

10月PMI数据解读

复苏基础仍待夯实

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

10月31日，10月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.5（环比-0.7pct）；非制造业为50.6（环比-1.1pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2023-10	49.50	50.70	48.70	47.90	50.90	49.50	46.80	48.20	48.50	52.60	47.70	50.20	48.00	55.60
	2023-09	50.20	51.60	49.60	48.00	52.70	50.50	47.80	48.50	46.70	59.40	53.50	50.80	48.10	55.50
	2023-08	49.70	50.80	49.60	47.70	51.90	50.20	46.70	48.40	47.20	56.50	52.00	51.60	48.00	55.60
	2023-07	49.30	50.30	49.00	47.40	50.20	49.50	46.30	48.20	46.30	52.40	48.60	50.50	48.10	55.10
	2023-06	49.00	50.30	48.90	46.40	50.30	48.60	46.40	47.40	46.10	45.00	43.90	50.40	48.20	53.40
	2023-05	48.80	50.00	47.60	47.90	49.60	48.30	47.20	47.60	48.90	40.80	41.60	50.50	48.40	54.10
	较上月	-0.70	-0.90	-0.90	-0.10	-1.80	-1.00	-1.00	-0.30	1.80	-6.80	-5.80	-0.60	-0.10	0.10
非制造	2023-10	50.60	50.30	51.20	51.30	-	46.70	49.10	-	46.20	49.70	48.60	52.00	46.50	58.10
	2023-09	51.70	56.20	48.40	51.40	-	47.80	49.40	-	46.90	52.50	50.30	51.30	46.80	58.70
	2023-08	51.00	55.00	46.80	52.10	-	47.50	47.90	-	46.20	51.70	50.00	52.00	46.80	58.20
	2023-07	51.50	56.70	47.10	51.50	-	48.10	47.70	-	45.90	50.80	49.70	51.40	46.60	59.00
	2023-06	53.20	55.10	50.00	55.90	-	49.50	49.00	-	47.10	49.00	47.80	51.90	46.80	60.30
	2023-05	54.50	57.20	54.60	52.80	-	49.50	49.70	-	47.10	47.40	47.60	51.90	48.40	60.40
	较上月	-1.10	-5.90	2.80	-0.10	-	-1.10	-0.30	-	-0.70	-2.80	-1.70	0.70	-0.30	-0.60

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：10月PMI数据呈现出四点特征：

一是“秋旺”过后PMI有所走弱。9月“秋旺”带动制造业与非制造业同时进入“双扩张”区间，但10月两者再度走弱。10月PMI走弱有季节性因素，但具体看制造业总体回落幅度强于季节性，而服务业与季节性基本一致。此外，尽管制造业预期依然稳定，但非制造业预期下滑至年内新低，指向经济复苏的基础仍待夯实。

二是制造业产需两端同时走弱。制造业PMI拖累来自生产与需求的同时下滑。一方面生产大幅走弱（-1.8pct至50.9），另一方面新订单显著下降，跌落至收缩区间（-1.0pct至49.5），新出口订单（-1.0pct至46.8）和在手订单（-1.1pct至44.2）也均在收缩区间内下滑。

三是库存与价格的变化特征与产需走势基本相符。一方面，生产走弱导致原材料库存在连续3个月的修复后再度下降（-0.3pct至48.2）。另一方面，需求放缓使成品库存指标显著上升，但仍未走出收缩区间（+1.8pct至48.5）。与此同时，价格指数均打破了6月以来的修复态势，环比大幅回落。但原材料价格仍位于扩张区间而出厂价格回落至收缩区间，指向企业利润可能受到挤压，进一步影响生产意愿。

四是非制造业分化明显。本月服务业与建筑业均有所回落，但建筑业的下滑幅度（-2.7pct至53.5）明显超过近年平均水平。从结构看，建筑业的主要拖累来自房屋建筑业（-6.2pct至50.6），而建筑安装装饰及其它建筑业环比显著改善（+5.8pct至54.2）；服务业中生产性服务业随制造业生产大幅滑落至收缩区间（-5.4pct至49.5），但消费性服务业反弹至扩张区间（+3.4pct至52.8）。

◆ 制造业

10月制造业PMI在连续4个月的修复后回落0.7pct至49.5，重回收缩区间。尽管10月的环比回落有季节性因素，但本月回落幅度大于近三年同期平均水平（-0.5pct），指向经济复苏基础仍需夯实。**分贡献因素看，主要拖累来自生产和新订单，分别贡献-0.45pct、-0.30pct；主要支撑来自配送（+0.09pct），其它因素影响较小。**

尽管产需两端同时走弱，但产需缺口边际改善。从相对变化看，本月PMI“产需差”在连续2个月的扩张后有所收敛：一方面生产大幅走弱（-1.8pct至50.9），另一方面新订单显著下降，跌落至收缩区间（-1.0pct至49.5），“产需差”收窄0.8pct至1.4pct。从绝对水平看，生产指数尽管有所回落，但仍位于扩张区间（50.9），而三大需求指标均位于收缩区间，且同时走弱：新订单、新出口订单和在手订单分别为49.5、46.8（-1.0pct）和44.2（-1.1pct）。

库存与价格的变化特征与产需走势基本相符。库存方面，原材料与产成品库存走势分化。一方面，生产走弱导致原材料库存在连续3个月的修复后下降（-0.3pct至48.2）；另一方面，需求放缓使产成品库存指标显著上升（+1.8pct至48.5），但仍未走出收缩区间。与此同时，原材料与出厂价格指数均打破了6月以来的修复态势，环比大幅回落。具体来看，原材料价格下降6.8pct至52.6，仍位于扩张区间，但出厂价格再度回到收缩区间（-5.8pct至47.7）。投入品价格增加而产成品收缩，意味着中下游企业利润可能受到影响，进一步压制生产意愿。供应链方面，配送时间有所上升（-0.6pct），或受国庆长假等因素的扰动。

需要看到，制造业预期依然保持稳定，但企业目前仍以提升既有产能利用率为主。就业方面，从业人员指数连续4个月窄幅波动，目前位于48.0（-0.1pct），高于过去三年中位数水平（位于约59分位）。预期方面，尽管产需走弱，但制造业预期环比保持稳定（+0.1pct至55.6），与今年1月、8月持平。此外，大小企业感受差异依然明显，三种规模企业中，只有大型制造业企业处于扩张区间。相对而言，小型企业景气度下滑较少（-0.1pct），“大小企业差”收缩0.8pct至2.8pct。从新订单指标观察，只有小型企业逆势改善（+0.7pct至47.8），大型（-1.9pct）和中型（-0.8pct）企业均有所走弱，但大型企业依然位于扩张区间（50.8）。

◆ 非制造业

10月非制造业PMI延续了今年4月以来的持续下跌，环比下降1.1pct至50.6，幅度与近三年同期平均水平接近（-0.8pct）。从结构上看，服务业与建筑业均有所回落，但建筑业的下滑更为明显。

上月稍有企稳后，服务业PMI再度回归4月以来的下滑态势，环比下降0.8pct至50.1。**需要注意的是，服务业内部分化依然明显：**尽管生产性服务业景气度随企业生产大幅滑落至收缩区间（-5.4pct至49.5），但消费性服务业则显著反弹至扩张区间（+3.4pct至52.8）。

建筑业PMI环比则出现超季节性回落。建筑业PMI当月环比下降2.7pct至53.5，而近三年同期平均仅回落1pct。具体来看，一方面房屋建筑业与土木工程建筑业均出现回落，其中房屋建筑业大幅下降6.2pct至50.6；另一方面，建筑安装装饰及其它建筑业环比改善5.8pct至54.2。

从分项指标看，有三方面值得关注：**一是中型企业景气度逆势回升。**当月大型、小型非制造业企业PMI环比分别回落5.9和0.1pct，而中型企业显著改善（+2.8pct）。中型企业感受相对较好与新订单（+2.6pct）有一定关系，而本月建筑业走弱对大型企业影响较多。**二是非制造业企业利润有望企稳。**当月价格指数普降，但收费价格-投入价格指数倒挂幅度收敛（+1.1pct），指向企业利润企稳。**三是就业趋弱。**尽管消费性服务业需求有所改善（新订单+2.4pct），但其他主要大类行业需求普降且均位于收缩区间，预期下滑（-0.6pct）至年内最低水平。从结构看，除建筑业雇员受建筑安装工程等行业提振，边际上行（+0.1pct）

外，其他大类行业均出现回落。

图2: 制造业 PMI 的季节性



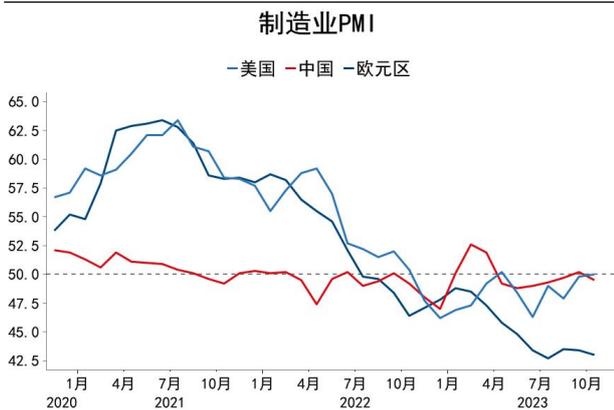
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



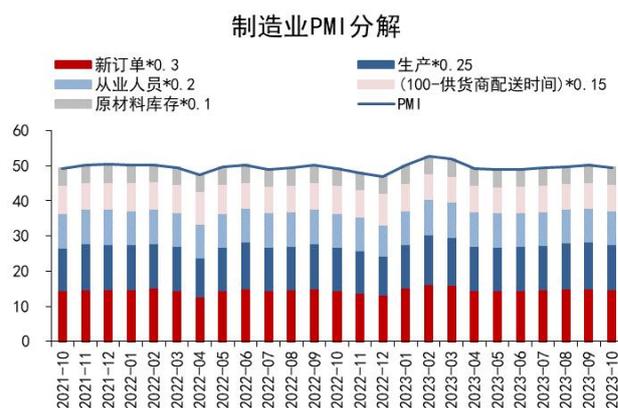
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 主要经济体制造业 PMI



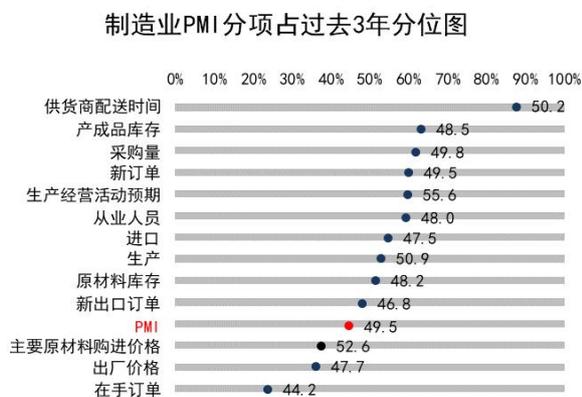
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



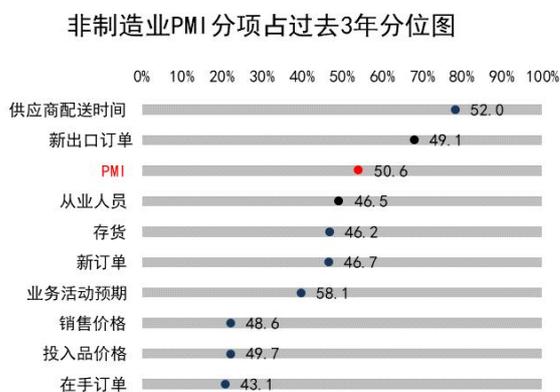
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



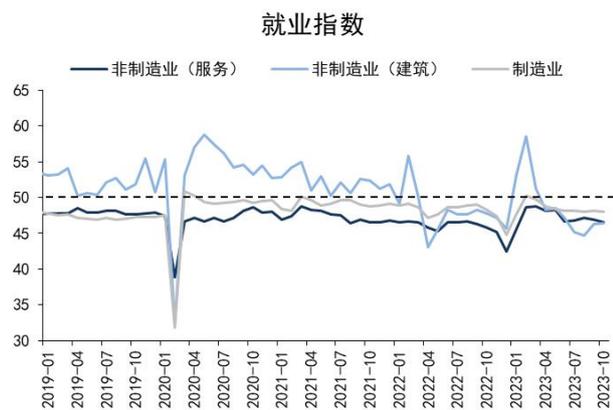
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



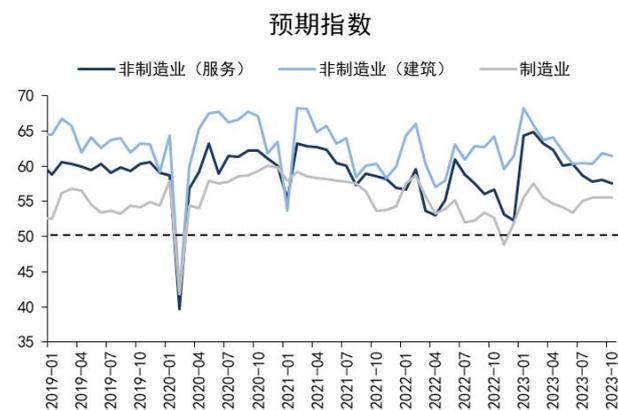
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 建筑业就业指数企稳



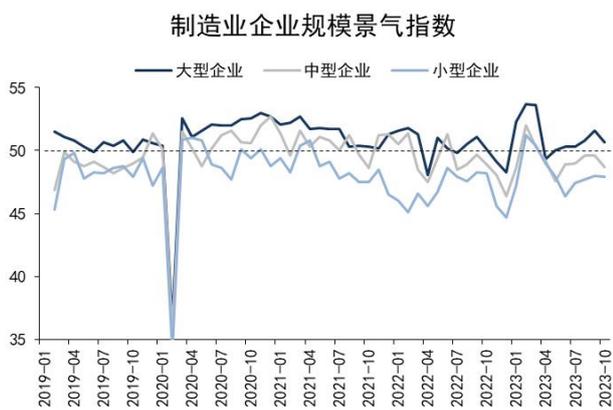
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 制造业预期指数企稳



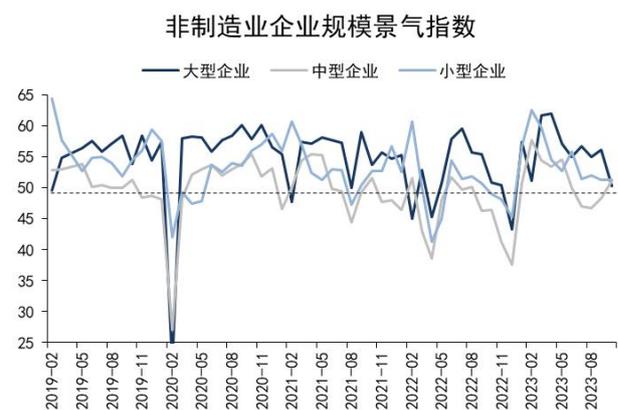
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 制造业企业景气度全面走弱



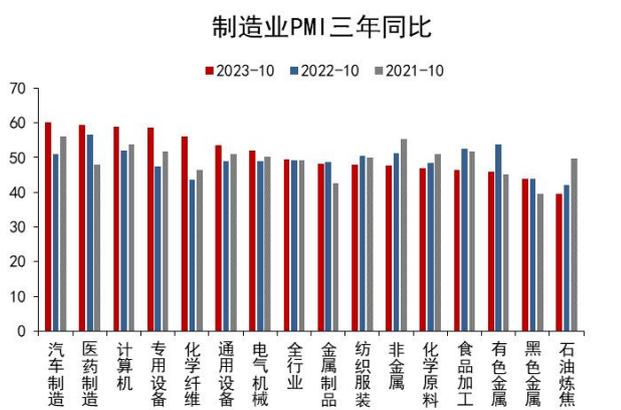
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 非制造业中型企业景气度持续改善



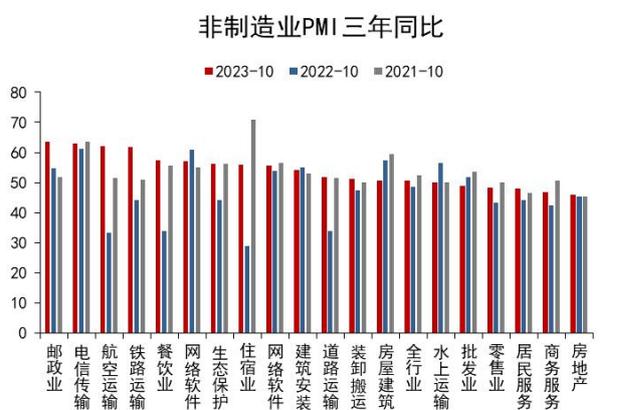
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

相关研究报告：

《美国经济韧性或难以为继-三季度美国 GDP 数据点评》 ——2023-10-27

《增发国债解读-特别国债重出，稳增长力度再升级》 ——2023-10-25

《宏观经济数据前瞻-2023 年 9 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-10-08

《双节假期海外金融市场事项快评-美债利率上升影响全球多数股指和商品价格下跌》 ——2023-10-08

《9 月 PMI 数据解读-“秋旺”带动 PMI “双扩张”》 ——2023-09-30

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032