60	46.40	45.20	46.10	48.90	47.00	43.90	45.00	47.40	48.20	50.40	53.40	
	10月较9月	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑
	历史10月均值	51.43	53.81	52.93	50.23	46.34	46.95	52.87	49.07	52.68	53.81	47.61	49.51	50.49	55.70	
10月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓		
非制造业		PMI	新订单	新出口订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员	在手订单	存货	供货商配送时间					
与PMI相关系数		1	0.96	0.71	0.86	0.50	0.50	0.83	0.70	0.68	0.83					
环比 (PMI原值)	2023年10月	50.60	46.70	49.10	58.10	49.70	48.60	46.50	43.10	46.20	52.00					
	2023年9月	51.70	47.80	49.40	58.70	52.50	50.30	46.80	43.30	46.90	51.30					
	2023年8月	51.00	47.50	47.90	58.20	51.70	50.00	46.80	43.70	46.20	52.00					
	2023年7月	51.50	48.10	47.70	59.00	50.80	49.70	46.60	43.80	45.90	51.40					
	2023年6月	53.20	49.50	49.00	60.30	49.00	47.80	46.80	43.90	47.10	51.90					
	10月较9月	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓	↓	↓	
	历年10月均值	55.43	51.92	49.99	63.12	56.17	50.76	50.81	44.29	47.00	52.13					
10月较历史均值	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓					
建筑业		PMI	新订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员									
与PMI相关系数		1	0.88	0.32	0.35	0.23	0.13									
环比 (PMI原值)	2023年10月	53.5	49.2	61.4	49.9	50	46.4									
	2023年9月	56.2	50	61.8	54.7	51.5	46.3									
	2023年8月	53.8	48.5	60.3	48.4	50.4	44.7									
	2023年7月	51.2	46.3	60.5	50.7	52	45.2									
	2023年6月	55.7	48.7	60.3	51.8	51.6	47.2									
	10月较9月	↓	↓	↓	↓	↓	↑									
	历年10月均值	60.95	55.24	53.53	64.82	55.95	51.67									
10月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓										
服务业		PMI	新订单	业务活动预期	投入品价格	销售价格	从业人员									
与PMI相关系数		1	0.96	0.23	0.83	0.27	0.39									
环比 (原值)	2023年10月	50.1	46.2	57.5	49.7	48.3	46.5									
	2023年9月	50.9	47.4	58.1	52.1	50	46.9									
	2023年8月	50.5	47.4	57.8	52.3	49.9	47.2									
	2023年7月	51.5	48.4	58.7	50.8	49.3	46.8									
	2023年6月	52.8	49.6	60.3	48.6	47.2	46.7									
	10月较9月	↓	↓	↓	↓	↓	↓									
	历年10月均值	52.96	49.84	49.16	59.91	53.34	50.01									
10月较历史均值	↓	↓	↑	↓	↓	↓										

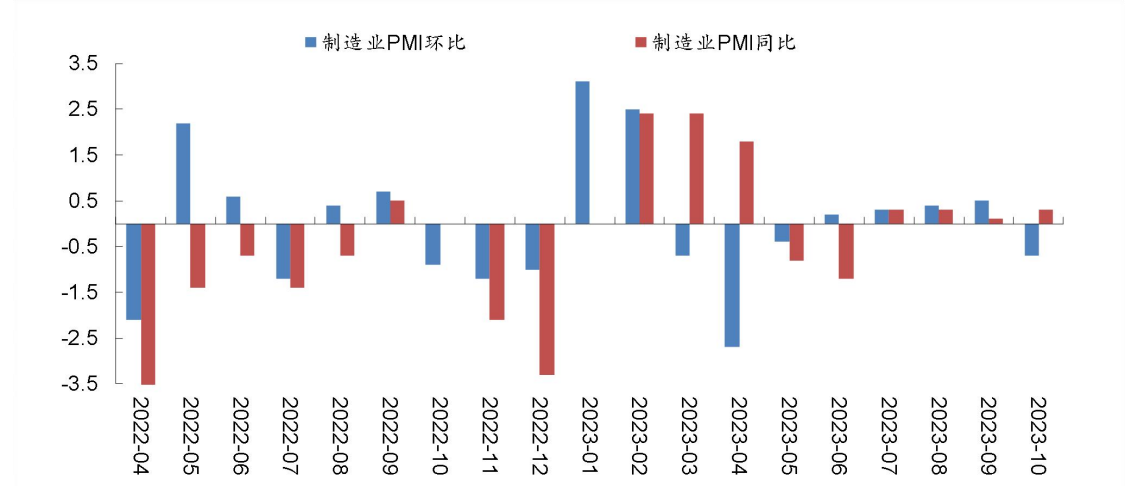
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: PMI——分大、中、小型企业

	PMI	制造业	生产	新订单	进口	新出口订单	原材料库存	生产经营活动预期	在手订单	产成品库存	采购量	主要原材料购进价格	出厂价格	从业人员	供货商配送时间
大型企业	2023年10月	50.7	53.1	50.8	47.8	47.9	49.6	56.7	45.1	49.6	51.6	53.7	47.6	48.8	49.9
	2023年09月	51.6	54.4	52.7	48.7	48.6	49.9	56.8	46.7	47	52.1	61	55.1	49.4	51
	2023年08月	50.8	53.7	51.6	50.6	48.6	49	57.1	47.7	47.5	53	57.3	52.5	48.9	51.9
	2023年07月	50.3	52	51.4	46.8	46.4	47.8	55.9	47.4	46.8	51.7	53.5	50	48.7	50.7
	2023年06月	50.3	52.7	51	48.1	47.9	47.2	54.6	47	46.3	51.5	44	43.5	48.4	50.3
中型企业	2023年10月	48.7	49	48.9	46.8	44.3	48.3	55.4	44.2	48.1	48.9	51.2	48.8	47.4	50.3
	2023年09月	49.6	52.4	49.7	45.1	47.2	47.8	55.4	44.9	46.9	50.9	58.2	53.9	47.2	51.1
	2023年08月	49.6	51.6	50.3	46.1	43.7	48.7	56.3	45.7	47.6	49.7	56.3	51.8	47.5	51.4
	2023年07月	49	49.5	49.4	46.6	47.5	49	54.4	43.3	46.6	48.5	51.4	47.1	47.4	50.3
	2023年06月	48.9	50.2	48.5	45.8	46.5	48	53.1	45	47	48.4	45.2	44.6	47.9	50.6
小型企业	2023年10月	47.9	48.8	47.8	47.2	47.8	45.1	53.7	42.2	46.8	47.3	52.1	46.5	47	50.7
	2023年09月	48	49.6	47.1	46.6	45.6	46.5	53.1	42.9	45.9	47.6	57.7	50.2	46.7	50
	2023年08月	47.7	48.6	47.5	45	45.2	46.7	51.6	42.6	46.1	46.6	55.2	50.2	46.9	51.3
	2023年07月	47.4	47.4	45.8	47.4	42.8	48	54.3	44	44.9	46.5	51.6	47.2	47.9	50.2
	2023年06月	46.4	45.7	44	42.8	39.4	47.2	51.4	41.9	44.6	44.5	46.7	43.9	48.2	50.5

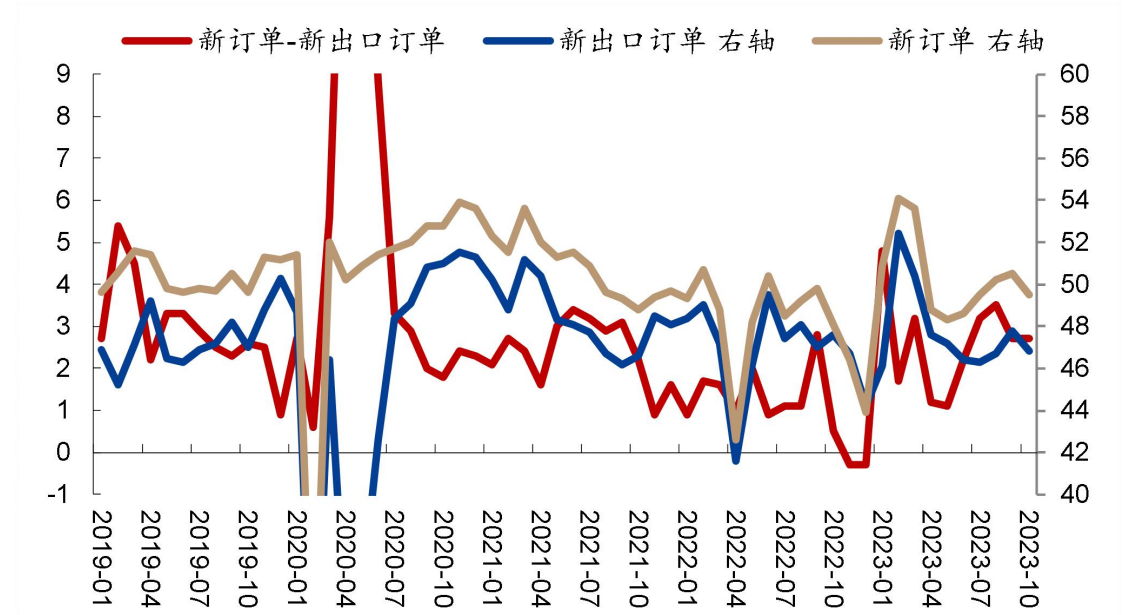
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3：10 月制造业 PMI 环比提升幅度回落（单位：pct）



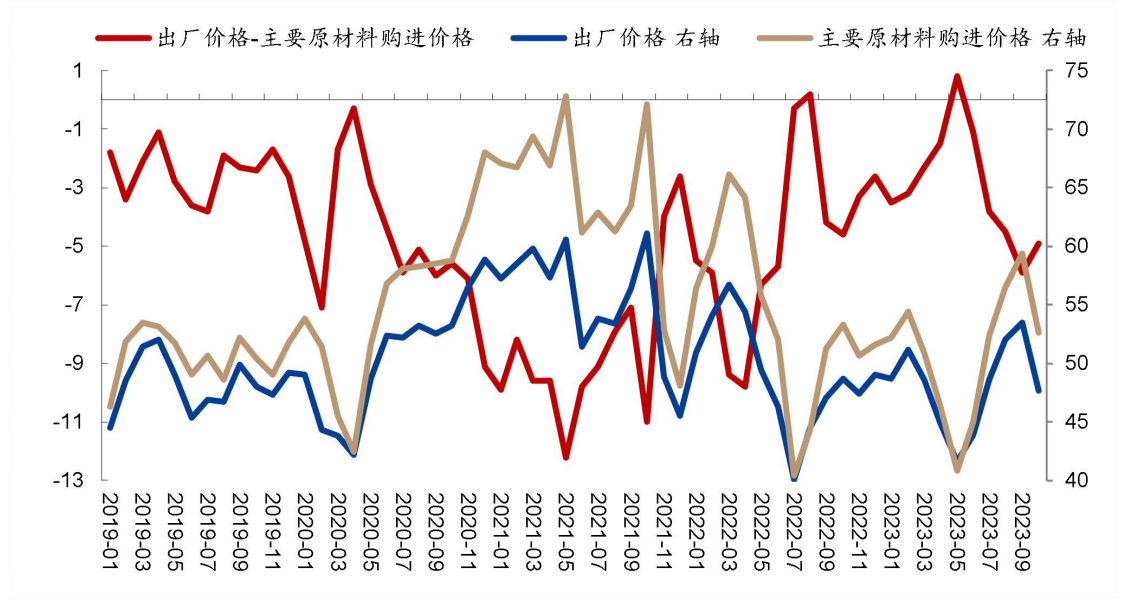
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：10 月制造业出口景气度回落



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 制造业指数高位回调



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

罗云峰、杨斐然声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)