

2023年10月31日

对10月多一份宽容，对11月多一份积极

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

2023年10月官方制造业PMI 49.5%，前值50.2%，预期50.4%；10月官方非制造业PMI 50.6%，前值51.7%，预期52%。10月BCI指数49.8%，前值49.9%。

● 制造业：PMI 全线回落

(1)PMI 全线回落，生产端修复速率放缓，需求端内外均弱。分行业来看，上游出现收缩，中下游部分行业扩张。

(2)需求不足掣肘价格回升速率，预计PPI同比降幅收窄。根据高频指标预计10月PPI环比可能在0.4%左右，同比为-2.3%左右。

(3)制造业库存结构不佳。生产先行、需求缓进，导致10月库存结构呈现“原材料向下、产成品向上”。结合9月工业企业库存比ttm延续上行、未见拐点，目前并非典型意义上的主动补库，关注积极财政下“熨平”的库存周期会否重新转动。

(4)大型企业保持扩张。10月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别为50.7%、48.7%、47.9%，分别下滑了0.9、0.9、0.1个百分点。小型企业生产经营趋稳，或法治力量护航、优化民营经济营商环境有关。

● 非制造业：服务业仅略高于荣枯线，积极财政有望提振建筑业景气

(1)服务业PMI仅略高于荣枯线。分行业来看，“十一”节假日提振居民旅游出行相关行业，资本市场服务、房地产行业商务活动指数低位运行。

(2)积极财政有望提振建筑业景气。专项债进入扫尾阶段后，10月24日中央增发1万亿特别国债，预计11月、12月基建增速有望企稳回升。特别国债可作项目资本金，若按5倍杠杆、建设工期4年，则“理想情况”下对应年内基建增量约1563亿元，拉动2023年基建增速、GDP增速分别为0.74、0.13个百分点。

● 对10月多一份宽容，对11月多一份乐观

9月PMI点评中我们提出并探讨了一个问题，“3月至5月的经济节奏是否会重演”。从数据来看，9-10月与3-5月存在相似之处：即经济复苏预期较高、企业提前加大生产，供给先行、需求缓进，供需失衡导致4月、5月工业生产迅速下滑，进一步主动降价去库存。但我们仍重申当前大概率不是“3-5月经济节奏的重演”，中央政府突破了3.0%赤字率的关键约束，积极财政姿态和经济高增诉求较为明确，有望补足需求的向上弹性。11月既是积极财政发力见效的第一个观察窗口，亦是市场开始交易2024年经济目标和整体定调的时点。不妨对10月的短期下行多一份宽容，对11月多一份积极。

● **风险提示：**政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

相关研究报告

《积极财政发力，关注中央加杠杆——宏观周报》-2023.10.29

《“熨平”的库存周期或将转动：基建和城中村—9月企业利润点评》-2023.10.27

《消费韧性推动美国经济超预期增长——美国3季度GDP数据点评》-2023.10.27

目 录

1、 制造业：PMI 全线回落.....	3
2、 非制造业：服务业仅略高于荣枯线，积极财政有望提振建筑业景气.....	5
3、 对 10 月多一份宽容，对 11 月多一份积极.....	6
4、 风险提示.....	6

图表目录

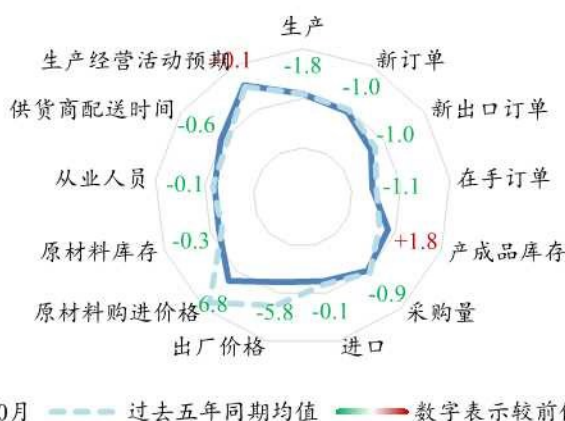
图 1： 10 月制造业 PMI 全线回落.....	3
图 2： 高炉开工率回落.....	4
图 3： 汽车开工率仍处高位.....	4
图 4： 大、中型企业 PMI 较前值回落.....	4
图 5： 10 月 BCI 指数保持平稳.....	4
图 6： 服务业 PMI 略高于荣枯线.....	5
图 7： 建筑业景气度下滑.....	5
图 8： 十一节后，石油沥青开工小幅回升.....	6
图 9： 十一节后，水泥开工率和发运率小幅回升.....	6

2023年10月官方制造业PMI 49.5%，前值 50.2%，预期 50.4%；10月官方非制造业PMI 50.6%，前值 51.7%，预期 52%。10月BCI指数 49.8%，前值 49.9%。

1、制造业：PMI 全线回落

(1)10月制造业PMI全线回落，生产端修复速率放缓，需求端内外均弱。10月制造业PMI为49.5%、较前值下滑了0.7个百分点，低于预期的50.4%。供给端看，PMI生产为50.9%，较前值下滑了1.8个百分点但仍在荣枯线上，农副食品加工、汽车、交运设备保持扩张，油煤燃料、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属加工等行业收缩；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别下滑了1.0、1.0、0.1个百分点至49.5%、46.8%、47.5%，指向内需和外需均走弱；其中，装备制造业、消费品行业新订单指数扩张，高耗能行业新订单指数下降了2.8个百分点至46.4%。

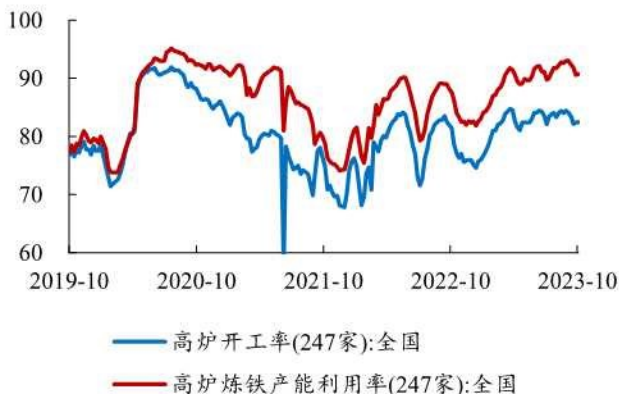
图1：10月制造业PMI全线回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

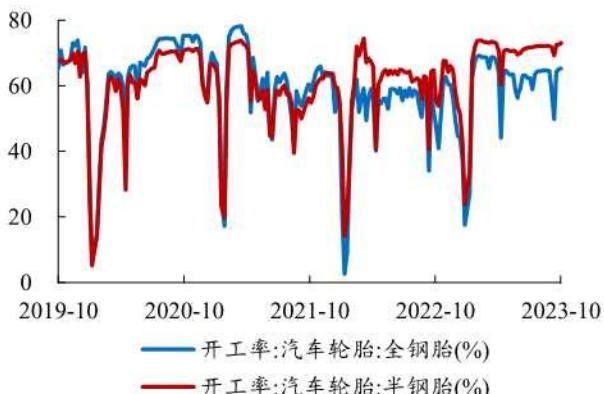
行业生产活动分化，汽车、水泥相对较好。具体来看，10月高炉平均开工率下降了1.7个百分点至82.6%；螺纹钢月均产量256.07万吨，接近前值；化工链中PTA开工率为76.5%，有明显收缩；10月全钢胎和半钢胎的平均开工率为61.2%、71.9%，仍维持在较高水平；秦皇岛港煤炭小幅累库至532.32万吨；水泥价格指数结束连续6个月的下行态势，改善了2.9个百分点至109.68。

图2：高炉开工率回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：汽车开工率仍处高位



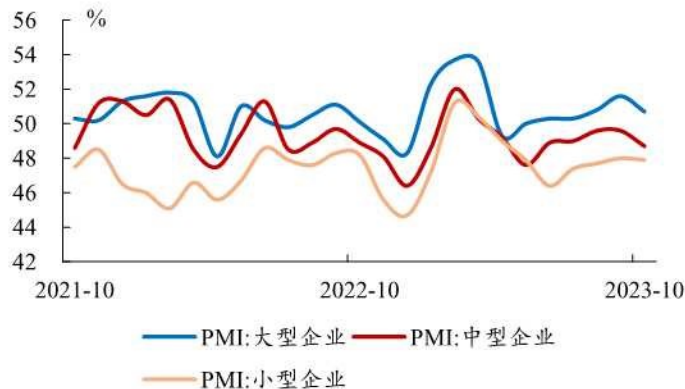
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)需求不足掣肘价格回升速率，预计 PPI 同比降幅收窄。10 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别为 52.6%、47.7%，较前值下降了 6.8、5.8 个百分点，表明原材料价格环比回升速度有所放缓。高频指标显示，截至 10 月 20 日的生产资料价格指数环比回升 0.8%，10 月南华工业品指数环比回落 2.6%，CRB 工业原料现货指数环比回落 1.7%，预计 10 月 PPI 环比可能在 0.4%左右，同比为-2.3%左右。

(3)制造业库存结构不佳。10 月 PMI 原材料库存、产成品库存分别为 48.2%、48.5%，分别较前值变动了-0.3、+1.8 个百分点，生产先行、需求缓进，导致库存结构呈现“原材料向下、产成品向上”。结合 9 月工业企业库销比 ttm 延续上行、未见拐点，可以判断当下并非典型意义上的主动补库，关注积极财政下“熨平”的库存周期会否重新转动。

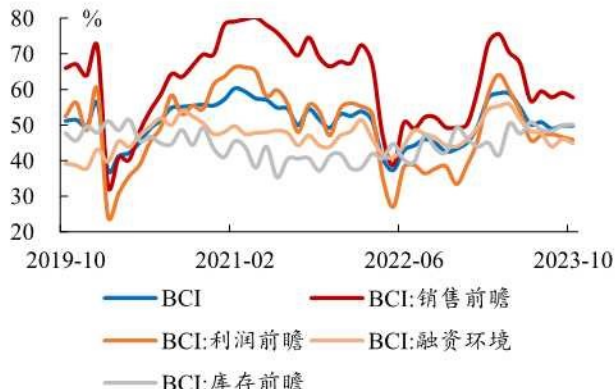
(4)分类型来看，仅大型企业经营生产保持扩张。10 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别为 50.7%、48.7%、47.9%，分别下滑了 0.9、0.9、0.1 个百分点。小型企业趋稳，或与法治力量护航、优化民营经济营商环境有关（最高人民法院 10 月 10 日发布指导意见、最高人民检察院 10 月 23 日发布意见）。

图4：大、中型企业 PMI 较前值回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：10 月 BCI 指数保持平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、非制造业：服务业仅略高于荣枯线，积极财政有望提振建

筑业景气

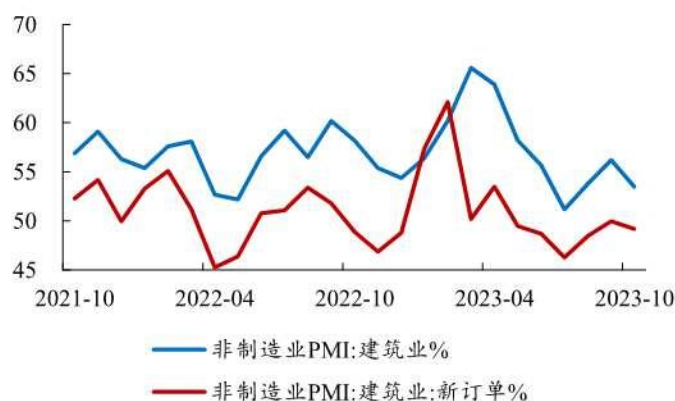
(1)服务业：10月服务业PMI为50.1%、较前值下行了0.8个百分点，仅略高于荣枯线；新订单PMI为46.2%、创年内新低，服务业需求连续6个月收缩。分行业来看，“十一”节假日提振居民旅游出行消费，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业景气度较高；权益市场震荡下行、地产销售“金九银十”均未显现，对应资本市场服务、房地产行业商务活动指数低位运行。

图6：服务业 PMI 略高于荣枯线



数据来源：Wind、开源证券研究所

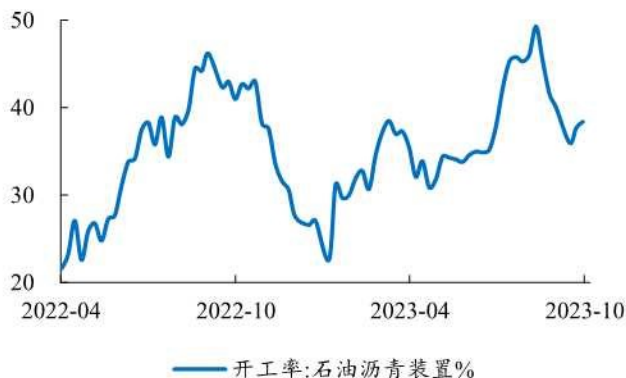
图7：建筑业景气度下滑¹



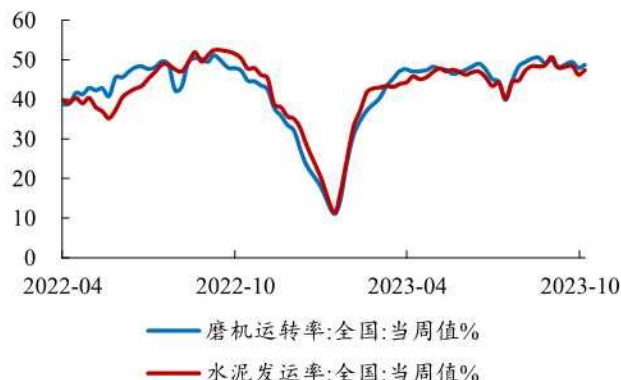
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)建筑业：积极财政有望提振景气度。10月建筑业PMI下降了2.7个百分点至53.5%，业务活动预期为61.4%。专项债进入扫尾阶段后，10月24日中央增发1万亿特别国债。参考2022年第一批政策性金融工具，在发行当月（7月）和次月（8月）即对基建形成明显拉动作用。目前多地正加紧申报特别国债，部分项目已推送得到发改委待审核，预计11月、12月基建增速有望企稳回升。特别国债可作项目资本金，若按5倍杠杆、建设工期4年，则“理想情况”下对应年内基建增量约1563亿元，拉动2023年基建增速、GDP增速分别为0.74、0.13个百分点。

¹ 景气指数以50%为界上下波动，但建筑业PMI自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2012-2022年均值59.2%，因此我们将该指标的“实际荣枯线”界定为60%。

图8：十一节后，石油沥青开工小幅回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：十一节后，水泥开工率和发运率小幅回升


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、对10月多一份宽容，对11月多一份积极

9月PMI点评中，我们提出并探讨了一个问题，“3月至5月的经济节奏是否会重演”。从数据上来看，9-10月与3-5月存在相似之处：即经济复苏预期较高、企业提前加大生产，供给先行、需求缓进，供过于求导致4月、5月工业生产迅速下滑，进一步主动降价去库存。

但我们仍重申当前大概率不是“3-5月经济节奏的重演”。中央政府突破了3.0%赤字率的关键约束，积极财政姿态和经济高增诉求较为明确，有望补足需求的向上弹性。11月既是积极财政发力效果的第一个观察窗口，亦是市场开始交易2024年经济目标和定调的关键时点。不妨对10月的短期下行多一份宽容，对11月多一份积极。

4、风险提示

政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn