

工业需求筑底震荡，PMI 遭遇波折

事件点评

PMI 点评 (2023.10)

投资要点

- ◆ **需求筑底期有所波折，拖累生产单月下滑，制造业 PMI 回落至荣枯线以下。**10月制造业 PMI 大幅回落 0.7 至 49.5，上月短暂的扩张趋势未能保持，再度回落至荣枯线以下。当月拖累主要来自两项：1) 工业品需求整体呈震荡筑底特征，10月单月新订单和新出口订单指数未能延续 9月的改善，前者显示在房价预期尚未确认底部之前，消费内需仍会呈现较为强烈的波动特征和不确定性；后者则回落到了今年以来的均值水平附近，显示在当前中美竞争、“脱钩断链”的大背景下，外需仍然呈现不温不火的格局。2) 生产指数大幅下行 1.8 至 50.9，降幅大于需求下降的幅度，与 9月生产改善幅度明显高于新订单指数的结构互为镜像，再度验证工业生产的主要驱动逻辑仍在于需求侧，而同时波动又大于需求侧的结构特征。10月油价震荡向下，主要原材料购进价格和出厂价格分别大幅回落 6.8、5.8 至 52.6 和 47.7。
- ◆ **中秋国庆假期旅游总体一般，服务业 PMI 小幅下降；建筑业 PMI 高位降温，基建拉动土木工程建筑业 PMI 维持强劲。**10月服务业 PMI 下行 0.8 至 50.1，逼近荣枯线。受大众消费复苏峰值已过的影响，中秋国庆假期旅游总体表现一般，与服务业 PMI 变化方向一致。但从结构来看，9月房地产政策结构性放松推广至一线城市一度带动一线城市房地产市场预期有所改善，中秋国庆假期人均旅游支出较 2019年同期之比相对于春节、五一假期出现明显改善，是为 10月服务业结构有所优化的一项表征。建筑业 PMI 回落 2.7 至 53.5，其中土木工程建筑业 PMI 报 57.2，连续三个月处于高位水平，并连续大幅好于建筑业总体表现，验证了今年以来基建投资实际增速持续维持高位，成为年内不可或缺的稳增长重要政策主线支撑。
- ◆ **去库存周期中单月产成品库存有所反弹，或显示未来数月 PMI 改善之路并非坦途，仍可能遭遇波折。**10月产成品库存指数大幅反弹 1.8 至 48.5，升至近 5个月高位，在今年二季度以来的加速去库存阶段构成单月的反弹。而且关注到 10月新订单指数、生产指数均有较为明显的回落的背景下，库存单月仍出现反弹，显示在需求筑底的阶段，当前工业品库存尚未到达低点，库存情况可能对未来数月的工业生产形成多次抑制性扰动。在见到房价预期企稳、带动大宗可选商品消费需求趋势性改善之前，我们维持年内 PMI 围绕 50 附近窄幅波动的预测不变。
- ◆ **9月初本轮房地产结构性放松政策推广至一线城市，今日北京市住房公积金管理中心宣布明日起正式执行“认房不认商贷”，政策放松力度再度边际加码。**我们预计一、二线城市房价有望在年底年初企稳，2024年房地产市场或呈现“量缩价稳”的格局，并为明年的财政扩张、改善居民收入预期的政策主线奠定坚实的基础。结合 10月中旬增发万亿国债、扩张今年财政赤字率至 3.8%，一系列稳增长的政策组合拳之下，我们预计明年的政策格局主线将是：一、大力实施扩张性财政政策，通过个税减税二次分配以提升居民收入预期，在房价预期企稳基础上促进大宗可选商品消费需求向好；二、货币政策配合性宽松、引导汇率预期保持稳定，财政货币双轮驱动带动制造业企业信心回升。预计 2024年二季度之后，制造业 PMI 或迎来一轮稳定上升的过程。
- ◆ **风险提示：**稳增长政策力度不及预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.com.cn

相关报告

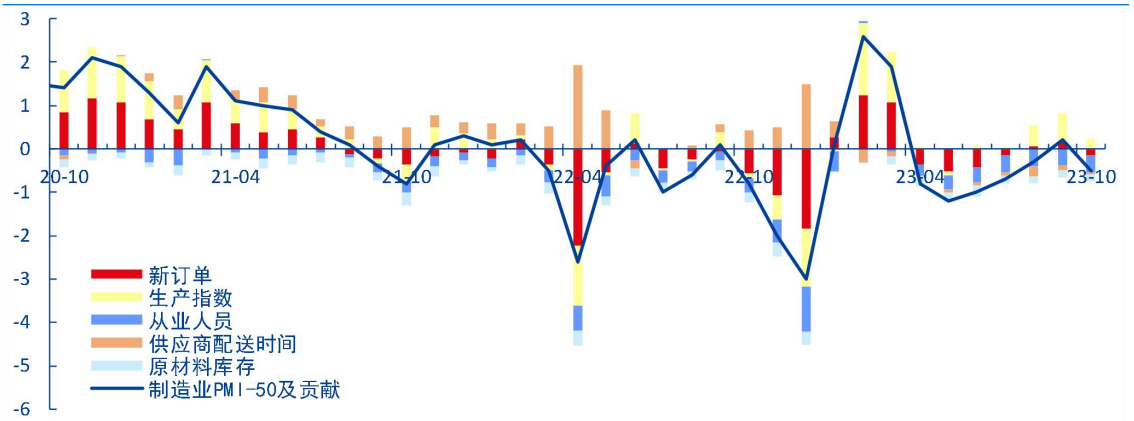
- 工业经营利润稳步改善，美国经济增速再创新高——华金宏观·双循环周报（第 30 期）
2023.10.28
- 扩于当下，利泽绵长——增发万亿国债点评
2023.10.25
- 辨析美国消费、中国地产边际变化——华金宏观·双循环周报（第 29 期）
2023.10.22
- 消费拉动 Q3 增长超预期，改善势头如何巩固？——23Q3 / 9 月经济数据点评
2023.10.18
- 金融数据点评（2023.9）-地产放松居民贷款温和改善，年内预计仍需降准降息
2023.10.13



一、需求筑底期有所波折，拖累生产单月下滑，制造业 PMI 回落至荣枯线以下。

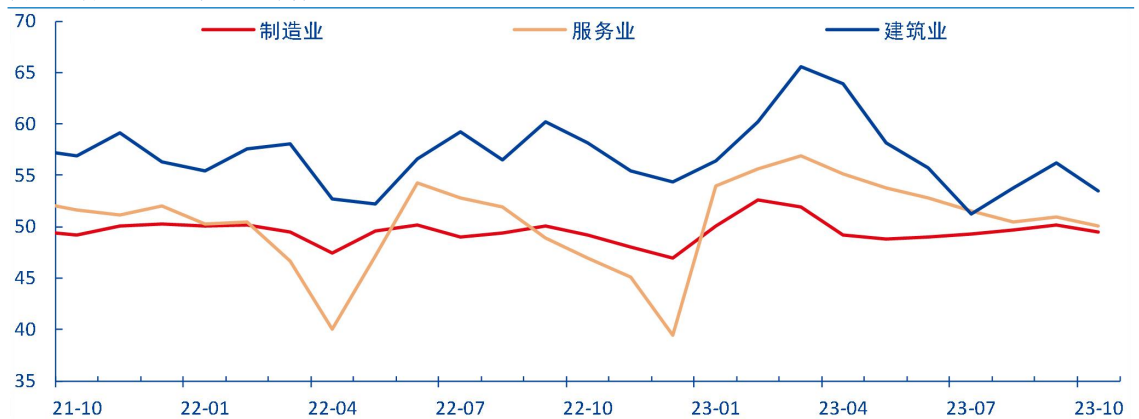
10 月制造业 PMI 大幅回落 0.7 至 49.5，上月短暂的扩张趋势未能保持，再度回落至荣枯线以下。当月拖累主要来自两项：1) 工业品需求整体呈震荡筑底特征，10 月单月新订单和新出口订单指数分别转为回落 1.0 至 49.5 和 46.8，未能延续 9 月的改善，前者或主要与中秋国庆假期之前商品消费 9 月超预期之后 10 月可能温和降温有关，显示在房价预期尚未确认底部之前，消费内需仍会呈现较为强烈的波动特征和不确定性；后者则回落到了今年以来的均值水平附近，显示在当前中美竞争、“脱钩断链”的大背景下，外需仍然呈现不温不火的格局。2) 生产指数大幅下行 1.8 至 50.9，降幅大于需求下降的幅度，与 9 月生产改善幅度明显高于新订单指数的结构互为镜像，再度验证工业生产的主要驱动逻辑仍在于需求侧，而同时波动又大于需求侧的结构特征。10 月油价震荡向下，主要原材料购进价格和出厂价格分别大幅回落 6.8、5.8 至 52.6 和 47.7，据国家统计局解读，与大宗能源价格密切相关的石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业均低于临界点。

图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构 (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业、建筑业、服务业 PMI (%)



资料来源：CEIC，华金证券研究所

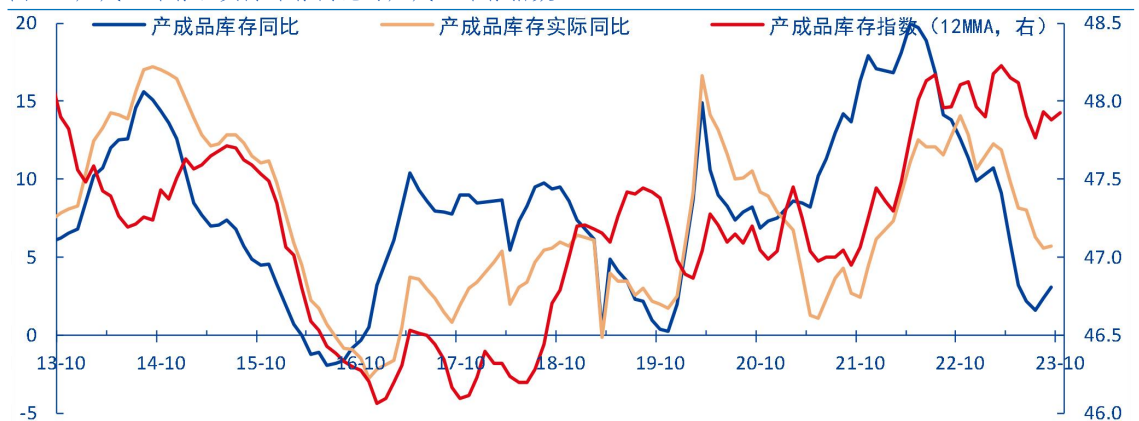
二、中秋国庆假期旅游总体一般，服务业 PMI 小幅下降；建筑业 PMI 高位降温，基建拉动土木工程建筑业 PMI 维持强劲。

10月服务业PMI下行0.8至50.1，逼近荣枯线。受大众消费复苏峰值已过的影响，中秋国庆假期旅游总体表现一般，与服务业PMI变化方向一致。但从结构来看，9月房地产政策结构性放松推广至一线城市一度带动一线城市房地产市场预期有所改善，中秋国庆假期人均旅游支出较2019年同期之比相对于春节、五一假期出现明显改善，是为10月服务业结构有所优化的一项表征。建筑业PMI回落2.7至53.5，其中土木工程建筑业PMI报57.2，连续三个月处于高位水平，并连续大幅好于建筑业总体表现，验证了今年以来基建投资实际增速持续维持高位，基建拉动中低收入人群就业和大众消费，成为年内不可或缺的稳增长重要政策主线支撑。

三、去库存周期中单月产成品库存有所反弹，或显示未来数月PMI改善之路并非坦途，仍可能遭遇波折。

10月产成品库存指数大幅反弹1.8至48.5，升至近5个月高位，在今年二季度以来的加速去库存阶段构成单月的反弹。而且关注到10月新订单指数、生产指数均有较为明显的回落的背景下，库存单月仍出现反弹，显示在需求筑底的阶段，当前工业品库存尚未到达低点，库存情况可能对未来数月的工业生产形成多次抑制性扰动。在见到房价预期企稳、带动大宗可选商品消费需求趋势性改善之前，我们维持年内PMI围绕50附近窄幅波动的预测不变。

图3：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

四、9月初本轮房地产结构性放松政策推广至一线城市，今日北京市住房公积金管理中心宣布明日起正式执行“认房不认商贷”，政策放松力度再度边际加码。我们预计一、二线城市房价有望在年底年初企稳，2024年房地产市场或呈现“量缩价稳”的格局，并为明年的财政扩张、改善居民收入预期的政策主线奠定坚实的基础。结合10月中旬增发万亿国债、扩张今年财政赤字率至3.8%，一系列稳增长的政策组合拳之下，我们预计明年的政策格局主线将是：一、大力实施扩张性财政政策，通过个税减税二次分配以提升居民收入预期，在房价预期企稳基础上促进大宗可选商品消费需求向好；二、货币政策配合性宽松、引导汇率预期保持稳定，财政货币双轮驱动带动制造业企业信心回升。预计2024年二季度之后，制造业PMI或迎来一轮稳定上升的过程。

风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。

分析师声明

秦泰声明，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