



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
研究助理:崔超
SAC 登记编号:S1340121120032
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《景气边际延续修复——高频数据跟踪 20231030》 - 2023. 10. 30

固收点评

景气回落略超季节性

——10月 PMI 解读 20231031

● 主要数据

10月制造业 PMI 为 49.5%，前值 50.2%；非制造业商务活动指数 50.6%，前值 51.7%；综合 PMI 为 50.7%，前值 52.0%。

● 核心观点

10月经济景气下行略超季节性，主要原因包括内需恢复偏缓、价格环比下行、出口改善偏慢。由于 PMI 是环比指标，去年同期基数走低对 PMI 的影响较小，短期可能呈现 PMI 与同比经济指标走势背离的现象。整体看，10月经济景气水平有所回落，持续恢复基础仍需巩固，预计稳增长政策仍将维持较高强度，我们延续经济四季度偏缓改善判断。

● 制造业景气回落程度超季节性

从环比走势上看，符合季节性下行规律。近五年10月制造业 PMI 均较9月下降，其中除2020年外均位于景气线下，本月回落符合季节性规律。从环比降幅上看，略大于近五年降幅均值。近五年10月制造业 PMI 环比降幅均值为-0.52 pct，今年10月-0.7 pct 的降幅大于季节性回落程度均值。

下行程度超季节性的原因：一是内需恢复偏缓，房地产改善偏弱，供需两端环比下行超季节性；二是三季度大宗商品价格涨幅较大，10月整体回落，价格由景气推动变为拖累因素；三是出口虽持续环比改善，但改善幅度放缓，且高利率对欧美需求产生持续抑制作用。

分项看，13个分项中11项景气水平环比下降；价格分项降幅较大，主要原材料购进价格、出厂价格和生产指数，分别较上月-6.8 pct、-5.8 pct 和-1.8 pct；产成品库存升高，企业阶段性主动补库延续；需求与供给端同步回落，走势弱于季节性。

分企业类型看，大中小型企业景气度均有所回落，大型企业仍处扩张区间且其库存环比上升幅度最大。

● 非制造业景气整体下行，建筑业维持高景气

非制造业商务活动指数下降，仍保持在扩张区间。服务业方面，国庆黄金周对旅游出行、消费的带动作用较为明显，相关行业保持高景气。建筑业方面，景气指数整体较高，建筑业企业对近期市场发展信心稳定向好。

● 风险提示：

政策宽松力度不及预期，货币政策超预期收紧。

目录

1 制造业景气回落程度超季节性	4
2 各类型企业景气均回落，大企业产需稳定	7
3 非制造业景气整体下行，建筑业维持高景气	8
4 风险提示	9

图表目录

图表 1: 10 月景气度整体回落	5
图表 2: 制造业 PMI 降幅略超近五年均值	5
图表 3: 主要分项景气度回落, 价格因素降幅较大	6
图表 4: 新订单指数季节性回落	6
图表 5: 新出口订单弱于季节性	6
图表 6: 生产指数环比降幅大于近年均值	7
图表 7: 进口指数小幅回落, 整体弱于季节性	7
图表 8: 大中小型企业 PMI 同步回落	8
图表 9: 价格指标降幅较大	8
图表 10: 非制造业整体回落, 仍处扩张区间	9
图表 11: 商务活动指数为近年同期偏低水平	9

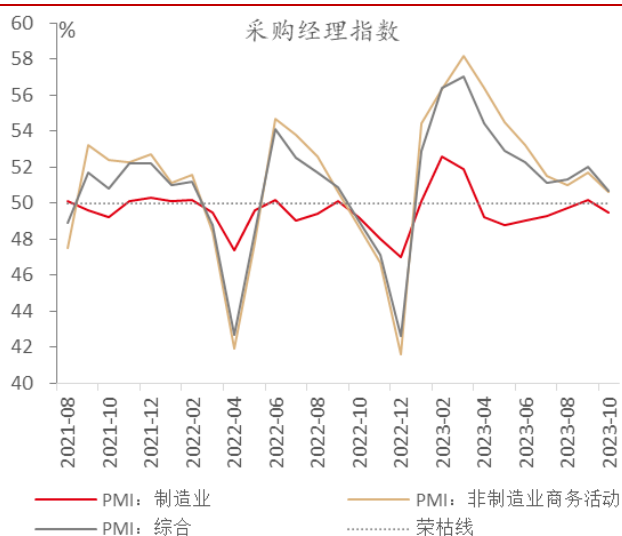
10月31日，国家统计局公布10月份中国采购经理指数（PMI）。10月制造业PMI为49.5%，前值50.2%；非制造业商务活动指数50.6%，前值51.7%；综合PMI为50.7%，前值52.0%。

1 制造业景气回落程度超季节性

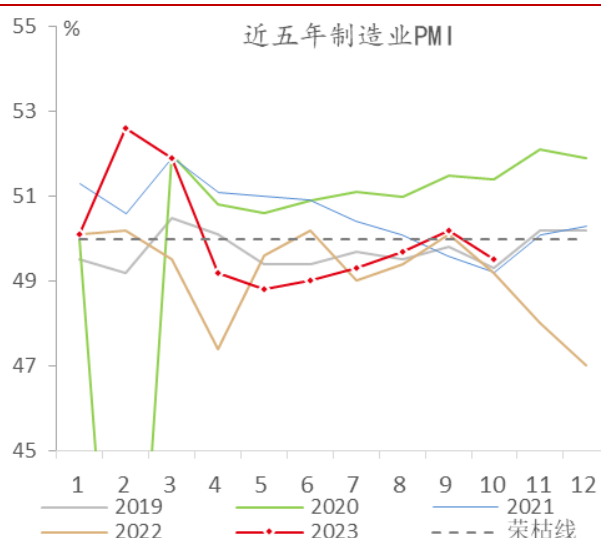
制造业PMI季节性下降，环比降幅略大于近五年平均水平。10月制造业PMI为49.5%，较上月下降0.7pct，低于预期的50.1%。从环比走势上看，符合季节性下行规律。近五年10月制造业PMI均较9月下降，其中除2020年外均位于景气线下，10月制造业PMI回落符合季节性规律。从环比降幅上看，略大于近五年降幅均值。近五年10月制造业PMI环比降幅均值为-0.52pct，今年10月-0.7pct的降幅大于季节性回落程度均值。

从历史数据上看，10月景气下行具有季节性特征，主要原因包括8至9月需求集中释放、黄金周假期期间生产放缓、气温走低北方道路施工减少等。而具体到今年10月，季节性下行程度整体略超近五年平均水平，我们分析主要原因，一是内需恢复偏缓，房地产改善偏弱，供需两端环比下行超季节性；二是三季度大宗商品价格涨幅较大，10月整体回落，价格由景气推动变为拖累因素；三是出口虽持续环比改善，但改善幅度放缓，且高利率对欧美需求产生持续抑制作用。

由于PMI是环比指标，去年同期基数走低对PMI的影响较小，短期可能呈现PMI与同比经济指标走势背离的现象。整体看，10月经济景气水平有所回落，持续恢复基础仍需巩固，预计稳增长政策仍将维持较高强度，我们延续四季度偏缓改善判断。

图表1：10月景气度整体回落


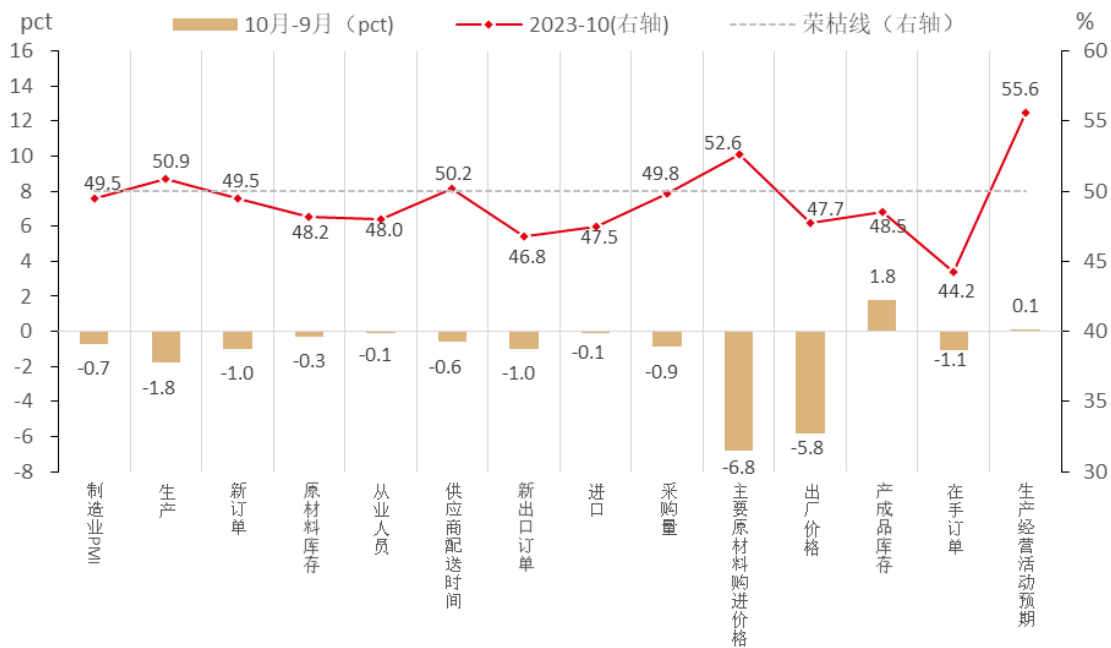
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：制造业 PMI 降幅略超近五年均值


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

分项看，价格回落是制造业 PMI 降至景气线下的主要原因。(1) 制造业 PMI 分项整体下降。13 个分项中 11 项景气水平环比下降，仅产成品库存、生产经营活动预期 2 个分项环比升高。(2) 价格分项降幅较大。环比降幅较大的分项为主要原材料购进价格、出厂价格和生产指数，分别较上月-6.8 pct、-5.8 pct 和-1.8 pct，是 10 月制造业 PMI 降至景气线下的主要推动因素。(3) 产成品库存升高，企业阶段性主动补库延续。8-9 月工业企业产成品库存连续两月升高，开启阶段性补库；10 月 PMI 产成品库存指数升高 1.8 pct，10 月库存大概率延续上行趋势。生产经营活动预期指数环比回升 0.1 pct 至 55.6%，企业对未来生产经营保持乐观，结合 10 月制造业 PMI 生产指数仍位于扩张区间，综合判断 10 月工业企业库存升高性质为主动补库。

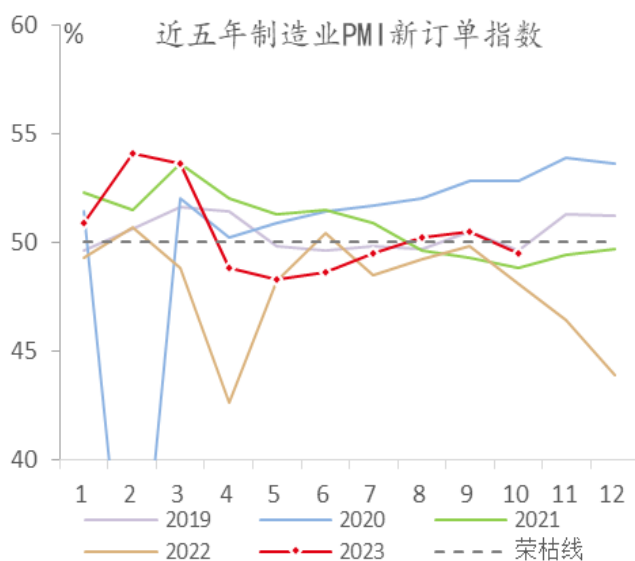
图表3：主要分项景气度回落，价格因素降幅较大



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

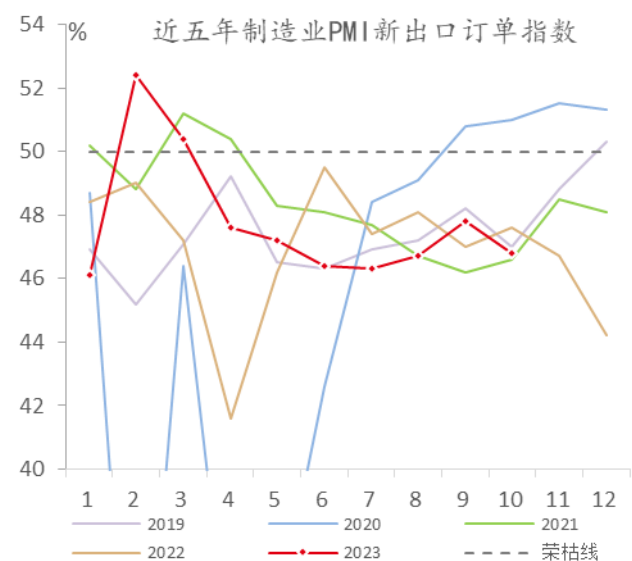
需求端，整体放缓，走势弱于季节性。10月新订单指数为49.5%，较上月下降1 pct，降至景气线下，国内需求季节性回落，近五年中仅高于2019年，与2021年持平，弱于2020和2022年。新出口订单指数为46.8%，较上月下降1 pct，近五年仅2019年10月出口订单指数环比下降，走势弱于季节性；从数值上看，近五年仅高于2021年，低于2019、2020和2022年。

图表4：新订单指数季节性回落



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

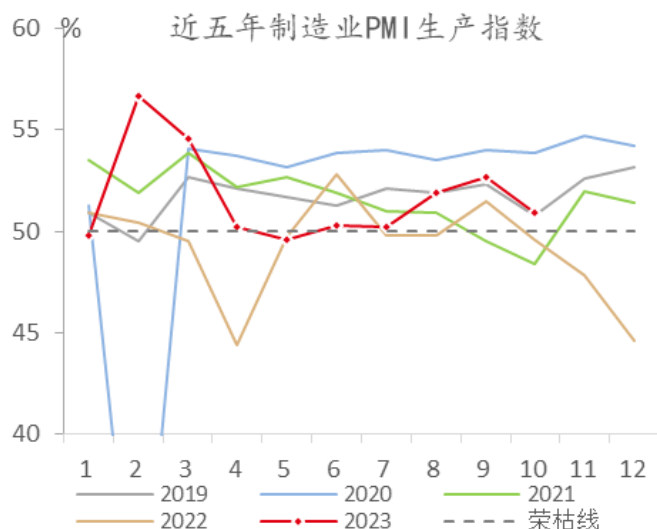
图表5：新出口订单弱于季节性



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

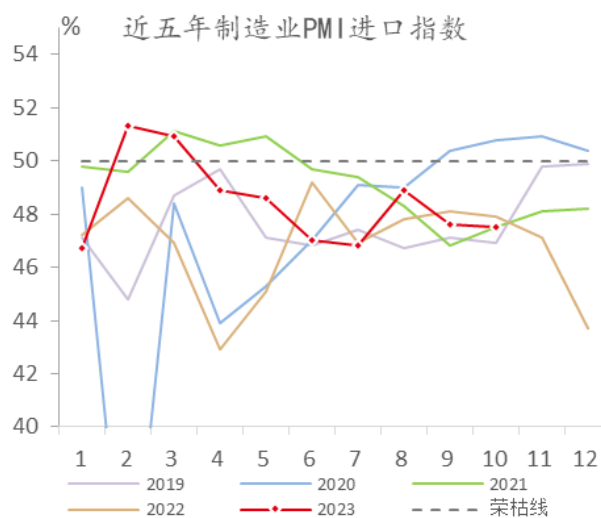
供给端，整体回落，降幅大于季节性。10月制造业PMI生产指数为50.9%，较上月下降1.8 pct，近五年10月份生产指数均环比下行，环比变动均值为-1.3 pct，本月降幅大于季节性；进口指数为47.5%，较上月下降0.1 pct，近五年同期环比+0.1 pct，进口指数降幅同样大于季节性；采购量指数为49.8%，较上月下降0.9 pct，重回景气线下；从业人员指数为48.0%，较上月下降0.1 pct，近五年同期偏弱运行。

图表6：生产指数环比降幅大于近年均值



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：进口指数小幅回落，整体弱于季节性



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

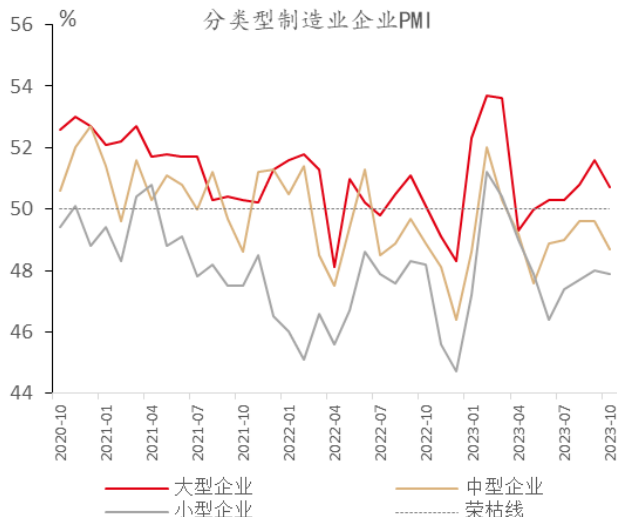
2 各类型企业景气均回落，大企业产需稳定

分企业类型看，大中小型企业景气度均有所回落，大型企业仍处扩张区间。

(1) 大企业仍处扩张区间。制造业大企业PMI录得50.7%，较上月-0.9 pct，仍处于扩张区间；中、小型企业PMI分别为48.7%和47.9%，分别较上月-0.9 pct和-0.1 pct。大企业生产指数（53.1%）和新订单指数（50.8%）均高于临界点，产需较为稳定。(2) 价格是环比回落幅度最大的分项。购进价格方面，大、中、小型企业购进价格分项PMI分别为53.7%、51.2%、52.1%，分别较上月-7.3 pct、-7.0 pct、-5.6 pct，回落后仍处于扩张区间；出厂价格方面，大、中、小型企业出厂价格分项PMI分别为47.6%、48.8%、46.5%，分别较上月-7.5 pct、-5.1 pct、-3.7 pct，回落后均跌破景气线。(3) 大型企业库存环比上升幅度最大。

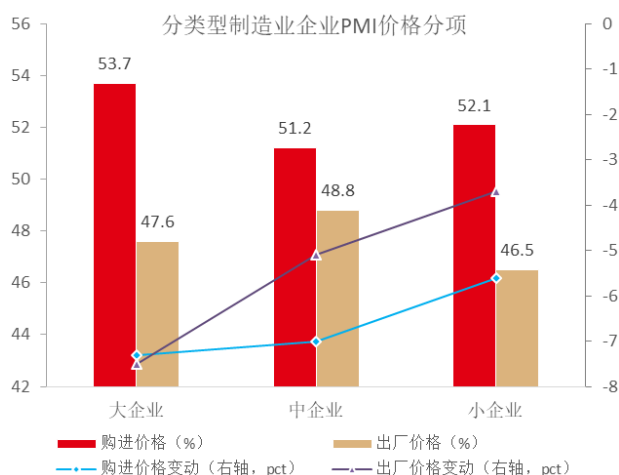
大、中、小型企业产成品库存 PMI 分别为 49.6%、48.1%、46.8%，分别较上月+2.6 pct、+1.2 pct、+0.9 pct。

图表8：大中小型企业 PMI 同步回落



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表9：价格指数降幅较大



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 非制造业景气整体下行，建筑业维持高景气

非制造业商务活动指数下降，仍保持在扩张区间。10月非制造业商务活动指数为50.6%，较上月下降1.1 pct，仍处于扩张区间，非制造业整体处于扩张。与近五年同期相比处于低位，仅高于2022年同期。服务业PMI为50.1%，较上月-0.8 pct，略高于景气线；建筑业PMI为53.5%，较上月-2.7 pct，继续保持在扩张区间。

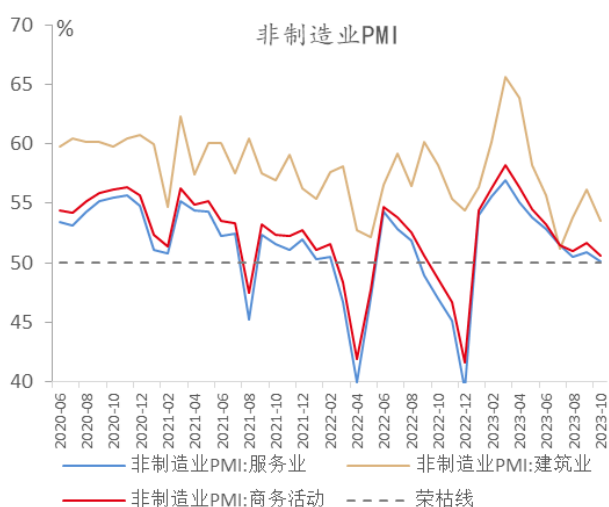
服务业方面，国庆黄金周对旅游出行、消费的带动作用较为明显。铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均位于55.0%以上较高景气区间，业务总量较快增长；但资本市场服务、房地产等行业商务活动指数低位运行。服务业市场预期指数57.5%，整体保持乐观。

建筑业方面，景气指数整体较高。土木工程指数为57.2%，连续三个月位于57.0%以上较高运行水平，基建施工保持较快增速。建筑业业务活动预期指数为61.4%，今年均位于高位景气区间，建筑业企业对近期市场发展信心稳定向好。

10月24日全国人大批准国务院增发一万亿国债方案，主要用于灾后治理、防灾减灾等基建项目，对明年建筑企业业务形成支撑。

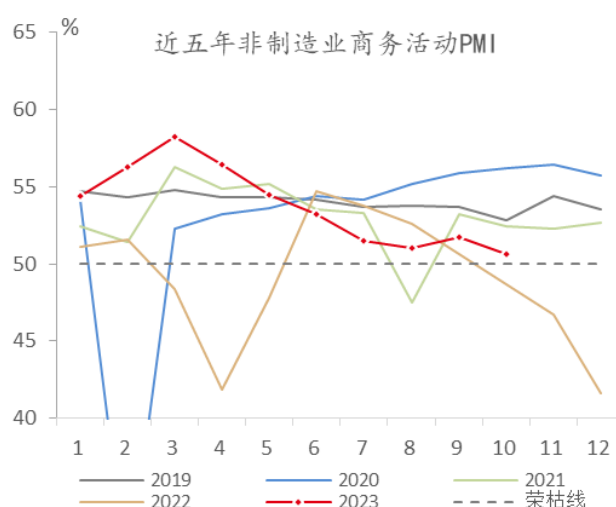
10月经济景气下行略超季节性，主要原因包括内需恢复偏缓、价格环比下行、出口改善偏慢。由于PMI是环比指标，去年同期基数走低对PMI的影响较小，短期可能呈现PMI与同比经济指标走势背离的现象。整体看，10月经济景气水平有所回落，持续恢复基础仍需巩固，预计稳增长政策仍将维持较高强度，我们延续经济四季度偏缓改善判断。

图表10：非制造业整体回落，仍处扩张区间



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：商务活动指数为近年同期偏低水平



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

4 风险提示

政策宽松力度不及预期，货币政策超预期收紧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048