

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执业编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

- 10月外贸数据点评：外需不振，出口再次回落
- 宏观经济周报：经济低位运行，美债利好释放
- 宏观经济周报：国内股债反弹进入后期

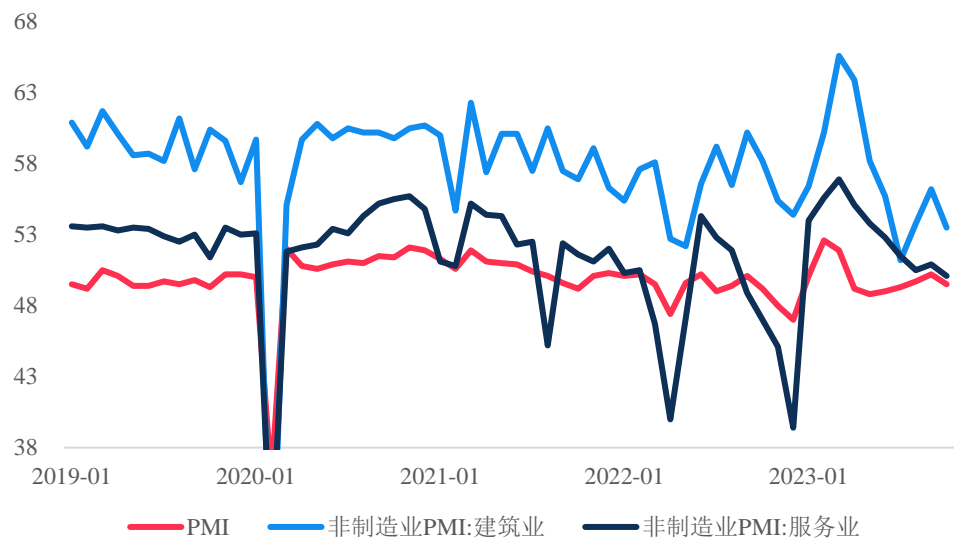
- 10月PMI大部分指标较9月出现回落的情况，直接含义是经济在10月环比走弱，但本质不是10月经济偏弱，而是9月经济偏强。通过观察PMI的走势，可以看到，若非9月反弹，制造业和服务业PMI会呈现低位平稳的态势，因此，若没有进一步的政策刺激，经济可能仍将保持平稳运行，但需提防年底潜在风险。
- PMI反弹后回落。**10月PMI在9月反弹后回落，制造业、建筑业和服务业PMI分别为49.5%、53.5%和50.1%，较前值分别下降0.7、2.7和0.8个百分点。10月PMI回落的原因可能是9月政策效果释放后经济的自发调整，若将9月和10月的数据平均，则制造业、建筑业PMI分别为49.9%、54.9%，较8月分别上升0.1和1.1个百分点，服务业PMI为50.5%，与8月持平。
- PMI分项指标大都走弱。**一是生产走弱，制造业PMI分项10月较9月均出现下滑，其中生产PMI较前值分别下降1.8个百分点，回落幅度最大。订单下滑，10月新订单PMI、新出口订单PMI和倒算的国内订单PMI分别为49.5%、46.8%和50.2%，较前值均下降1.0个百分点。二是价格走弱，企业累库。10月主要原材料购进价格和出厂价格分别录得52.6%和47.7%，较前值分别下降6.8和5.8个百分点。产成品库存录得48.5%，较前值回升1.8个百分点。三是景气度走弱，10月大型、中型、小型企业PMI分别录得50.7%、48.7%、47.9%，较前值分别下降0.9、0.9和0.1个百分点。
- 后市展望。**往后看，影响市场走势有两大因素：一是国内经济修复的预期差，今年年初社会融资规模偏低，根据社融领先经济表现的经验规律，年底经济的动能可能会进一步超预期放缓，市场调整可能更加剧烈。二是美债收益率的预期差。海外市场的变动是当前市场关注的焦点，特别是美债收益率的变动，根据经验规律，一般美债收益率的高点在最后一次加息的前后，因此美债收益率的不确定性较强，如果美债收益率超预期变动，对国内股债也会形成扰动。
- 风险提示。**政策不及预期，海外扰动超预期。

1 PMI 反弹后回落

10月PMI在9月反弹后回落，制造业、建筑业和服务业PMI分别为49.5%、53.5%和50.1%，较前值分别下降0.7、2.7和0.8个百分点。

10月PMI回落的原因可能是9月政策效果释放后经济的自发调整，若将9月和10月的数据平均，则制造业、建筑业PMI分别为49.9%、54.9%，较8月分别上升0.1和1.1个百分点，服务业PMI为50.5%，与8月持平。

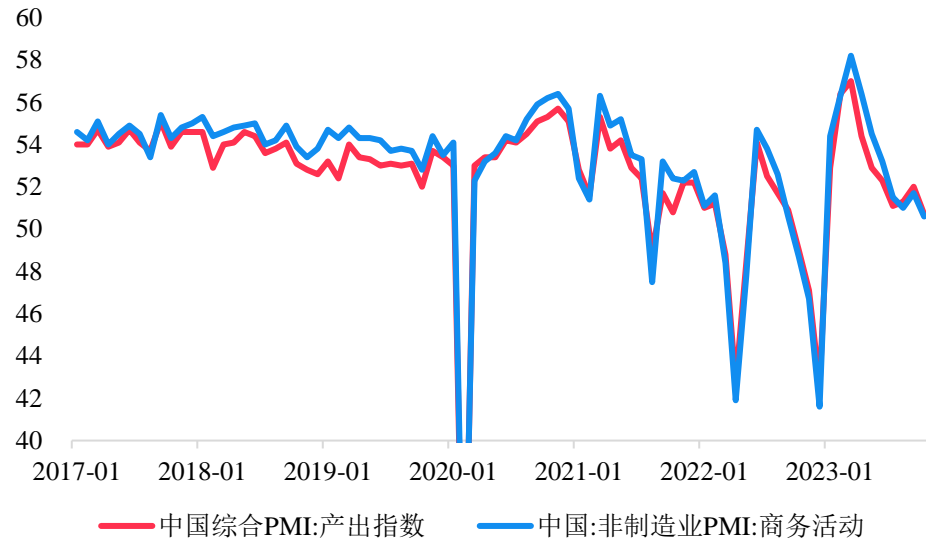
图1：PMI 下行 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

由于10月制造业和非制造业PMI均回落，因此综合PMI和商务活动PMI随之走弱，两者10月分别录得50.7%和50.6%，较前值分别下降1.3和1.1个百分点。

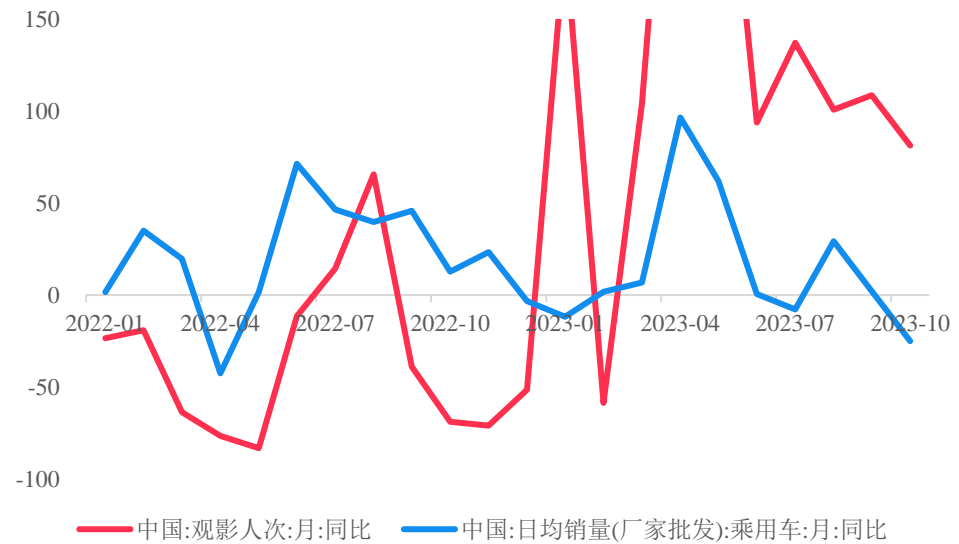
图 2：综合 PMI 下行 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

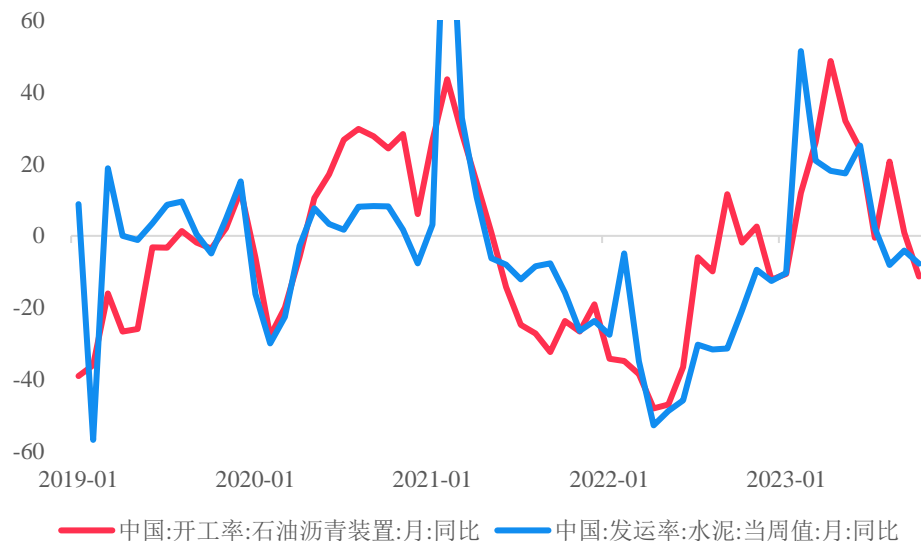
高频数据显示 10 月经济偏弱，以电影观影人次和乘用车批发表征的消费同比增速 10 月下滑，以水泥发运率和石油沥青装置开工率表征的基建同比增速 10 月同样出现下滑。

图 3：10 月乘用车和观影数据同比走弱 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 4：水泥发运率和石油沥青装置开工率（%）



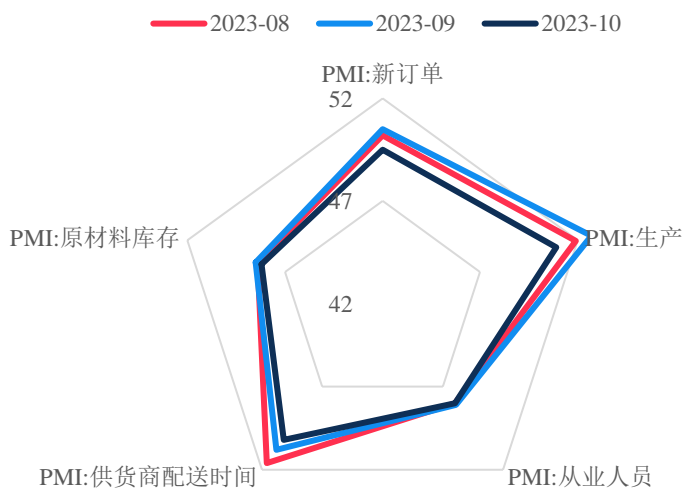
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

2 PMI 分项指标普遍走弱

进一步观察 10 月 PMI 的结构，分项指标大都走弱。

经济修复出现波折，制造业 PMI 分项 10 月较 9 月普遍下滑，生产、供货商配送时间、新订单、原材料库存、从业人员等 PMI 分项 10 月分别录得 50.9%、50.2%、49.5%、48.2%和 48.0%，较前值分别下降 1.8、0.6、1.0、0.3 和 0.1 个百分点。

图 5：PMI 走弱（%）



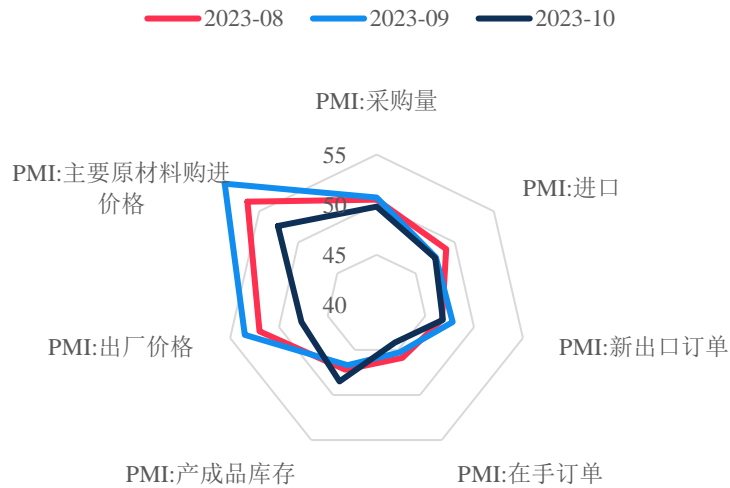
资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

价格分项走弱，企业累库。10 月主要原材料购进价格和出厂价格分别录得 52.6%和 48.2%，较前值分别下降 1.8 和 0.3 个百分点。10 月主要原材料购进价格和出厂价格分别录得 52.6%和 48.2%，较前值分别下降 1.8 和 0.3 个百分点。

请务必仔细阅读本报告最后部分的重要法律声明

47.7%，较前值分别下降 6.8 和 5.8 个百分点。产成品库存录得 48.5%，较前值回升 1.8 个百分点。

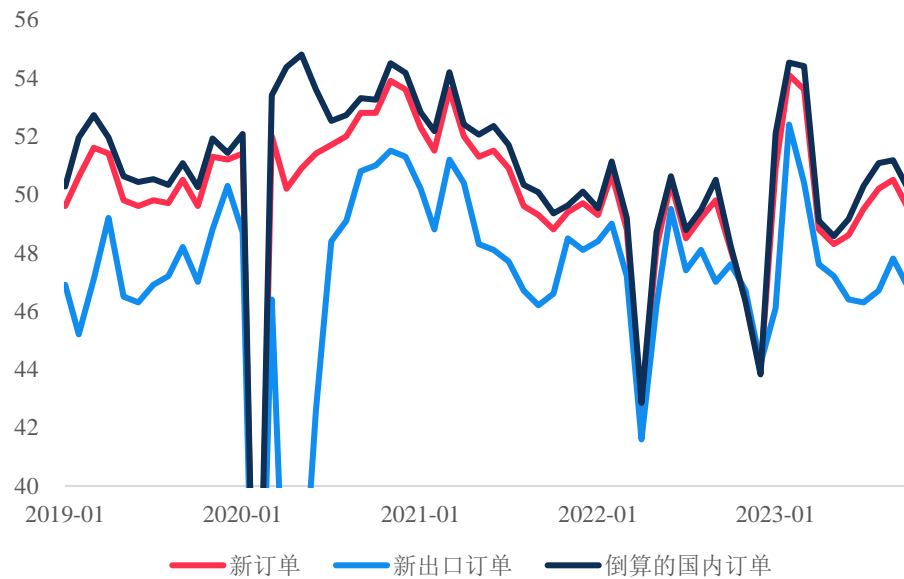
图 6：价格走弱、库存走强（%）



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

订单下滑。10 月新订单 PMI、新出口订单 PMI 和倒算的国内订单 PMI 分别为 49.5%、46.8%和 50.2%，较前值均下降 1.0 个百分点。

图 7：内外需均走弱（%）

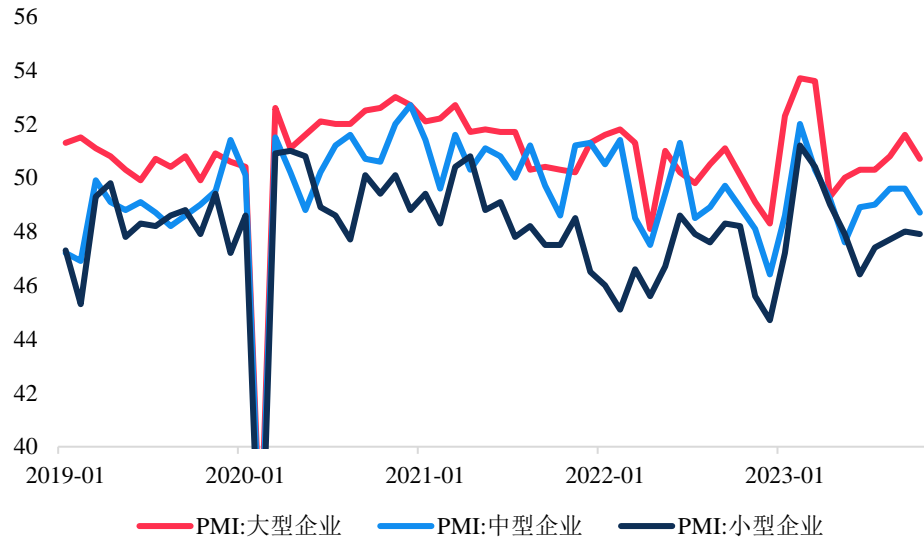


资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

企业景气度下滑。10 月大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 50.7%、48.7%、47.9%，

较前值分别下降 0.9、0.9 和 0.1 个百分点。

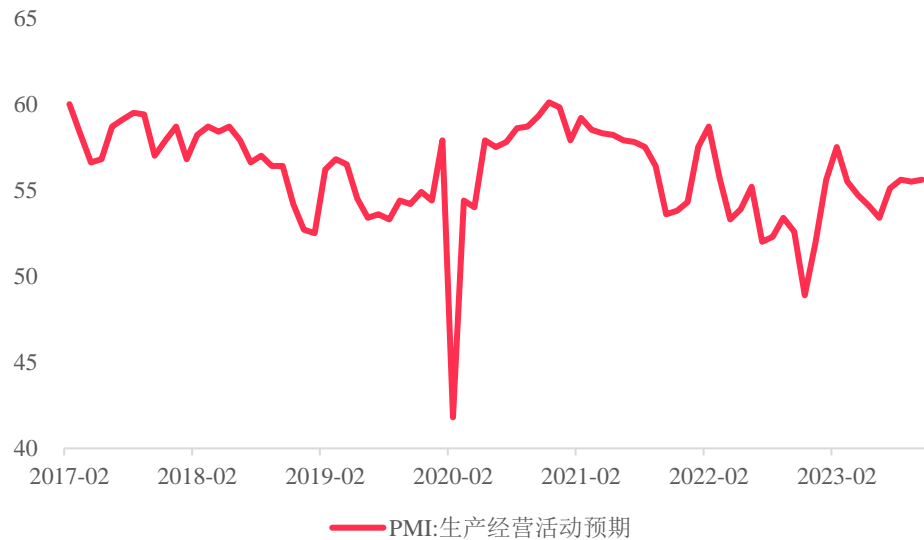
图 8：企业景气度下行 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

生产经营活动预期微升。10 月生产经营活动预期 PMI 录得 55.6%，较前值小幅反弹 0.1 个百分点，相较其他指标而言表现相对稳定。

图 9：生产经营活动预期趋势稳定 (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

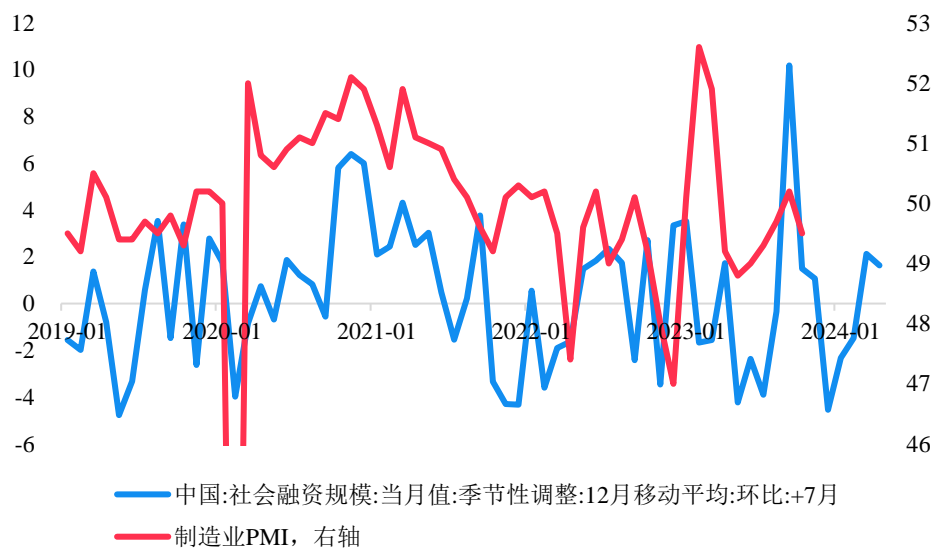
3 后市展望

往后看，影响市场走势的预期差有两大因素：

一是国内经济修复的预期差，今年年初社会融资规模偏低，根据社融领先经济表现的经验规律，年底经济的动能可能会进一步放缓。从10月31日PMI数据公布之后股弱债强的市场反应来看，10月经济走弱超出市场预期。若11月特别是12月经济超预期冲击，则市场调整可能更加剧烈。

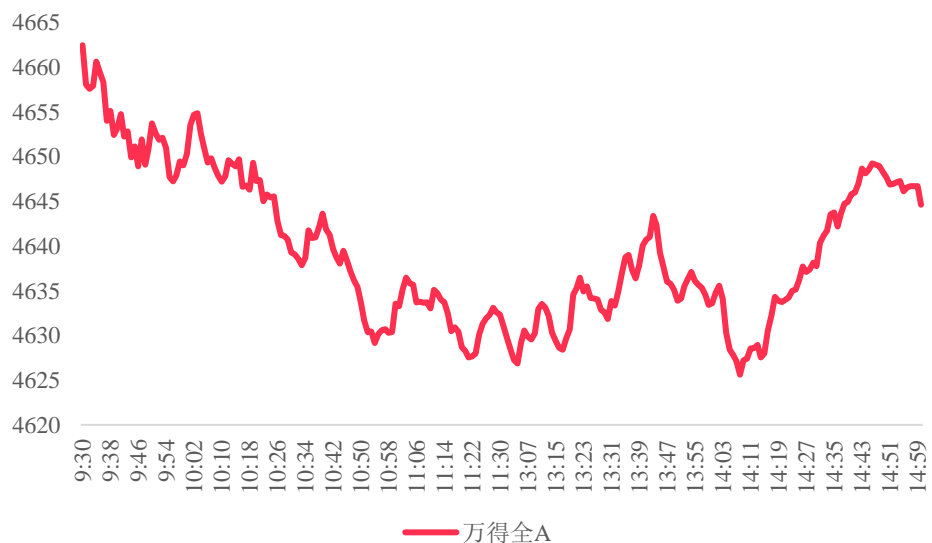
二是海外美债抬升的预期差。海外市场的变动是当前市场关注的焦点，特别是美债收益率的变动影响全球资产定价，根据经验规律，一般美债收益率的高点在最后一次加息的前后，因此美债收益率的不确定性较强，如果美债收益率超预期变动，对国内股债也会形成扰动。

图 10：社融和 PMI (%)



资料来源：Wind, 首创证券研究发展部

图 11：股市 10 月 31 日反应 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

图 12: 债市 10 月 31 日反应 (%)



资料来源: Wind, 首创证券研究发展部

4 风险提示

政策不及预期，海外扰动超预期。

分析师简介

韦志超，首创证券首席经济学家，董事总经理。美国布朗大学经济学博士。曾在国泰君安、华夏基金及安信证券担任宏观负责人。2020年11月加入首创证券研究发展部。

黄煜阳，研究助理，北京大学经济学硕士，2021年7月加入首创证券研究发展部。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深300指数涨幅15%以上
	增持	相对沪深300指数涨幅5%-15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅-5%-5%之间
	减持	相对沪深300指数跌幅5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现