

2023年10月31日

有效工作日减少导致 PMI 回落

固定收益研究团队

——2023年10月 PMI 数据点评

陈曦（分析师）

张鑫楠（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030068

10月，制造业 PMI 为 49.5%（前值 50.2%，下同）。非制造业 PMI 为 50.6%（51.7%），建筑业 PMI 为 53.5%（56.2%），服务业 PMI 为 50.1%（50.9%）。

● 工作日减少影响开工

制造业 PMI 在连续 4 个月回升之后，在 10 月出现回落。

为什么本次 PMI 的回升趋势出现反复？

（1）在短端的企业行为上来看，作为开工的“金九银十”，9 月受到天气转凉、极端旱涝天气减少，在多数年份，9 月 PMI 比 10 月要高。**也就是说，10 月会出现季节性回落。另外，9 月会出现的高基数也是回落的原因之一。**

2018 年以来，10 月 PMI 相对 9 月季节性回落的幅度是 0.53%，本次的回落幅度是 0.7%，降幅略超季节性。

（2）以统计局对 PMI 统计的周期来看，企业在每个月 25 日之前报送 PMI 调查问卷，那么，统计局实际上统计的是上个月 26 日到当月 25 日的企业数据。

如果按照这个时间段统计工作日，2023 年 10 月的工作日要比 9 月少三天。从 2018 年以来 10 月相对 9 月的工作日来看，平均会少 2.83 天，这也是环比回落幅度超过季节性的因素之一。

（3）另外，本次十一假期是和中秋假期相连，形成了一个 8 天的长假，是疫情放开之后的最长假。居民的出行需求是比较强烈的。那么，部分人就会使用年假、提前请假等方式加长假期。即使提前请假，实际上占用的也是从 9 月 26 日开始的，10 月的 PMI 统计周期。

这种方式在一定程度上加长了假期，那就减少了实际的有效工作日。这样来看，10 月的平均有效工作日是更少的，也就是比往年季节性更弱。十一出行人数数据的高企可以作为有效工作日减少的佐证。

● 长周期的经济仍然是恢复趋势

除了上述季节性因素外，国家统计局也提到“持续恢复基础仍需进一步巩固”。PMI 指标多数分项都出现了不同程度的下滑，也代表了经济在恢复中的波动。在前三季度 GDP 同比超过 5.2% 之后，四季度实现全年经济目标增速实际压力不大，市场本身对于政策预期较低。但政策层面下达一万亿国债，中央加杠杆，加大了逆周期调节的力度，也证明了对稳经济的意愿。

回顾历次经济的复苏期，恢复过程中是会出现波动的，比如 2012 年底，2016 年二季度。但如果拉长时间来看，短端的波动不会改变长期的上行。**也就是说，在当二季度已经是经济周期底部的阶段，再配合宽财政、宽货币、宽信用的发力，经济大概率会出现底部回升。**

● 建筑业回落逻辑与制造业类似

建筑业 PMI 回落和制造业 PMI 回落的逻辑基本相同，来自开工和假期的影响。但是后续一万亿国债落地，在 2023 年使用 5000 亿，2024 年使用 5000 亿，在后续会支撑基建投资。由于一万亿国债是在 10 月 24 日宣布增发的，在 10 月的经济数据中，或许不会有明显的拉动，但在四季度接下来的时间，基建投资或许会成为经济的一个支撑点。

对于服务业 PMI，读数的回落在于高基数和消费前置的影响。事实上，服务业 PMI 的回落幅度是小于季节性的，季节性的降幅在 1%，而本次的降幅是 0.8%，服务业相对来说表现更好。

● 债市需要关注资金面影响

十年国债和国债期货在 8 月底开始，伴随着经济、价格的回升，已经出现了一波走弱，随着后续国债的发行，需要关注宽财政对资金利率的影响。另外，如果基建逆周期调节能够带动经济复苏加快，那么就要对债市谨慎，在此之前建议保持中性久期。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

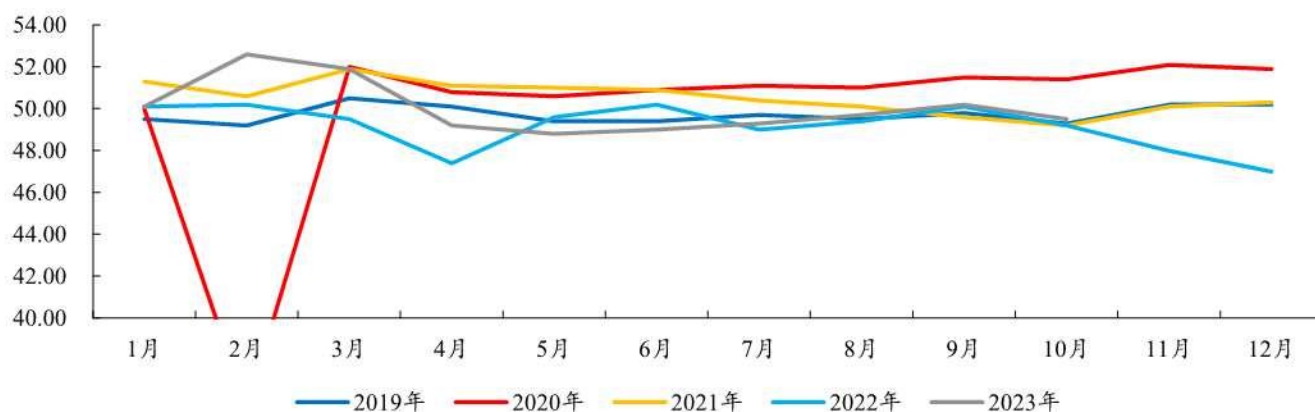
相关研究报告

《利润增速回正多在经济恢复期—2023 年 9 月工业企业利润点评》
-2023.10.30

《财政稳增长资金超预期扩围—2023 年 9 月财政数据兼增发万亿国债点评》
-2023.10.29

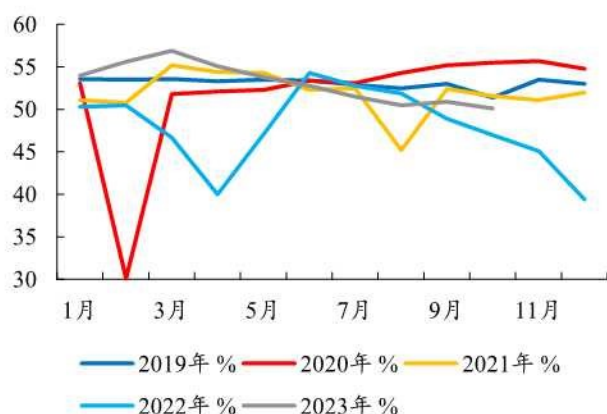
《北向流出减小，市场触底反弹—可转债周报》-2023.10.29

附图 1：制造业 PMI 回落幅度略超季节性



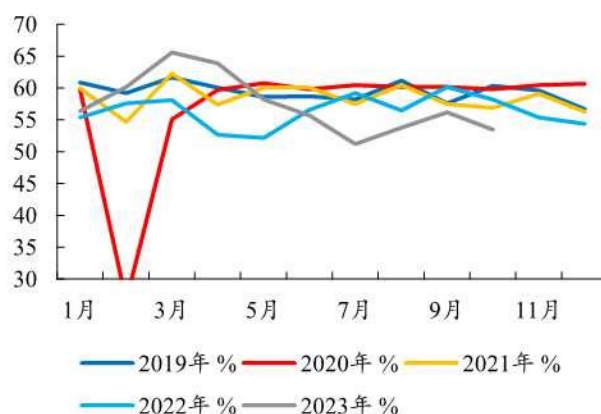
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：服务业 PMI 回落幅度小于季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：建筑业 PMI 回落较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

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

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

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

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