

宏观点评 20231031

10月 PMI: 又“变温”了?

2023年10月31日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《中国离欧美“宽财政”还有多远?》

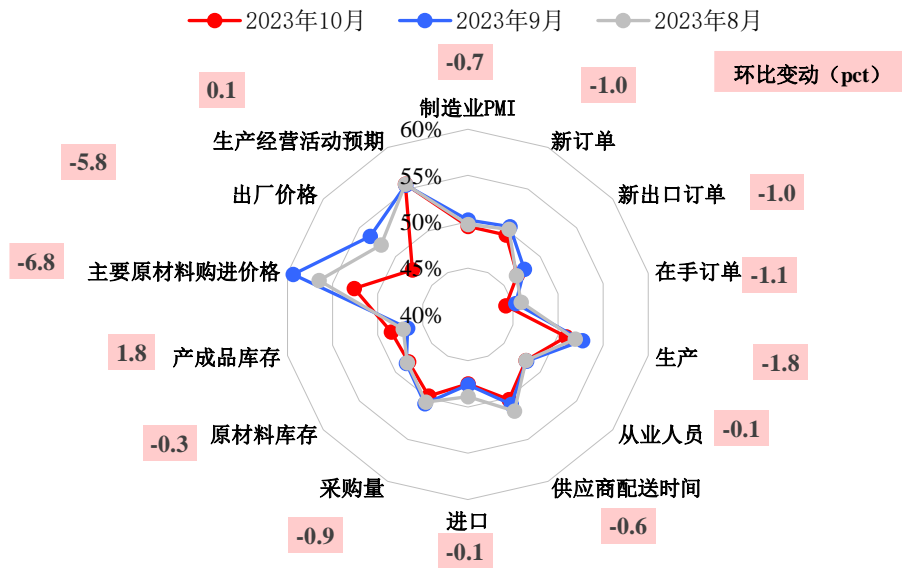
2023-10-29

《罕见! 5%GDP 增速+5%美债利率如何演绎?》

2023-10-28

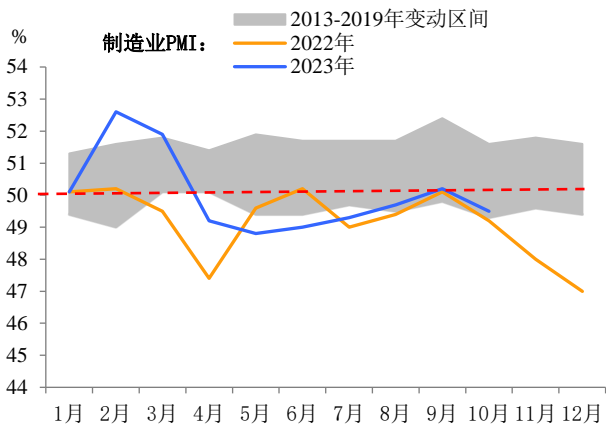
- 近期工业制造业端好消息频传, 从 PPI 增速回升、促进工业企业利润的触底反弹; 再到供需两端同步好转、进入去库转向补库的倒计时……而 9 月制造业 PMI 好不容易在时隔五个月后重返景气区间, 但 10 月 PMI 似乎又在“降温”——10 月 PMI 录得 49.5% (环比-0.7pct), 不仅环比下滑幅度快、且重新又降至荣枯线以下。我们认为 10 月 PMI 的下降有一定季节性因素的影响, 但“变温”的 PMI 也在一定程度上说明了现在我国经济的复苏基础尚未稳固。目前财政端已开始发力, 在政策发力以及季节性的双重利好下, 11 月制造业 PMI 的表现值得期待。
 - 拨开降至荣枯线之下的“面纱”。10 月制造业 PMI 的大幅下滑似乎并没有延续近期制造业端接踵而至的好消息, 但其实事实也并非想象中的那么悲观。通常 9 月 PMI 会因极端天气影响褪去后而季节性上升, 而 10 月 PMI 在国庆节假日影响下又会把“9 月 PMI 季节性上升”这个好消息打破、从而转为季节性下降。
 - 供需两端又转弱了? 透过制造业 PMI 细项数据来看, 10 月 PMI 的下滑主要是受到来自新订单指数和生产指数的拖累。通过 PMI 新订单指数和 PMI 生产指数的历史趋势来看, 两大指数通常也会在 10 月季节性下滑, 所以这并非完全是工业供需两端转弱的信号。不过面对两大指数的季节性下滑并不意味着可以掉以轻心——企业调查显示, 10 月反映市场需求不足的企业比重为 59.9% (环比+1.2pct), 这也意味着需求端没有完全地企稳复苏, 政策效应传导至需求端仍需“静待花开”。
 - 价格增速高位下行, 或许对中下游利润来说是件好事。10 月两大价格指数从高位下滑: PMI 主要原材料购进价格指数为 52.6% (环比-6.8pct)、PMI 出厂价格指数为 47.7% (环比-5.8pct)。原材料价格下滑幅度大于出厂价格, 或许这对工业中下游行业来说是件好事, 在降低成本的同时可进一步打开其利润空间。这也与 10 月反映原材料成本高的企业比重较上月下降 1.0pct 相呼应。不过价格同时是一把“双刃剑”, 这也意味着上游利润或将承压。
 - 弱补库拉开帷幕? 目前库存周期正处于被动去库, 我们认为或许补库的讨论还为时尚早。一方面, 内需复苏尚未稳固、政策效应的传导尚待时日; 同时 10 月环比下降 1pct、且仍处于荣枯线以下的 PMI 新出口订单也证实了外需的完全好转也未到来。另一方面, 在全球范围来看, 我国库存水平并不算低。
 - 小型企业更带来“惊喜”。10 月大、中、小型企业 PMI 分别为 50.7% (环比-0.9pct)、48.7% (环比-0.9pct)、47.9% (环比-0.1pct), 不同企业类型运行也“难逃”季节性因素带来的影响。不过相比于大中型企业, 小型企业 PMI 的下滑幅度更小。同时制造业民间投资相对整体投资同比增速的表现仍处于上升通道, 今年以来支持民企政策的陆续出台有望为小型企业的平稳运行“保驾护航”。
 - 非制造业的非季节性下滑需要警惕。不同于 10 月制造业 PMI 的季节性下滑, 建筑业 PMI 和服务业 PMI 受季节性因素的影响甚小。10 月建筑业 PMI 较前值明显下滑, 录得 53.5% (环比-2.7pct), 再次刷新了历史同期新低。我们认为来自地产和基建的“两大逆风”导致了此次建筑业 PMI 的大幅下滑: 地产方面, 虽然房地产刺激政策接连出台, 但政策的传导效应显然偏弱; 基建方面, 前期新增专项债发行进度偏缓、再加上无去年政策性开发性金融工具的“加持”, 导致了狭义基建投资增速的放缓, 同时也导致了建筑业 PMI 连连受阻。不过近期增发的 1 万亿元国债对后期实物工作量形成的推进作用不容小觑。
- 除了建筑业以外, 服务业似乎也阻力重重。10 月服务业 PMI 录得 50.1% (环比-0.8pct), 说明服务业也有些“动力不足”了。我们在之前的报告中就有指出, 目前消费已逐渐修复接近疫情前水平, 而疫情期间居民累积的储蓄多是消费的“超减”而非收入的“超增”, 这也意味着消费企稳后信心和意愿反弹的动能储备或有限制。
- 风险提示: 政策定力超预期; 出口超预期萎缩; 信贷投放量不及预期。

图1: 10月制造业 PMI 分项数据表现



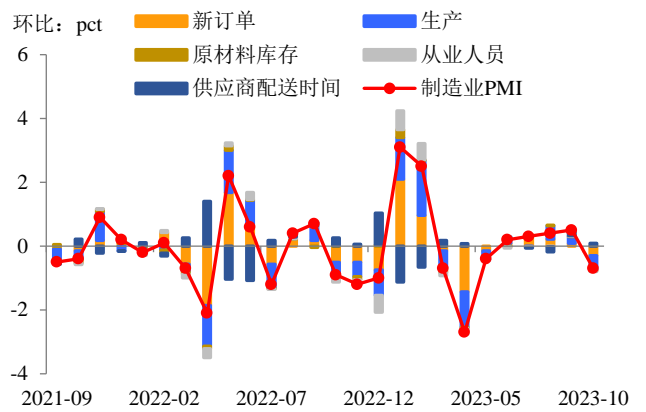
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 10月制造业 PMI 季节性下滑



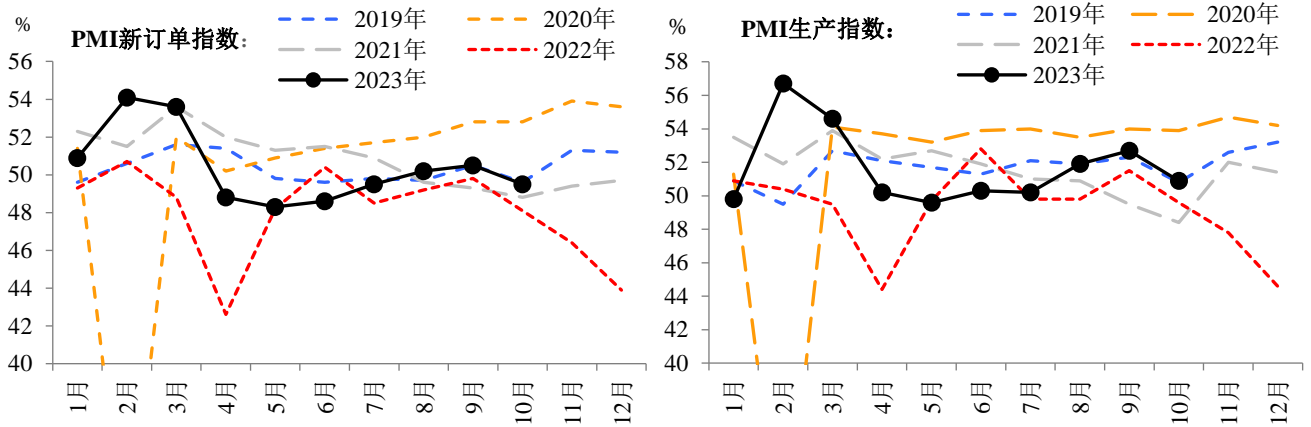
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 10月制造业 PMI 下降主要受到新订单和生产指数的拖累



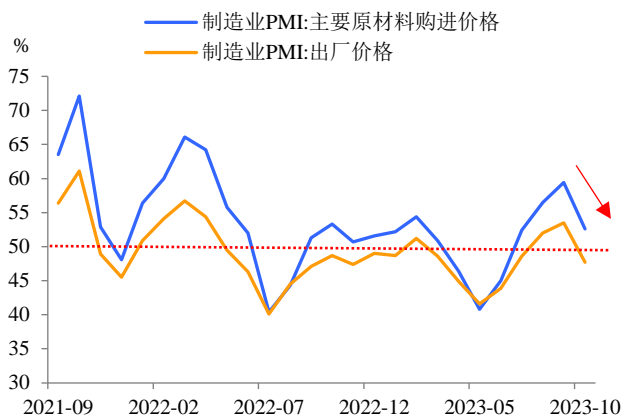
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：10月PMI新订单指数和生产指数通常会季节性下滑



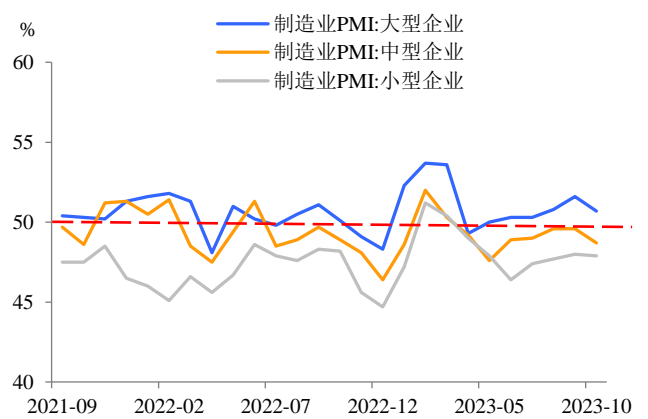
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：10月PMI两大价格指标双双下降



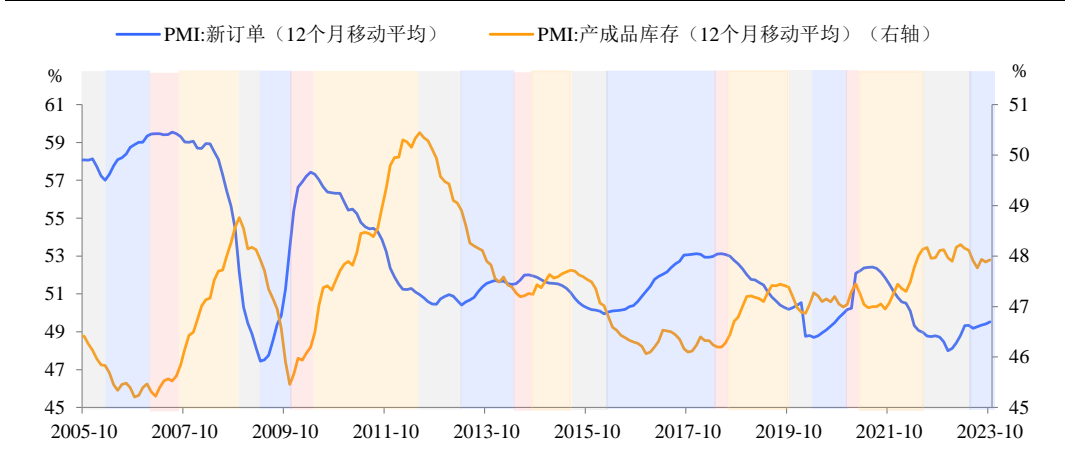
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：10月小型企业PMI下滑幅度更缓



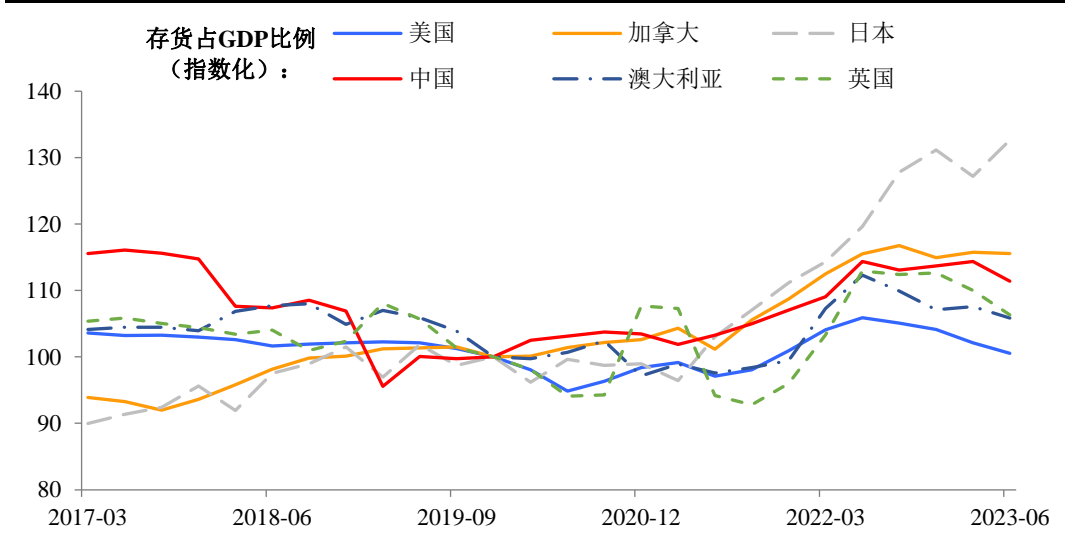
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：目前库存周期处在被动去库



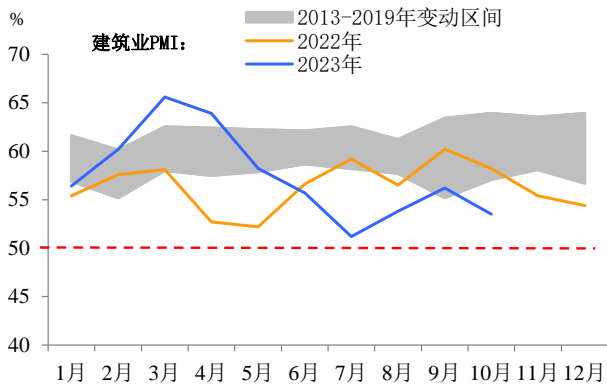
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：全球范围内，我国库存水平仍处高位



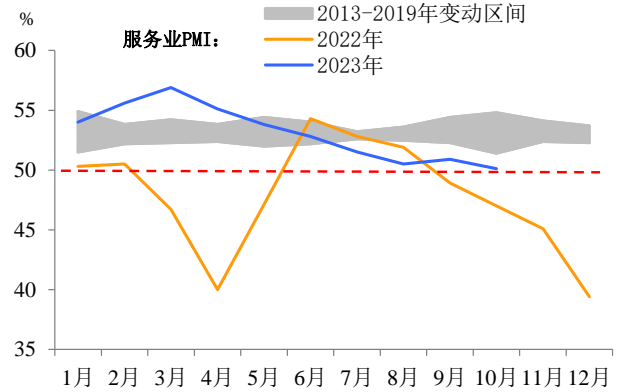
数据来源：Wind，iFind，CEIC，东吴证券研究所

图9：10月建筑业PMI再次刷新历史同期新低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：10月服务业PMI的表现也略显“逊色”



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>