

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

10月31日，统计局发布10月PMI数据。10月制造业PMI为49.5，较前值走低0.7个百分点。

10月PMI数据发布后，股票市场震荡走弱，10年期国债收益率有所下行。市场已经开始重定价这份低于荣枯线的制造业PMI。

### ➤ 10月制造业PMI再度回落至荣枯线以下，验证年内经济是平稳增长而非“N型”大反弹。

今年5月，制造业PMI创下年内最低读数（48.8），此后4个月连续回升，于9月上行至荣枯线上方（50.2）。加之8-9月PPI同比反弹，工业企业利润修复，出口边际改善，多重因素叠加，市场期待一轮经济反弹，甚至期待经济增长“N型”快速复苏。

**制造业PMI在9月重返扩张区间后，10月再度跌回荣枯线下方。经济在二季度触摸底部，随后增长动能开始修复，只不过修复节奏并未如市场之前预期那般激进。**

我们始终对年内经济修复节奏的判断偏克制。之前《平庸的库存周期》（2023年8月31日）和《重要的是地产周期》（2023年6月7日）报告明确表达我们对今年的宏观趋势判断：

第一，今年国内经济是复苏还是衰退，是强复苏还是弱复苏，较大程度需要观察地产。

第二，库存周期或非今年的宏观主线，尽管近期我们观察到一轮库存回补。

结合高频数据，目前宏观经济更多呈现出的格局是，度过压力最大时期之后，增长渐进修复。正如7月政治局会议判断，“经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程”。

### 相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：北向资金流出趋缓-2023/10/29
- 2.宏观事件点评：万亿特别国债的重大意义-2023/10/25
- 3.宏观事件点评：化债方法论-2023/10/22
- 4.全球大类资产跟踪周报：避险情绪蔓延-2023/10/22
- 5.宏观专题研究：测算未来地产竣工弹性-2023/10/20

➤ **我们该如何客观评估 8-9 月经济“短暂”的库存周期小高峰？**

10 月制造业 PMI 49.5 的读数，较前值走低，也弱于历史均值（2015-2019 年同期均值为 50.4）。

10 月制造业景气回落，主要体现在新订单（49.5）和生产（50.9）两大分项，其中新订单环比回落 1 个百分点，生产环比回落 1.8 个百分点。

10 月 PMI 中明显环比正增的是产成品库存（48.5%），结合环比下降的原材料购进价格，**10 月描绘的经济状态更近于这样的状态：终端需求略走弱，原材料价格下降。**对此统计局也有近似判断，“受近期部分大宗商品价格下降和市场需求回落等因素影响”。

再回过头来看 8-9 月这一轮经济小反弹，底层逻辑明确：经济改善主要来自海外需求反弹及其带动的上游大宗涨价。

8-9 月各项经济读数有不同幅度改善，社零、工增、投资、出口，甚至工业企业利润，都走出了一波数据上的小阳春。

然而穿透多重数据，我们看到 8-9 月经济指标读数改善的三个驱动力：

一是上游大宗涨价，带动上游行业工增、投资、企业利润都有不俗表现。

二是海外需求反弹带来一波相关制造业（汽车代表性最强）的出口、工增、投资等改善。

三是国内消费刺激政策，带动 8-9 月国内汽车产销两旺，家电消费不弱。

**10 月海外需求冲高动能走弱，所以我们看到 10 月国内制造业 PMI 再度回落至荣枯线以下。**

➤ **展望四季度，年内经济或将平淡收官，最终可完成年初既定增长目标。**

了解 8-9 月经济小反弹的动力更多来自海外，而目前我们尚未看到海外需求以及大宗有进一步冲高迹象。相反，年初美国财政和货币宽松推动的这一轮海外需求扩张，动能逐步衰减。**这也意味着四季度增长斜率大概率低于 8-9 月。**

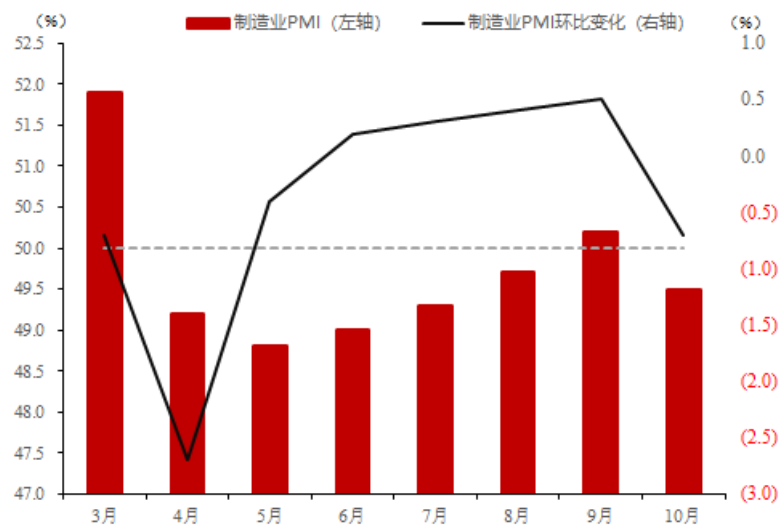
将视野聚焦国内，高频数据显示当前地产销售量价下滑最快时期已经过去，但目前仍在磨底。四季度国内增长方面，唯一不确定性来自基建投资能够多快发力。

考虑到万亿国债发行主要落在 11-12 月，基建项目或大概率落到明年初，今年四季度基建投资对增长实际推动有限，我们或将看到四季度增长平淡收官，最终全年增长可以完成年初既定目标。

**三季度市场焦灼于年内增长幅度和补库节奏，四季度国内宏观交易主线将落脚两点，化债进展及配合的货币操作。四季度利率债供给偏高，11-12 月 MLF 到期量偏高，我们预计近期货币宽松窗口即将打开，预计近期或有降准落地。**

➤ **风险提示：**政策变化超预期；国内经济走向超预期。

图1: 10月制造业PMI回落



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026