

# 宏观

证券研究报告

2023 年 11 月 01 日

## PMI 回落是季节性吗?

10 月制造业 PMI 下滑 0.7 个百分点至 49.5%，结束了 6 月以来上行趋势。10 月 PMI 回落主要是受季节性因素的影响，国内基本面复苏的方向并没有发生变化。

**风险提示：**经济复苏不及预期，出口不及预期，美国补库低于预期

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**孙永乐** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010001  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

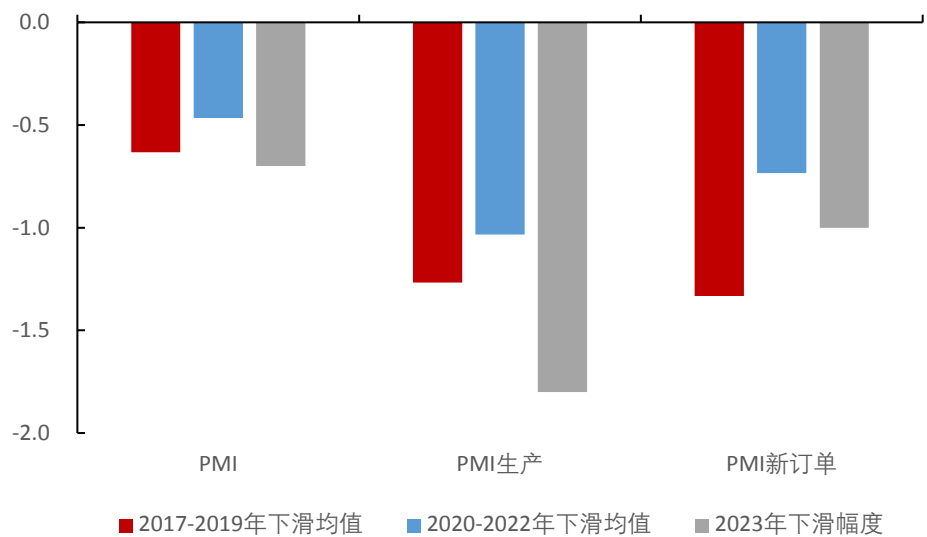
- 《宏观报告：美债利率拆解-后续美债怎么看》 2023-10-31
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 11 月第 1 周》 2023-10-30
- 《宏观报告：宏观报告-如何理解增发国债?》 2023-10-25

10月制造业 PMI 下滑 0.7 个百分点至 49.5%，结束了 6 月以来上行趋势。

**10 月 PMI 回落主要是受季节性因素的影响**，国内基本面复苏的方向并没有发生变化。受 10 月工作日偏少、企业提前备货带来透支效应等因素影响，10 月历来是产需小月，2017-2022 年 10 月 PMI 相比 9 月平均下滑 0.5 个百分点。其中，生产指标平均下滑 1.2 个百分点，新订单指标平均下滑 1 个百分点。

2023 年 PMI 指数、生产指数、新订单指数分别下滑 0.7 个、1.8 个、1 个百分点，除生产指标外，其他指标降幅基本符合季节性规律。**考虑到今年中秋十一假期较长，受假期影响更明显的生产指数出现更大幅度的回落也可以理解。**

图 1：10 月 PMI 回落主要原因是季节性（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

**具体来看，10 月经济产需的压力主要来自上游，中下游生产表现不弱。**

10 月装备制造业、消费品制造业生产指数分别为 53%和 52.4%<sup>1</sup>，其中农副食品加工、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数高于 55.0%<sup>2</sup>，均强于 50.9%的生产指数。

中下游行业生产强的背后是维持韧性的需求，10 月装备制造业新订单指数上行 0.7 个百分点至 52.2%，其中铁路船舶航空航天运输设备、电气机械器材等细分行业市场需求均有上升。消费品制造业新订单指数也依旧维持在 51.8%的相对高位<sup>3</sup>。

**这也与 10 月高频数据相对应。**比如 10 月 1-22 日乘联会口径下乘用车市场零售 121.3 万辆，同比去年同期增长 19%<sup>4</sup>，乘联会预计 10 月受益于节假日汽车购置补贴等，10 月汽车零售有望同比增长 9.5%<sup>5</sup>。这也带动 10 月汽车半钢胎开工率持续回升，10 月末汽车半钢胎开工率相比于 9 月末提高了 0.9 个百分点。

图 2：半钢胎开工率维持高位（单位：%）

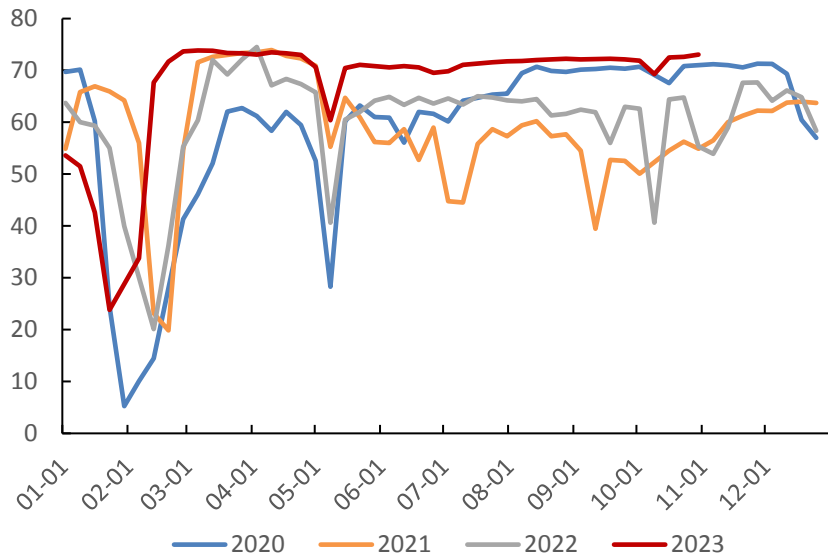
<sup>1</sup> 市场需求季节性波动，企业后市预期乐观 ——2023 年 10 月份制造业 PMI 分析\_联合会快讯\_中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

<sup>2</sup> 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 10 月中国采购经理指数 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

<sup>3</sup> 市场需求季节性波动，企业后市预期乐观 ——2023 年 10 月份制造业 PMI 分析\_学术研究\_中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

<sup>4</sup> 乘用车市场信息联席会 (cpcaauto.com)

<sup>5</sup> 乘用车市场信息联席会 (cpcaauto.com)



资料来源: wind, 天风证券研究所

相比于中下游（消费品制造业、装备制造业等），上游行业面临的产需压力更大。

生产端，10月石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业均低于临界点<sup>6</sup>，明显低于50.9%的生产指数。

需求端，高耗能行业新订单指数降至46.4%，比上月下降2.8个百分点，同时调查结果显示，纺织、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业中反映市场需求不足的企业占比均超过六成<sup>7</sup>。

这也与10月PTA开工率、高炉产能利用率等高频指标震荡回落相对应。

**上游特别是黑色金属冶炼及压延加工业等行业产需偏弱或主要与建筑业有关。**10月建筑业商务活动指数下滑2.7个百分点至53.5%，其中土木工程建筑业商务活动指数为57.2%，连续三个月位于57.0%以上较高运行水平<sup>8</sup>，而房地产业商务活动指数处于50%临界点以下<sup>9</sup>。结合高频数据来看，建筑业回落或主要受到房地产业的拖累。

受地产疲弱影响，9、10月份房屋建筑业新订单指数均低于50%<sup>10</sup>。10月百年建筑网数据显示，房建和民用水泥周度出库量均明显低于2022年同期水平。

图3：PTA开工率回落（单位：%）

<sup>6</sup> 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 10 月中国采购经理指数 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

<sup>7</sup> 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 10 月中国采购经理指数 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

<sup>8</sup> 国家统计局服务业调查中心高级统计师赵庆河解读 2023 年 10 月中国采购经理指数 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

<sup>9</sup> 2023 年 10 月中国采购经理指数运行情况 - 国家统计局 (stats.gov.cn)

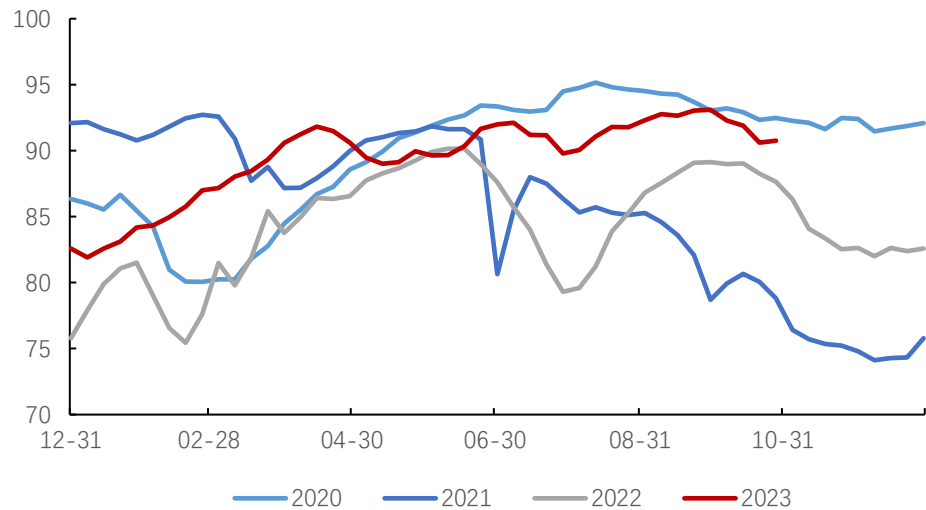
<sup>10</sup> 2023 年 10 月份中国非制造业商务活动指数为 50.6% 学术研究\_中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

2023 年 9 月份中国非制造业商务活动指数为 51.7% 学术研究\_中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)



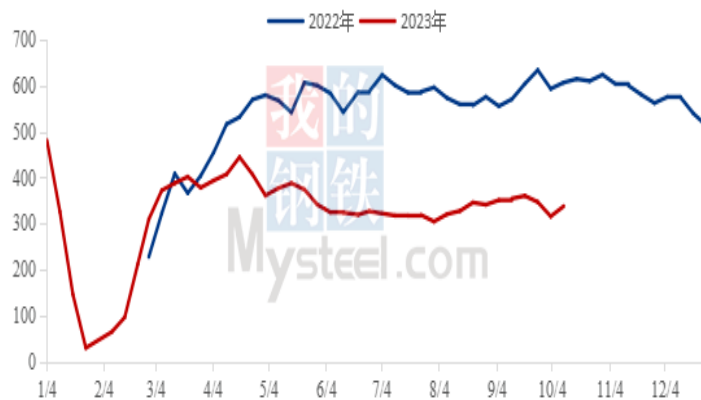
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：高炉产能利用率下滑（单位：%）



资料来源：wind，钢联数据，天风证券研究所

图 5：全国房建和民用水泥周度出库量（单位：万吨）



资料来源：百年建筑网公众号，钢联数据，天风证券研究所

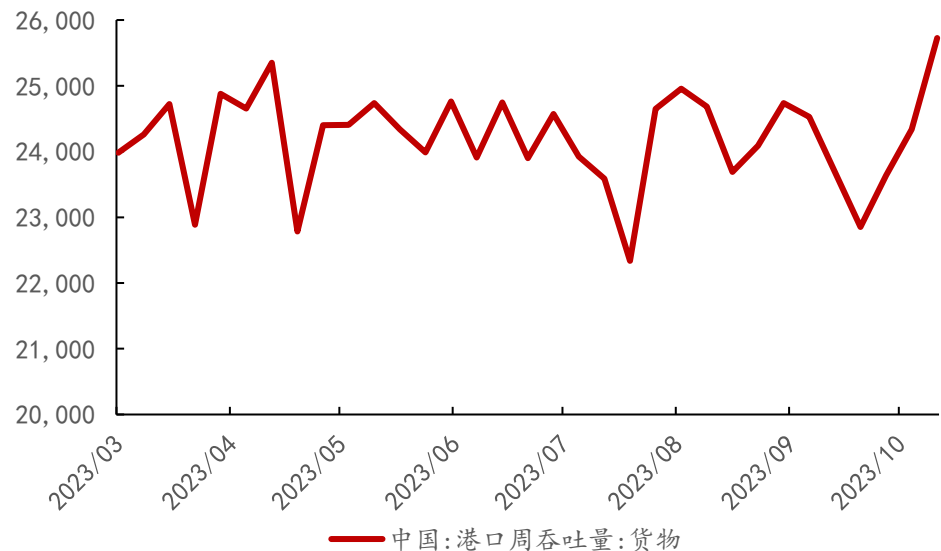
在内需行业分化，国内中下游需求不弱时，10月出口新订单所体现的外需明显回落。10月出口新订单指数回落1个百分点至46.8%，其中大型、中型和小型企业的新出口订单指

数分别为 47.9%、44.3%和 47.8%<sup>11</sup>；同时消费品制造业、装备制造业等几大行业的出口新订单指数也均在 50%以下<sup>12</sup>。

**但 10 月出口相关高频数据的表现会强于 PMI 出口新订单指数。**10 月中国港口货物周吞吐量持续回升，最后一周已经超过过去数月水平；SCFI 综合指数也已经止住跌势。同时，受益于美国补库存，10 月越南出口同比增长 6.7%，已经连续两个月转正；韩国 10 月出口同比增长 5.1%，前值-4.4%。

考虑到受统计口径不一致等因素的影响，PMI 出口新订单指数与出口增速之间经常出现背离，我们认为后续受益于美国补库存带来的外需好转，中国出口有望持续改善。

图 6：中国港口货物周吞吐量（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

总的来说，10 月 PMI 数据回落主要是受到季节性因素的拖累，并不改变中国经济正在复苏的大方向。受益于居民消费能力上台阶的消费品制造业、受益于政策持续发力的土木工程建筑业在 10 月 PMI 中表现并不弱。

后续伴随着万亿国债的落地、美国补库存带来的外需环境好转，我们认为开始于第三季度的经济复苏有望延续至明年。

<sup>11</sup> 2023 年 10 月份制造业 PMI 为 49.5% 学术研究 中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

<sup>12</sup> 市场需求季节性波动，企业后市预期乐观 ——2023 年 10 月份制造业 PMI 分析 学术研究 中国物流与采购网 (chinawuliu.com.cn)

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com