

价格指数出现收缩预示 PPI 修复放缓

——2023年10月 PMI 分析

核心要点:

事件: 国家统计局 10 月 31 日发布数据显示, 中国 10 月官方制造业 PMI 为 49.5%, 前值 50.2%。中止了 5 月以来持续改善, 9 月首次站上临界值的趋势。

分析:

最值得关注的是, 制造业出厂价格指数、服务业销售价格指数同时从临界值以上降至临界值以下, 这可能延缓 PPI 和 CPI 的持续修复, 货币政策委员会 2023 年第三季度例会提出的“促进物价低位回升, 保持物价在合理水平”的目标实现可能延后。

1. 生产继续扩张, 当月需求回落, 预期仍在改善。10 月制造业生产指数为 50.9% (前值 52.7%), 新订单指数下降至 49.5% (前值 50.5%)。但生产经营活动预期指数上升至 55.6% (前值 55.5%)。

2. 出口和进口分项也出现回落。10 月新出口订单和进口指数分别为 46.8% 和 47.5% (前值 47.8% 和 47.6%)。

3. 制造业价格指数下降幅度加大, 预示 PPI 回升幅度可能有所下降。10 月, 出厂价指数下降至 47.7% (前值 53.5%), 结束此前连续两个月在临界值以上的情况; 原材料购进价指数仍保持在荣枯线上, 但降至 52.6% (前值 59.4%)。

4. 尽管当前库存周期已经基本见底, 但库存周期回升斜率不足。10 月产成品库存上升至 48.5% (前值 46.7%), 但原材料库存、采购量指数分别下降至 48.2% 和 49.8% (前值 48.5% 和 50.7%), 采购量指数再次降至荣枯线以下。

5. 大型企业维持扩张, 但中、小企业收缩加重。大企业虽然下降但还保持在 50.7%, 中小企业分别录得 48.7% 和 47.9% (前值 49.6% 和 48%)。

6. 服务业价格降速也较为明显。10 月服务业 PMI 为 50.1% (前值 50.9%)。其中新订单指数下降至 46.2% (前值 47.4%)。投入价格和销售价格分别降至 49.7% 和 48.3% (前值为 52.1% 和 50.0%)。

7. 建筑业 PMI 的新订单指数开始收缩。10 月建筑业 PMI 回落至 53.5% (前值 56.2%), 但新订单指数为 49.2% (前值 50%), 降至临界值以下。

总体而言, 当前中国经济呈现出各路上升力量正在合力对冲房地产下行趋势的局面。预计 2023Q4 至 2024Q1 主要支撑力量是财政政策节奏加快; 2024Q2 之后美联储政策进入拐点, 美国经济实现软着陆, 中国出口将加速回升; 同时人民币汇率压力下降, 国内货币政策效果将进一步释放; 之后通胀率将逐渐回归正常。2024 年下半年之后居民就业、消费与购房、民营企业投资等将会陆续修复。但修复进程的顺利实现, 至少需要逆周期政策保持持续性、深层次改革方案出台、全球流动性逐渐改善、市场主体预期逐步修复四个条件。

分析师

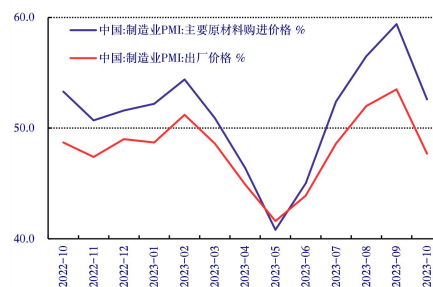
高明

☎: 18510969619

✉: gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522120001

图: 制造业出厂价指数再次降至临界值以下

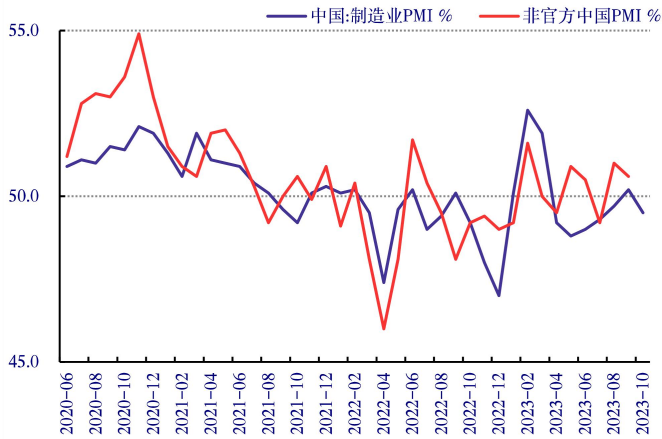


风险提示:

1. 政策时滞的风险

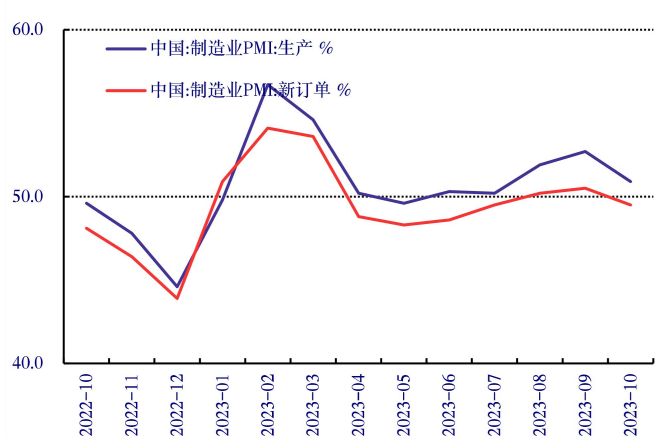
10月官方制造业PMI回落至49.5%。中止5月以来持续改善，9月首次站上临界值的趋势。从分项指数来看，生产指数、新订单指数、价格指数等普遍有所回落，目前仅生产指数、生产经营活动预期指数仍在荣枯线以上。特别是价格指数下降的幅度较大，预示接下来PPI修复的斜率可能放缓。

图1. 2023年9月以来官方PMI回升至临界值以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

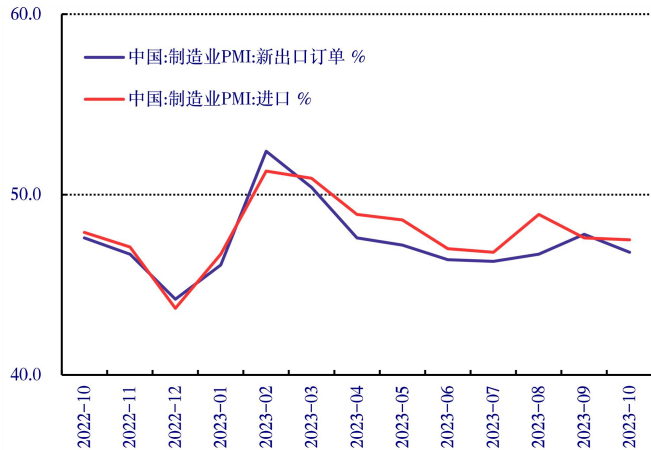
图2. 10月生产指数、新订单指数都出现了回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

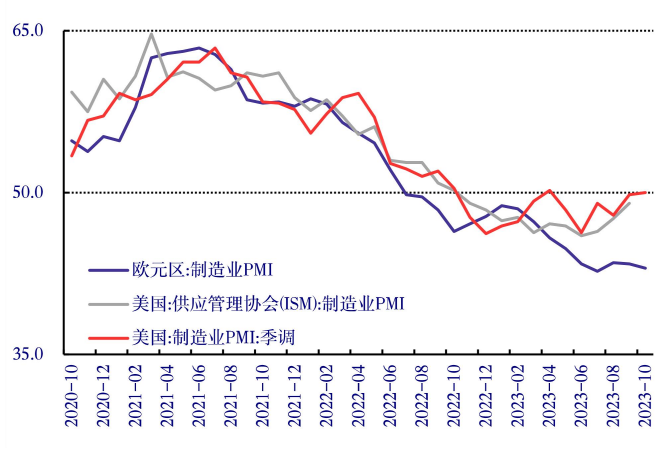
生产继续扩张，当月需求回落，预期仍在改善。10月生产指数虽回落至50.9%（前值52.7%）仍在临界线以上，新订单同样回落至49.5%（前值50.5%），跌下荣枯线。新出口订单、进口、从业人员和配送时间全部下降，分别为46.8%、47.5%、48%和50.2%（前值47.8%、47.5%、48.1%和50.8%）。但生产经营活动预期指数上升0.1pet至55.6%（前值55.5%）。

图3. 10月出口新订单指数和进口指数再次出现了收缩



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

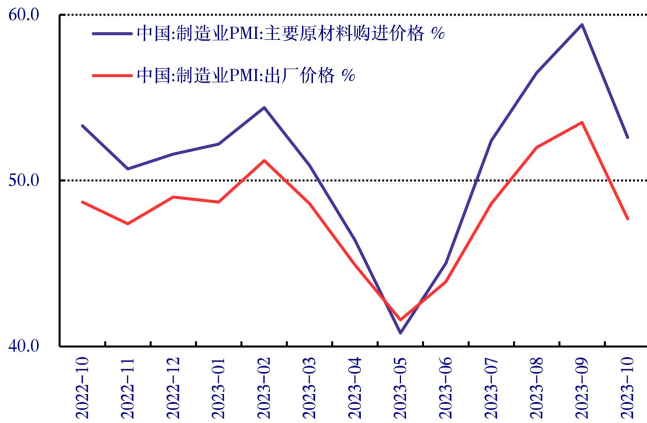
图4. 10月美国制造业PMI回归临界值，但欧元区仍然低迷 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

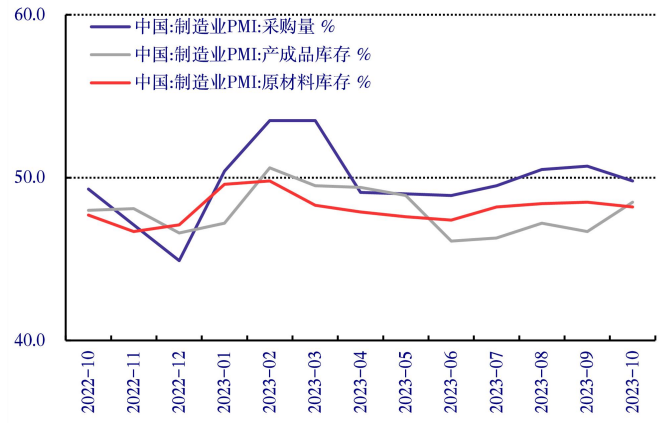
从价格来看，10月制造业出厂价指数、购进价指数双双下降。10月出厂价指数下降至47.7%（前值53.5%），跌到荣枯线下；原材料购进价指数回落至52.6%（前值59.4%），保持扩张但有所收缩。制造业价格指数的下降幅度加大，预示PPI回升幅度可能有所下降。

图 5. 10 月出厂价和购进价指数回落



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

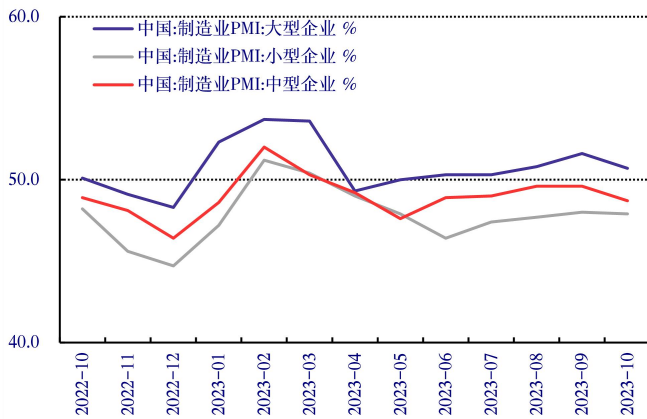
图 6. 10 月采购量指数再次降至临界值以下, 库存指数继续回升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

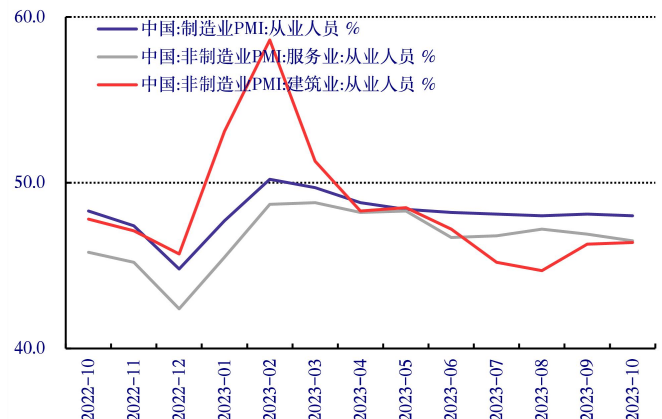
产成品库存逆势上涨, 但原材料库存和采购量指数下降, 库存周期回升斜率不足。10 月产成品库存上升至 48.5% (前值 46.7%), 但原材料库存和采购量指数分别下降至 48.2% 和 49.8% (前值 48.5% 和 50.7%), 采购量指数略微不及荣枯线。尽管当前中国库存周期已经基本见底, 但内需与外需同时低迷, 导致库存周期可能出现见底但回升斜率不足的状态。未来两个季度库存周期的回升力度也主要取决于政策组合的效果和美联储停止加息之后的中国出口回升。

图 7. 10 月中、小型企业景气度都出现了进一步收缩



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 制造业、服务业、建筑业从业人员指数都持续低迷



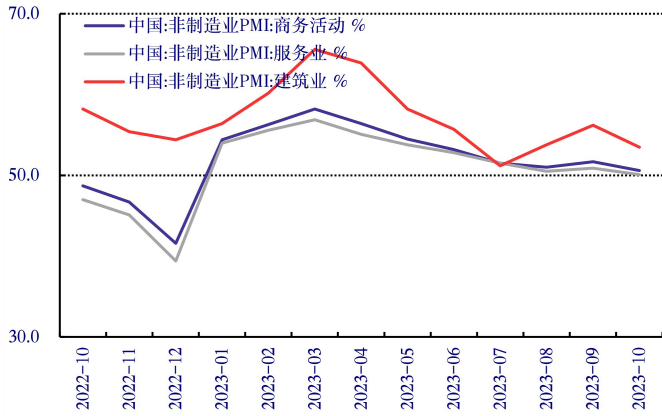
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中小企业指数仍在临界值以下继续恢复, 但从业人员指数仍在继续收缩。10 月大型企业指数维持在 50 以上, 录得 51.6% (前值 50.8%)。中、小型企业指数分别为 48.7% 和 47.9% (前值分别为 49.6%、48%) ; 制造业从业人员指数回落 1pet 至 48% (前值 48.1%), 建筑和服务业从业人员指数分别为 46.4% (前值 46.3%)、46.5% (46.9%), 仍处在收缩状态。

服务业回落但保持在荣枯线上, 但服务业销售价格指数下降至 48.3%, 新订单指数仍在收缩。10 月服务业 PMI 保持在 50.1% 荣枯线上 (前值 50.9%), 下降 0.8pet。新订单指数下降至 46.2% (前值 47.4%)。投入价格和销售价格均下降至 50 以下至 49.7% 和 48.3% (前值为 52.1% 和 50%)。

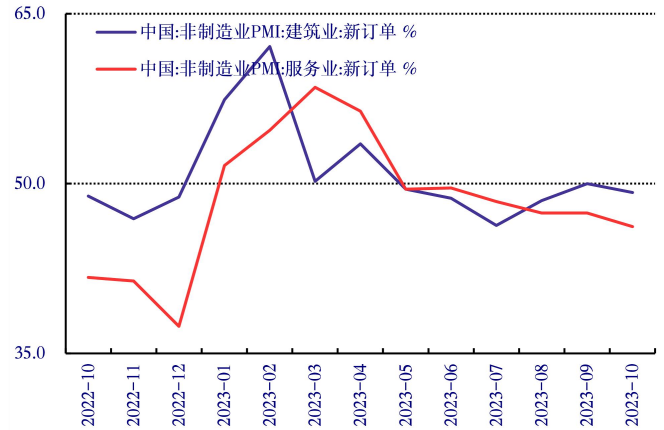
建筑业 PMI 下降但保持繁荣区间, 新订单跌下 50%。10 月建筑业 PMI 回落至 53.5% (前值 56.2%), 但新订单指数为 49.2% (前值 50%)。建筑业从业人员上升 0.1pet 至 46.4% (前值 46.3%)。

图 9. 10 月建筑业 PMI、服务业 PMI 都出现了降速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10. 10 月服务业与建筑业新订单指数都出现了收缩



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn