



Research and  
Development Center

# 10月制造业景气滑落的逻辑

2023年10月31日

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理  
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

## 10月制造业景气滑落的逻辑

2023年10月31日

- **10月制造业 PMI 回到收缩区间，生产放缓、需求不足。**10月制造业 PMI 为 49.5%，较前值下降 0.7 个百分点，也低于市场预期约 0.7 个百分点，9 月的景气扩张未能延续。10 月制造业生产指数较 9 月大幅下降 1.8 个百分点，录得 50.9%，虽仍处扩张区间，但表明制造业生产出现放缓，长假效应比较明显。新订单指数较 9 月下降 1 个百分点，录得 49.5%，主要受到部分加工产业需求下降的拖累，统计局指出“纺织、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业中反映市场需求不足的企业占比均超过六成”。
- **从月内看，10 月上半月工业指数表现不佳，最后一周才明显改善，而 PMI 一般统计到每月 25 号，最后一周的好转表现未能统计在内。**我们观察到南华工业品指数和汽车半钢胎开工率两项指标均受到了国庆假期的干扰，10 月上半月表现不佳，两个指标均到 10 月第四周才有明显的好转。而制造业 PMI 的统计一般就截至每月的 25 号，最后一周的表现没有反映在统计数据上。所以我们认为本次 10 月 PMI 降至收缩区间主要是因为 10 月前三周相较 9 月工业产需表现不佳所致。由于 10 月最后一周两个工业指数出现了明显改善，我们预计后续制造业 PMI 大概率能重返扩张区间。
- **地方专项债的年内额度已基本发完，10 月建筑业 PMI 为 53.5%，继续维持高扩张势头。**10 月地方新增专项债发行 2184.37 亿元，1-10 月累计发行 36670.8 亿元，已基本发行完 3.8 万亿的年内额度。今年还将增发 1 万亿国债，且今年拟安排使用 5000 亿元，若后续资金有效落地到工程建设上，年内建筑业景气度有望进一步提升。
- **服务业在后续大概率能延续扩张趋势。**10 月服务业景气度较前值下降 0.8 个百分点，仍处扩张区间。由于 PMI 是一个环比指标，我们推测为 9 月基数较高的原因。从结构上看，统计局指出，“资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行”，而和国庆假期相关的“居民旅游出行和消费相关的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间”，可知 10 月服务业景气下滑主要是受到资本市场和地产市场表现不佳的拖累。后续随着地产政策持续加码，资本市场逐渐活跃，服务业有望景气重回高景气扩张势头。

**风险因素：**地产政策落地效果不及预期，增量工具资金使用效果不及预期

## 目录

一、制造业需求不足，生产放缓 .....	3
二、建筑业和服务业加快扩张 .....	5
三、经济保持弱复苏势头，后续景气有望重回扩张 .....	6
风险因素 .....	7

## 图目录

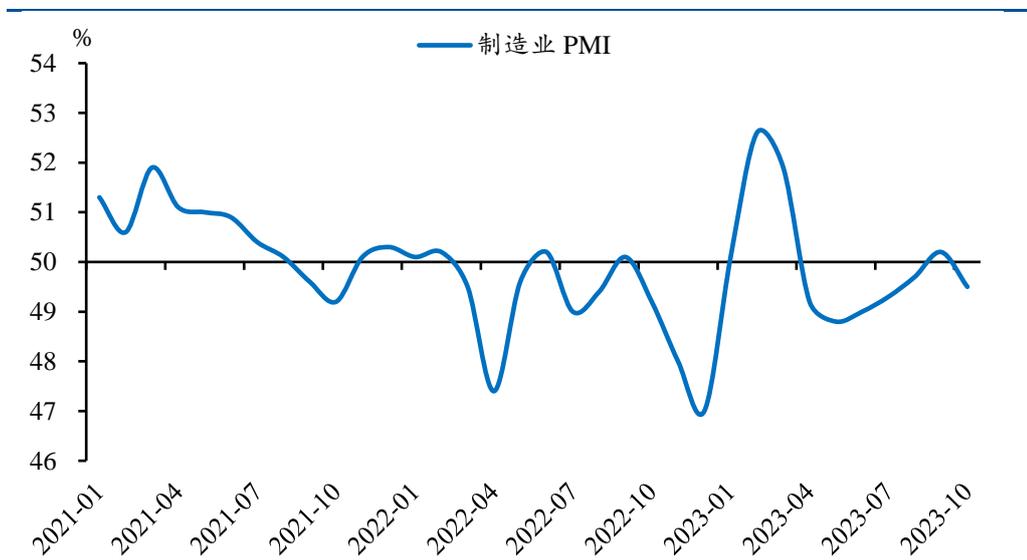
图 1：10 月制造业 PMI 回落至收缩区间 .....	3
图 2：10 月制造业产需回落 .....	3
图 3：10 月前三周工业景气欠佳 .....	4
图 4：10 月前三周汽车半钢胎开工率表现欠佳 .....	4
图 5：大型企业的经济动能较为领先 .....	5
图 6：10 月底已基本发行完全年新增专项债额度 .....	6
图 7：服务业景气下降明显 .....	6

10月31号国家统计局发布数据显示：10月制造业PMI为49.5%，较前值下降0.7个百分点，也低于市场预期约0.7个百分点，9月景气扩张趋势未能延续；非制造业PMI为50.6%，较前值下降1.1个百分点，低于市场预期约1.4个百分点；综合PMI为50.7%，低于前值1.3个百分点。**制造业和非制造业景气水平都有回落，制造业重回收缩区间。**

## 一、制造业需求不足，生产放缓

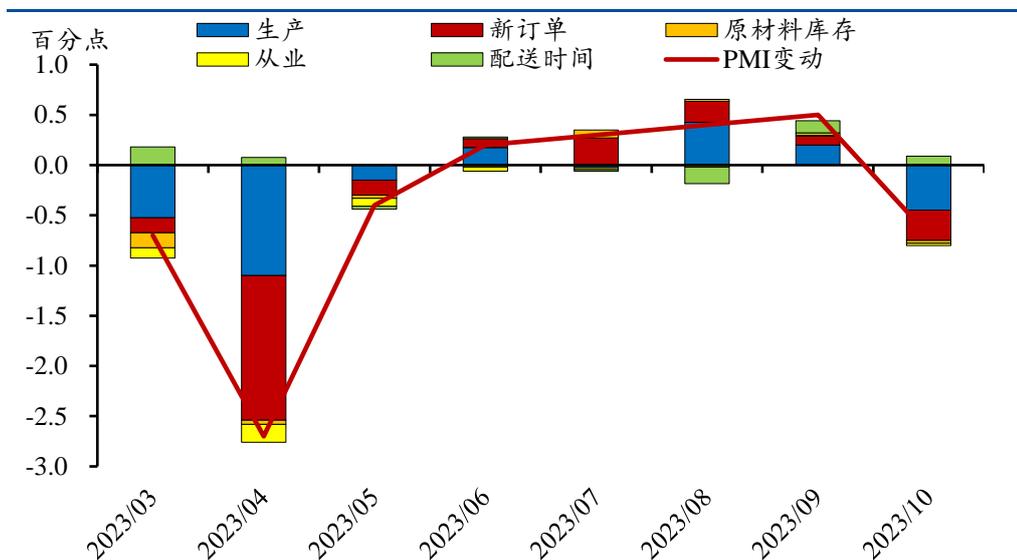
**10月制造业生产放缓，需求下降，上游加工业的表现尤其不佳。**10月生产指数较9月大幅下降1.8个百分点，录得50.9%，虽仍处扩张区间，但表明制造业生产出现放缓，假期效应比较明显，统计局指出“石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业均低于临界点，企业生产活动放缓”。新订单指数较9月下降1个百分点，录得49.5%，也主要受到上游加工业即部分原材料密集型产业需求下降的拖累，统计局指出“纺织、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业中反映市场需求不足的企业占比均超过六成”。

图1：10月制造业PMI回落至收缩区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图2：10月制造业产需回落



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

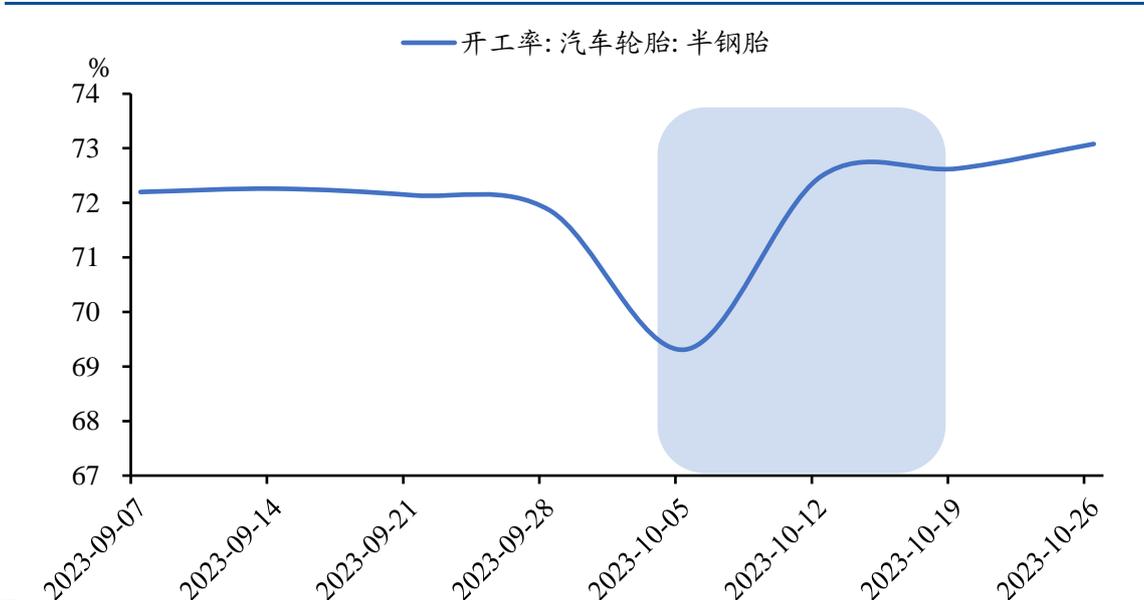
从月内看，10月上半月相关工业指数表现不佳，最后一周才有明显改善，而 PMI 一般统计到每月 25 号。我们观察到南华工业品指数和汽车半钢胎开工率两项指标均受到了国庆假期的干扰，10 月上半月表现不佳，两个指标均到 10 月第四周才有明显的改善。而制造业 PMI 的统计一般就截至每月的 25 号，最后一周的表现没有反映在统计数据上。所以我们认为本次 10 月 PMI 降至收缩区间主要是因为 10 月前三周相较 9 月工业产需表现不佳所致。由于 10 月最后一周两个工业指数明显改善，我们预计后续制造业 PMI 大概率能重返扩张区间。

图 3：10 月前三周工业景气欠佳



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

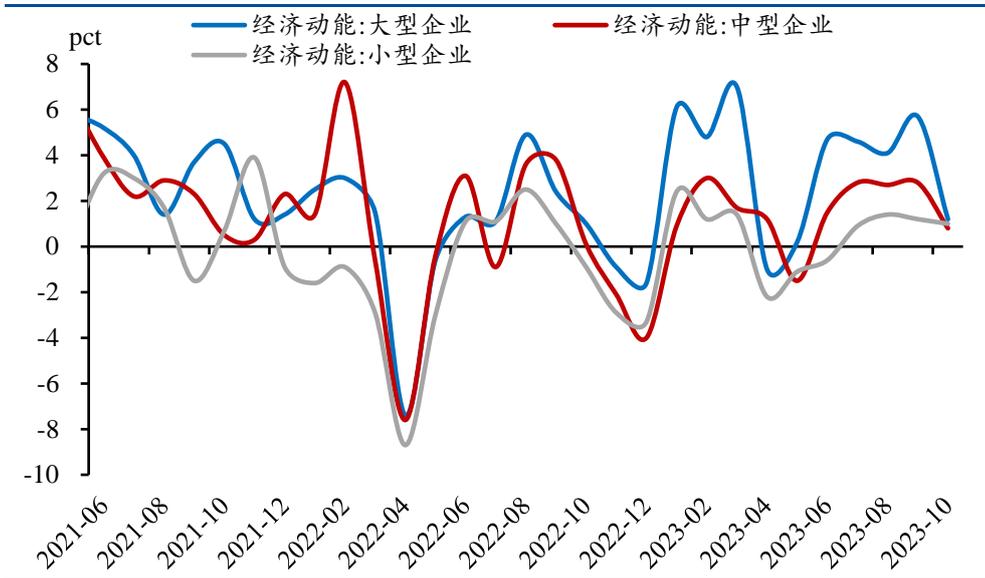
图 4：10 月前三周汽车半钢胎开工率表现欠佳



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

10月大中型企业景气衰落明显，小型企业处境也比较艰难。10月大、中、小型企业 PMI 分别为 50.7%、48.7%和 47.9%。其中大中型企业的景气水平都较9月下降 0.9 个百分点，小型企业比9月下降 0.1 个百分点。总体上，大型企业承压，中小企业的处境仍比较艰难，我国经济尚待进一步恢复。

图 5：大型企业的经济动能较为领先

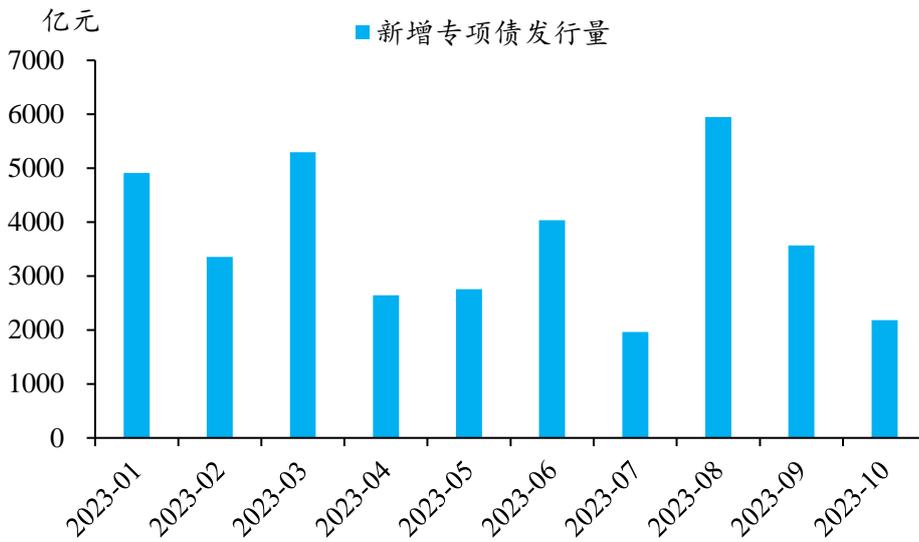


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

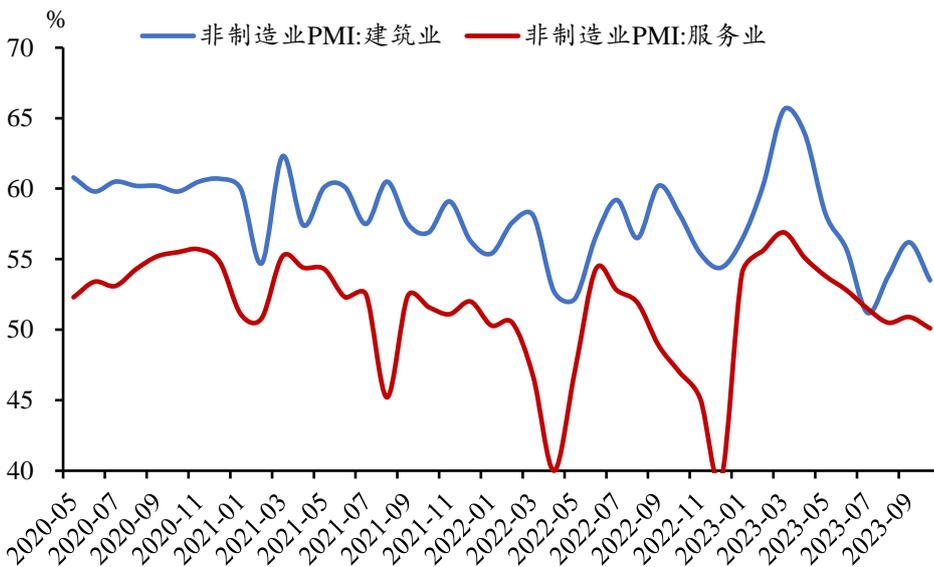
## 二、建筑业和服务业加快扩张

地方专项债的年内额度已基本发完，10月建筑业 PMI 录得 53.5%，继续维持高扩张势头。10月地方专项债发行 2184.37 亿元，1-10 月累计发行 36670.8 亿元，已基本发行完 3.8 万亿的年内额度。今年还将增发 1 万亿国债，且今年拟安排使用 5000 亿元（参考《解读四季度增发万亿国债》），若后续资金有效落地到工程建设上，建筑业景气度有望进一步提升。

服务业延续扩张势头。10月服务业景气度较前值下降 0.8 个百分点，仍处扩张区间。由于 PMI 是一个环比指标，我们推测为 9 月基数较高的原因。从结构上看，统计局指出，“资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行”，而和国庆假期相关的“居民旅游出行和消费相关的铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间”，可知 10 月服务业景气下滑主要是受到资本市场和地产市场的拖累。后续随着地产政策持续加码，资本市场逐渐活跃，服务业有望景气重回高扩张势头。

**图 6：10 月底已基本发行完全年新增专项债额度**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 7：服务业景气下降明显**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、经济保持弱复苏势头，后续景气有望重回扩张

10 月尽管制造业 PMI 有所下滑，但和假期效应、基数效应和统计方式有关。后续在一系列增量工具的提振下，我国制造业 PMI 有望重回扩张。相比制造业景气呈现月度震荡的情况，服务业和建筑业延续扩张趋势的确定性较大，前者是因为服务业的恢复势头保持良好，后者主要源自增量工具的支撑。

## 风险因素

---

地产政策落地效果不及预期，增量工具资金使用效果不及预期

## 研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究地方债和财政政策。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到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,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。