

经济增长动能仍偏弱，复苏基础有待夯实

——10月PMI数据点评



甬兴证券
YONGXING SECURITIES

■ 核心观点

季节性波动下制造业需求放缓，但市场预期乐观，后市或加速改善。10月受双节休假和节前部分需求提前释放等因素影响，制造业PMI景气水平有所回落。从供需两端来看，供给端生产指数和需求端新订单指数比前值回落1.8和1.0个百分点。而从重点行业看，装备制造制造业和消费品行业新订单指数继续保持在扩张区间。此外，企业预期依旧乐观。

出口订单下滑，外需增速放缓。10月新出口订单指数录得46.80%，进口指数录得47.50%，分别降1.0pct和0.1pct。国际货运数据也显示当月外需放缓，BDI航运指数10月先升后降下行至11.70%。综合来看，我们认为在美联储或延续高利率政策背景下，外需景气度回升仍需时日，从而拖累制造业PMI。

需求波动叠加大宗商品价格下行，影响价格指数。在新增万亿国债等利好政策带动下，经济动能指标近五个月保持在正区间。受制造业市场需求季节性波动影响，近期企业采购活动有所放缓，且近期部分大宗商品价格下行，受量价双重影响，价格指数高位下行。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别环比上月下降6.8和5.8个百分点。

企业未来预期向好。从企业规模看，大型企业持续扩张。10月，大型企业PMI为50.7%，持续位于扩张区间。中型企业PMI低于前值0.9个百分点，而小型企业较前值降0.1个百分点。综合来看，在制造业需求季节性波动背景下，中小企业生产活动有所放缓。但大型、中型和小型企业的生产经营活动预期指数都高于50%，显示企业未来预期向好，四季度生产活动有望改善。

非制造业PMI扩张放缓。官方非制造业PMI低于前值1.1pct。其中，服务业PMI为50.1%，比前值下降0.8个百分点。在“十一”节日效应拉动下，相关行业景气度较高。10月非制造业回调的主要影响因素在于批发业和金融业增速放缓。基础投资稳定发力，带动建筑业活动较快增长。

■ 投资建议

经济增长动能仍偏弱，复苏基础有待夯实。根据国家统计局发布的中国10月官方制造业PMI重新回落至枯荣线下方，一方面受季节性扰动，制造业供需两端有所下滑；另一方面出口订单下滑，外需增速放缓，上游原材料购进价格指数有所回落，受批发和金融业拖累，非制造业PMI扩张放缓，大型企业持续扩张，随着中央金融工作会议的召开，未来五年我国金融工作重点：加强党对金融工作的集中统一领导；加快建设金融强国，推进金融高质量发展；深化金融供给侧结构性改革，发挥资本市场枢纽功能；统筹金融开放和安全；全面加强金融监管，有效防范化解四大领域金融风险。长期来看，权益资产配置性价比提升，关注特殊再融资债发行对于弱资质区域城投平台债务风险缓解，短久期标的值得关注。

■ 风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；海外经济增速不及预期；国内通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超预期。

日期：2023年11月13日

分析师：郑嘉伟

E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com

SAC编号：S1760523080003

相关报告：

《中央金融工作会议释放多重信号》

——2023年11月02日

《国债增加1万亿，对市场影响几何？》

——2023年10月27日

《消费拉动经济增长动力不断增强》

——2023年10月27日

正文目录

1. 季节性因素扰动，制造业景气度回落	3
2. 出口订单下滑，外需增速放缓	4
3. 价格指数下行	5
4. 企业未来预期向好，四季度生产活动有望改善	6
5. 非制造业延续扩张，但走势分化	7
6. 投资建议	8
7. 风险提示	8

图目录

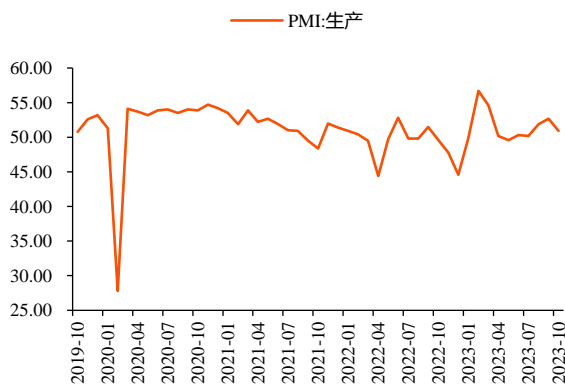
图 1: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 2: 制造业供给端 PMI (%)	3
图 3: 历年制造业 PMI 指数 (%)	4
图 4: 贷款需求二季度保持增长 (%)	4
图 5: PMI 新出口订单指数 (%)	4
图 6: PMI 进口指数 (%)	4
图 7: 整体需求景气程度 (%)	5
图 8: 波罗的海干散货指数 (%)	5
图 9: 原材料与产成品库存 (%)	6
图 10: 经济动能指标 (%)	6
图 11: 原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)	6
图 12: 大中小型企业景气度 (%)	7
图 13: 建筑业和服务业高景气边际回落 (%)	8

事件：2023年10月31日，国家统计局发布了中国10月官方制造业PMI为49.5%，较前值下降0.7个百分点，回落至枯荣线下方；非制造业商务活动指数为50.6%，比前值回升1.1个百分点，扩张力度略有放缓；综合PMI产出指数为50.7%，比前值下降1.3个百分点。

1. 季节性因素扰动，制造业景气度回落

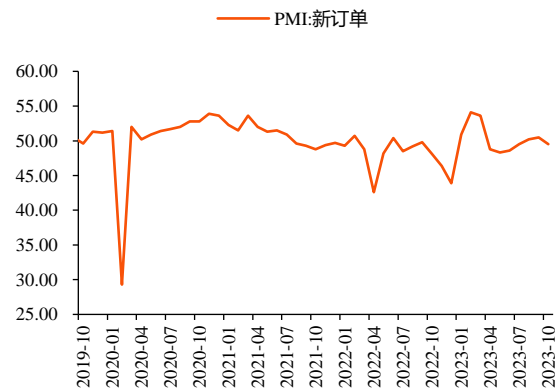
季节性波动下制造业需求放缓，但市场预期乐观，后市或加速改善。10月受双节休假和节前部分需求提前释放等因素影响，制造业PMI景气水平有所回落，降0.7个百分点至49.5%，在经历了连续四个月上升走势后出现调整。从往年数据来看，当前制造业PMI多受季节性因素影响，近五年10月制造业PMI较同年9月数值均有下滑。从供需两端来看，供给端生产指数和需求端新订单指数分别降至50.9%和49.5%，比前值回落1.8和1.0个百分点。而从重点行业看，装备制造业和消费品行业新订单指数分别为52.2%和51.8%，继续保持在扩张区间。此外，企业预期依旧乐观，10月生产经营活动预期指数为55.6%，较前值上升0.1个百分点，连续4个月运行在55%以上。一方面，随着冬季到来，或消散目前季节性因素影响，带动消费品制造业、石油行业以及整体市场需求改善。另一方面，前期稳增长政策有望持续发力，叠加万亿国债增发等政策落地，促进经济内生动力将稳步释放，带动四季度宏观经济回稳向好。

图1:制造业供给端PMI (%)



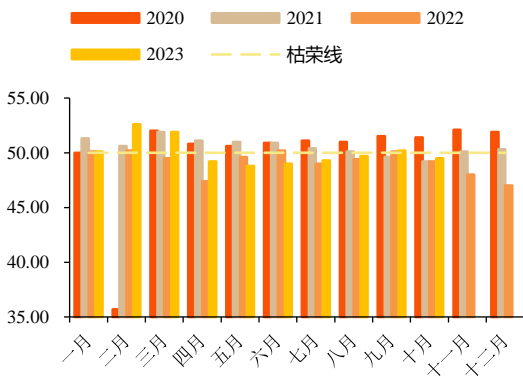
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:制造业供给端PMI (%)



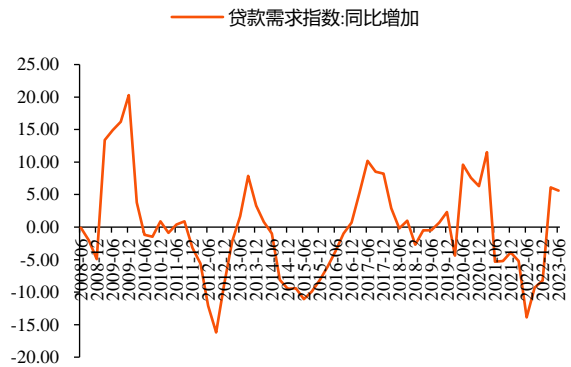
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:历年制造业 PMI 指数 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:贷款需求二季度保持增长 (%)

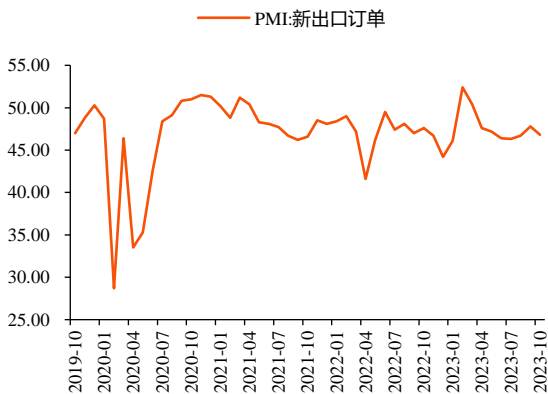


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 出口订单下滑，外需增速放缓

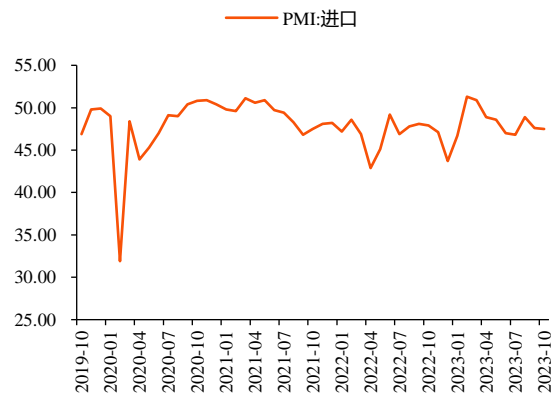
10月新出口订单指数录得46.80%，进口指数录得47.50%，分别降1.0pct和0.1pct。国际货运数据也显示当月外需放缓，BDI航运指数10月（截至10月30日）先升后降下行至11.70%。虽然从10月海外PMI数据来看，美国制造业PMI指数边际回升至50.00%（前值49.80%）；同时也要注意，欧元区10月制造业PMI为43.10%（前值43.40%），景气程度依旧不容乐观。综合来看，我们认为在美联储或延续高利率政策背景下，外需景气度回升仍需时日，从而拖累制造业PMI。

图5:PMI新出口订单指数 (%)



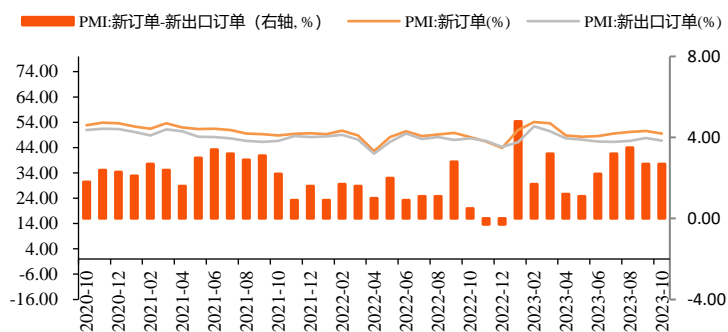
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:PMI进口指数 (%)



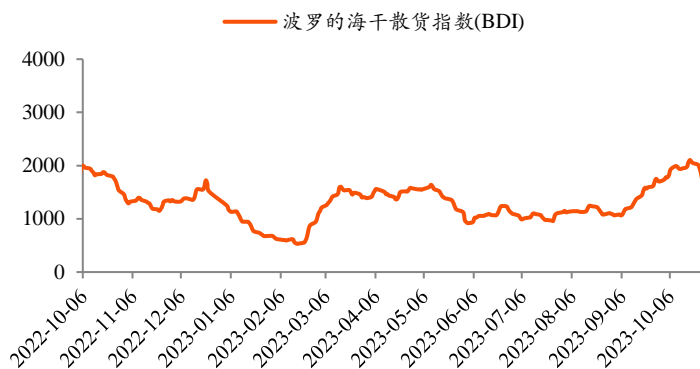
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:整体需求景气程度 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:波罗的海干散货指数 (%)

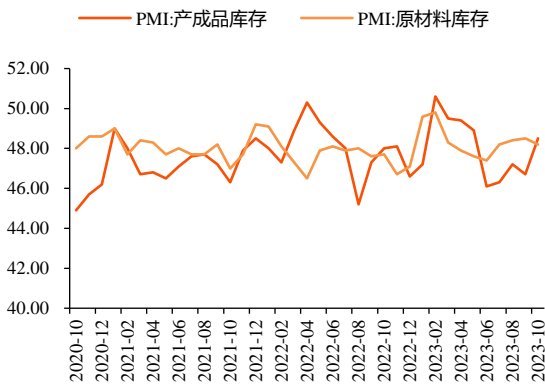


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 价格指数下行

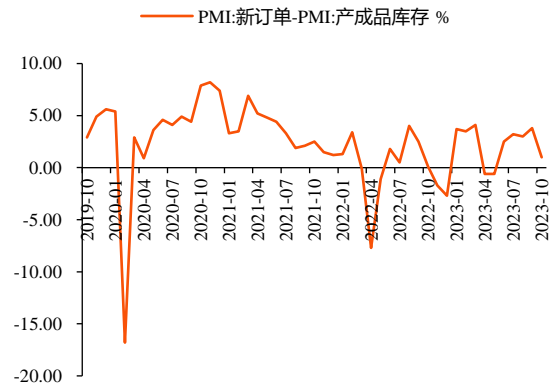
需求波动叠加大宗商品价格下行，影响价格指数。在新增万亿国债等利好政策带动下，经济动能指标（新订单指数-产成品库存指数）10月为1.00%，近五个月保持在正区间。受制造业市场需求季节性波动影响，近期企业采购活动有所放缓，采购PMI指数回落至枯荣线下方，10月录得49.80%，较前值下降0.9个百分点。此外企业进口指数下行0.1个百分点至47.50%。且近期部分大宗商品价格下行，受量价双重影响，价格指数高位下行。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为52.6%和47.7%，环比上月下降6.8和5.8个百分点。从行业看，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数下降幅度较大，相关行业原材料采购和产品销售价格水平波动明显。

图9:原材料与产成品库存 (%)



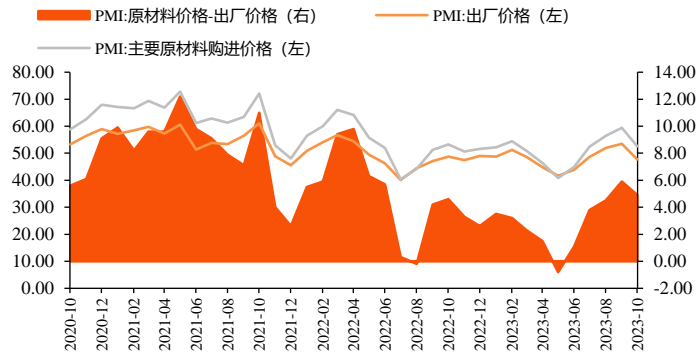
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:经济动能指标 (%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:原材料价格、出厂价格和价差变动幅度 (%)

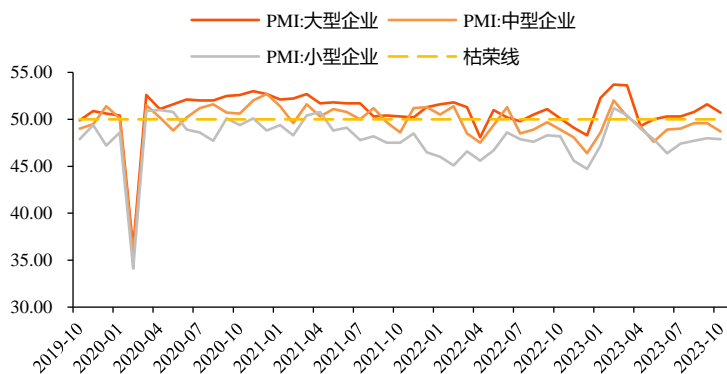


资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 企业未来预期向好, 四季度生产活动有望改善

从企业规模看, 大型企业持续扩张。10月, 大型企业 PMI 为 50.7%, 持续位于扩张区间, 特别是其生产指数和新订单指数均高于临界点, 企业产需较为稳定。中型企业 PMI 为 48.70%, 低于前值 0.9 个百分点, 而小型企业 PMI 为 47.90%, 较前值降 0.1 个百分点。综合来看, 在制造业需求季节性波动背景下, 中小企业生产活动有所放缓。但大型、中型和小型企业的生产经营活动预期指数都高于 50%, 分别为 56.7%、55.4%和 53.7%, 显示企业未来预期向好, 四季度生产活动有望改善。行业层面, 装备制造业和消费品制造业生产保持增长势头, 其中, 装备制造业生产指数为 53%, 较前值下降 0.7 个百分点; 消费品制造业生产指数为 52.4%, 较前值下降 1.0 个百分点。

图12:大中小型企业景气度 (%)



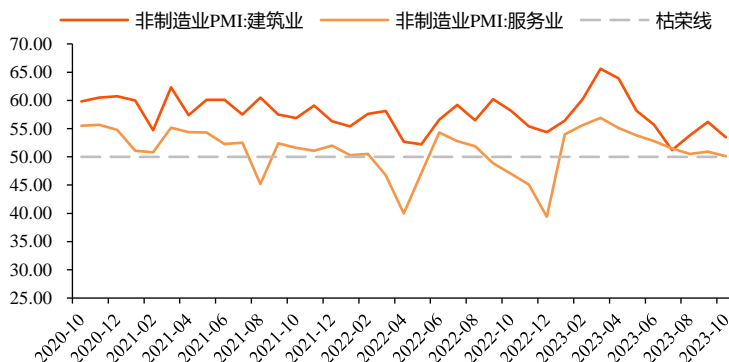
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

5. 非制造业延续扩张, 但走势分化

非制造业 PMI 扩张放缓。官方非制造业 PMI 录得 50.60%，低于前值 1.1pct。其中，服务业 PMI 为 50.1%，比前值下降 0.8 个百分点。在“十一”节日效应拉动下，相关行业景气度较高。其中，与居民旅游出行和消费相关的铁路运输、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% 以上较高景气区间，业务总量较快增长。10 月非制造业回调的主要影响因素在于批发业和金融业增速放缓，其中，受批发业多于季末、节前备货影响，相关需求前置释放，10 月批发业 PMI 指数降至 50% 以下；金融业在季末相关活动集中释放后同样出现回调。二者的季节性回调综合拖累非制造业增长。

基础投资稳定发力，带动建筑业活动较快增长。10 月建筑业 PMI 为 53.5%，较前值降 2.7 个百分点，连续 3 个月在 53% 以上，显示建筑业保持适度较快增长。与基础建设相关的土木工程建筑业商务活动指数连续 3 个月稳定在 57% 以上，新订单指数环比升幅超过 2 个百分点，升至 50% 以上，显示基础建设投资稳定发力，相关活动保持活跃。从市场预期来看，业务活动预期指数为 61.4%，延续高景气。我们认为在促增长政策持续推进背景下，建筑企业对近期市场发展信心有所增强。

图13:建筑业和服务业高景气边际回落(%)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

6. 投资建议

经济增长动能仍偏弱，复苏基础有待夯实。根据国家统计局发布的中国 10 月官方制造业 PMI 重新回落至枯荣线下方，一方面受季节性扰动，制造业供需两端有所下滑；另一方面出口订单下滑，外需增速放缓，上游原材料购进价格指数有所回落，受批发和金融业拖累，非制造业 PMI 扩张放缓，大型企业持续扩张，随着中央金融工作会议的召开，未来五年我国金融工作重点：加强党对金融工作的集中统一领导；加快建设金融强国，推进金融高质量发展；深化金融供给侧结构性改革，发挥资本市场枢纽功能；统筹金融开放和安全；全面加强金融监管，有效防范化解四大领域金融风险。长期来看，权益资产配置性价比提升，关注特殊再融资债发行对于弱资质区域城投平台债务风险缓解，短久期标的值得关注。

7. 风险提示

地缘政治风险：俄乌地缘政治冲突加剧，不确定性增加；

美联储加息步伐超预期：美联储加息步伐会有随市场变化进行调整超出预期的可能；

海外经济增速不及预期：海外经济数据暂不完整，存在经济增速不及预期可能；

国内通胀超市场预期：国内经济数据暂不完整，存在通胀超预期可能；

上市公司业绩不及预期：上市公司业绩披露暂不完整，存在业绩不及预期可能；

市场波动超市场预期：市场波动存超预期可能。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20% 以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5% 以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司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。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、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，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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。