

## 制造业继续回落，价格高涨负面影响持续发酵

数据：10月31日统计局公布的10月中采制造业PMI为49.2（前值49.6），非制造业PMI为52.4（前值53.2），综合PMI指数为50.8（前值51.7）。

一、10月制造业PMI收缩区间内继续回落。（1）从企业规模来看，中型企业PMI跌幅较大。（2）供需持续走弱。10月生产指数持续大幅回落，但是跌幅较前值小幅收窄。从需求端来看，新订单指数受到供给收缩影响进一步走弱。（3）新出口订单和进口均有所回升。虽然从外需来看，10月欧美制造业PMI较前值均不同程度回落。但是从内部来看，疫情对于港口的吞吐量的影响渐退。（4）采购量、原材料库存和产成品库存收缩区间内进一步回落。说明拉闸限电的供给端负面影响使得工业企业被动陷入了主动去库存阶段。（5）原材料价格回升，出厂价格-原材料价格重新回落。虽然出厂价格为近年来的高点，但是出厂价格与原材料购进价格之间的跌幅重新走扩，说明有效需求不足背景下，部分大宗商品价格高位上涨的压力重新削弱制造业下游的定价权。在此基础上，我们预计10月PPI环比涨幅在1.4%左右。

二、非制造业：仍处于扩张区间内，但是扩张放缓。虽然本月建筑业PMI低于前值，但是新订单指数重回扩张区间。往后看，地产竣工较好和专项债发行加速均会对建筑业形成一定支撑。服务业PMI较前值回落，且略低于预期。受到疫情干扰+房地产违约事件持续发酵，对本月服务业PMI形成拖累。

三、制造业PMI持续下行，服务业表现不及预期。首先，10月拉闸限电超预期继续引发供需层面放缓。受电力供应仍然紧张，继续引发供需层面放缓。但是10月8日国务院常务会议要求进一步部署做好今冬明春电力和煤炭等供应，推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能，已核准且建成的露天煤矿要加快投产达产，后续随着北方供暖的展开，需求季节性上行，生产进一步大幅放缓概率边际减小。

第二，新出口订单在本月收缩区内好转。今年2季度以来，PMI中新出口订单持续回落和外需走强表现较为矛盾，新出口订单更受到国内疫情、天气以及供应链放缓的影响。我们认为后续新出口订单的回升趋势可能难以为继，更多在区间内“磨底”：1）10月下旬国内疫情反复，吞吐量可能有所回落；2）虽然黑五和圣诞节对新出口订单的形成支撑，但是也不排除客户担心供应链中断，交货延迟，提早已经在10月下单；3）本月我国高技术制造业PMI为52.0%，虽然仍然处于扩张区间，但是较前值回落了2个百分点，预计对后续出口拉动率可能有所回落。

第三，企业是否完全进入至主动去库存周期还需观察。本月采购量、原材料库存和产成品库存收缩区间内进一步回落，且9月工业企业的产成品库的补库存增速也呈现下降趋势。但往后看，10月以来政策紧密出台，强烈约束部分大宗商品价格上涨趋势，且出口短期韧性较强，当前企业可能依然处于被动补库存阶段。第四，“十一”黄金节假日对服务业的修复形成支持但并不强。10月的服务业新订单指数、业务预期指数和从业人员均较前值回落，说明市场需求复苏依然不强。且10月中下旬全国疫情扩散，后续可能将继续从餐饮、运输和娱乐等行业约束居民消费意愿和能力。最后，货币政策宽松依然可期。虽然近期央行提出保持房地产信贷平稳有序投放，政策边际改善，财政部也表示今年新增专项债额度尽量在11月底前发行完毕，宽信用发力较明显。但是终端需求仍然走弱，意味着中小企业更需要定向支持。另外，当前国内定价的大宗商品受到政策压力加大，国家发展改革委对全国所有产煤省份和重点煤炭企业的煤炭生产成本情况进行了调查，指出煤炭价格存在继续回调空间，预计后续价格对于货币政策的约束也将走弱。

风险提示：财政宽松力度不足、需求回落超预期、信用进一步收缩等。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

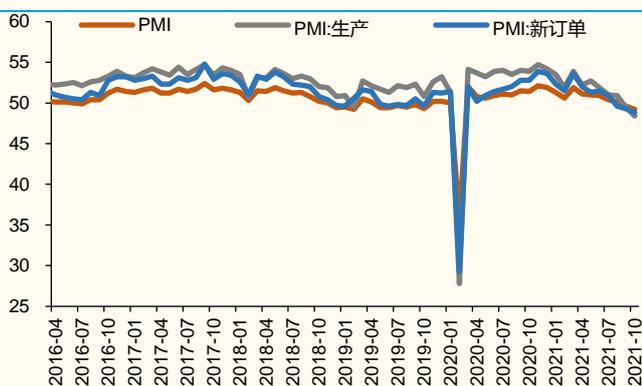
杨一凡 联系人  
yangyifan@gjzq.com.cn

**数据：**10月中采制造业PMI为49.2（前值49.6），非制造业PMI为52.4（前值53.2），综合PMI指数为50.8（前值51.7）。

### 一、10月制造业PMI收缩区间内继续回落

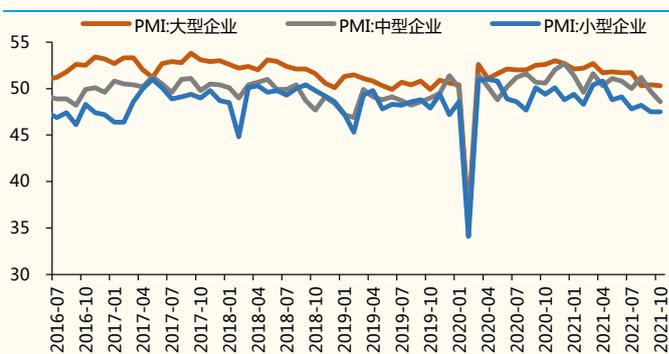
10月制造业PMI录得49.2%，较前值回落0.4个百分点，制造业景气程度收缩区间内继续回落。在调查的21个行业中，只有9个行业高于临界点，较上月减少3个，本月制造业持续回落主要还是受到拉闸限电和部分原材料价格高位上涨的因素。**从企业规模来看，中型企业PMI跌幅较大。**数据显示，大型企业PMI为50.3%，比上月小幅回落0.1个百分点；中型企业PMI为48.6%，比上月下降1.1个百分点；小型企业PMI为47.5%，持平于前值。

图表1：10月制造业PMI收缩区间内放缓



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表2：10月中型企业PMI回落幅度较大



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

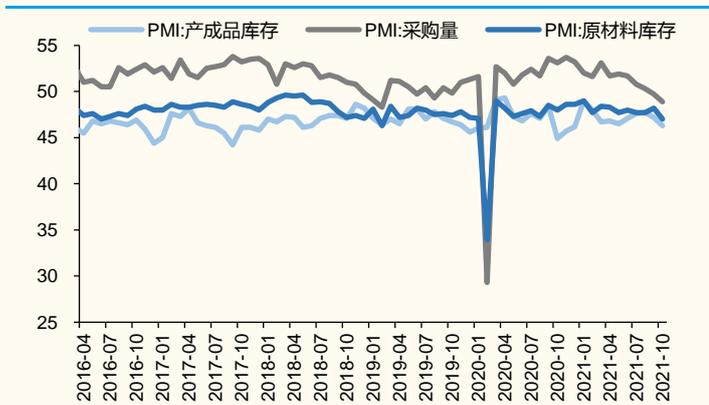
**10月生产指数持续大幅回落，但是跌幅较前值小幅收窄。**数据显示，生产指数回落了1.1个百分点至48.4%。**从生产端来看**，10月上中旬日均粗钢产量较9月继续回落，环比回落-3.2%，同比回落13.7%，但是两者跌幅较前值好转，另外截至10月29日，唐山钢厂高炉开工率和全国163家高炉开工率均值表现分化，数据显示10月唐山钢厂高炉开工率为54.17%，略高于前值的53.49%；全国163家高炉开工率为53.35%，略低于前值的54.59%，说明能耗双控对生产的影响存在但是存在边际好转迹象。

**从需求端来看，新订单指数受到供给收缩影响进一步走弱。**数据显示新订单指数为48.8%，比上月下降0.5个百分点。说明能耗双控和终端需求不强，对需求形成进一步拖累。最后，从行业情况看，纺织、非金属矿物制品、黑色金属冶炼及压延加工等行业供需指标均位于45.0%以下收缩区间，说明上下游整体均较疲软。

**新出口订单和进口均有所回升。**10月新出口订单指数46.6%，回升0.4个百分点；进口回升0.7个百分点至47.5%。**虽然，从外需来看，10月欧美制造业PMI较前值均不同程度回落。**数据显示，美国10月Markit制造业PMI初值降至59.2，较前值60.7回落，创3月以来新低。与此同时，欧元区10月Markit制造业PMI为58.6，低于前值的58.7。**但是，从内部来看，疫情对于港口的吞吐量的影响渐退。**中港协公布10月上中旬，外贸货物吞吐量同比增长0.6%、-3.1%，较上月同期的-6.4%、-15.1%明显好转，能够和本月新订单出口上行相印证。从价格来看，BDI和CCFI虽然在10月中下旬回调，但是月均值较9月仍然上行，预计后续本月出口韧性依然较强。

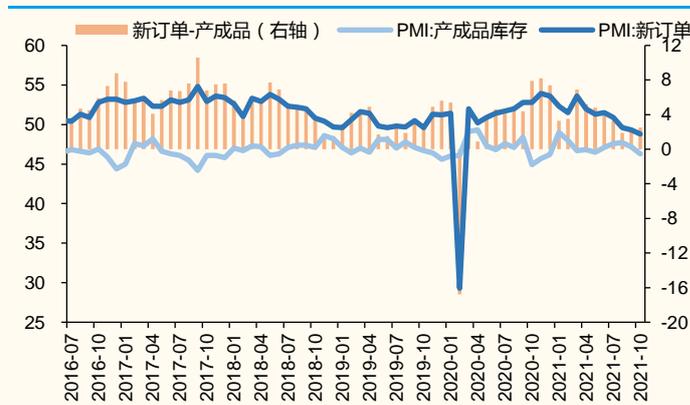
采购量、原材料库存和产成品库存收缩区间内进一步回落。数据显示，原材料库存指数回落了1.2个百分点至47.0%，产成品库存回落0.9个百分点至46.3%，采购量回落0.8个百分点至48.9%。包括9月工业企业产成品库存下降，说明拉闸限电的供给端负面影响使得工业企业被动陷入了主动去库存阶段。

图表 3: 10月采购量、原材料库存和产成品库存收缩区间内进一步回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4: 10月新订单-产成品小幅回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

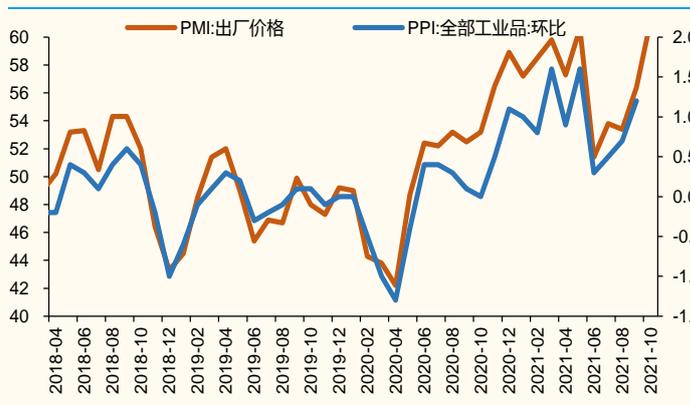
原材料价格回升，出厂价格-原材料价格重新回落。10月原材料购进价格指数72.10%，较前值回升至8.6个百分点；出厂价格指数回升了4.7个百分点至61.1%，出厂价格与原材料购进价格之间的差值从前值的-7.9大幅回落至-11.0。虽然出厂价格为近年来的高点，但是出厂价格与原材料购进价格之间的跌幅重新走扩，说明有效需求不足的背景，部分大宗商品价格高位上涨的压力重新削弱制造业下游的定价权。从行业情况看，石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工等行业的购进和出厂价格指数均位于73.0%以上高位区间，在此基础上，我们预计10月PPI环比涨幅在1.4%左右。

图表 5: 10月出厂价格-原材料价格大幅回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6: 预计10月PPI环比上升至1.4%左右



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

## 二、非制造业：仍处于扩张区间内，但是扩张放缓

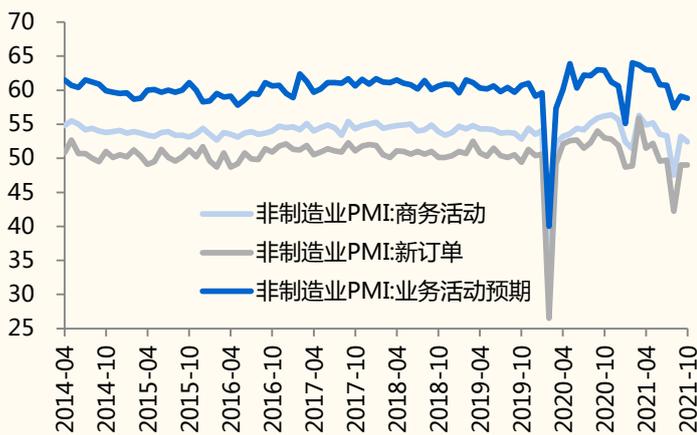
建筑业 PMI 扩张放缓，服务业 PMI 低于预期。数据显示 10 月非制造业商务活

动指数 52.4%，较前值的 53.2% 回落 0.8 个百分点，其中服务业商务活动指数较上月回落 0.8 个百分点至 51.6%；建筑业商务活动指数回落至 56.9%，低于上月 0.6 个百分点。

虽然本月建筑业 PMI 低于前值，但是新订单指数重回扩张区间。数据显示，新订单指数从前值的 49.3% 回升至 52.3%，业务预期指数也从前值的 60.1% 回升至 60.3%，往后看，地产竣工较好和专项债发行加速均会对建筑业形成一定支撑。

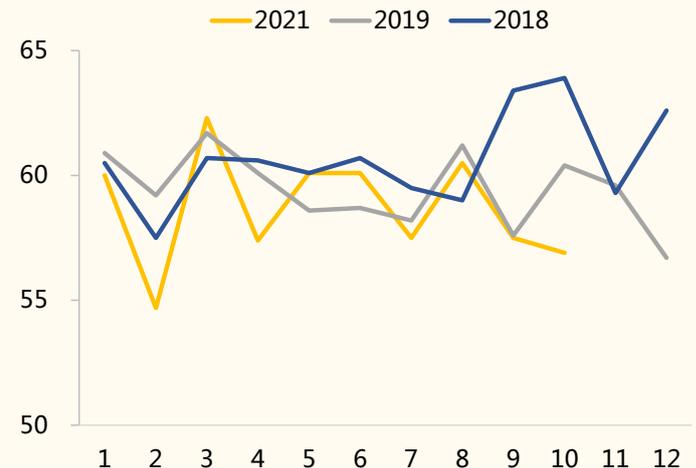
服务业 PMI 较前值回落，且略低于预期。数据显示，10 月新订单指数收缩区内回落，从前值 49.0% 回落至 48.4%，业务活动预期指数从前值的 58.9% 回落至 58.5%，且从业人员也从前值的 46.9% 回落至 46.6%。从行业层面来看，虽然受十一假期拉动，与假期消费密切相关的住宿、餐饮、娱乐等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间，但是受到疫情干扰，消费者更倾向于就地过节或短途周边游，所以导致本月铁路运输、航空运输等行业商务活动指数景气水平不及近年同期。另外由于房地产违约事件持续发酵，使得保险和房地产等行业商务活动指数继续低于临界点，对本月服务业 PMI 形成拖累。

图表 7：10 月非制造业商务活动指数扩张放缓



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业 PMI 在 10 月表现低于季节性



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

### 三、制造业 PMI 持续下行，服务业表现不及预期

10 月制造业 PMI 表现围绕着：1) 拉闸限电对供需影响仍存；2) 新出口订单指数拐头上行；3) 企业是否完全进入至主动去库存周期还需观察；4) 服务业的修复能力依旧不强。

首先，10 月拉闸限电超预期继续引发供需层面放缓。受电力供应仍然紧张，使得相关的大宗商品价格高位上涨，继续引发供需层面放缓。但是 10 月 8 日国务院常务会议要求进一步部署做好今冬明春电力和煤炭等供应，煤炭企业要优化产能布局，推动具备增产潜力的煤矿尽快释放产能，已核准且建成的露天煤矿要加快投产达产，加强与地方国企协同提升供应能力，后续随着北方供暖的展开，需求季节性上行，生产进一步大幅放缓概率边际减小。

**第二，新出口订单在本月收缩区内好转。**今年2季度以来，PMI中新出口订单持续回落和外需走强表现较为矛盾，新出口订单更受到国内疫情、天气以及供应链放缓的影响。我们认为后续新出口订单的回升趋势可能难以为继，更多在区间内“磨底”：1) 10月下旬国内疫情反复，吞吐量可能有所回落；2) 虽然黑五和圣诞节对新订单出口的形成支撑，但是也不排除客户担心供应链中断，交货延迟，提早已经在10月下单；3) 本月我国高技术制造业PMI为52.0%，虽然仍然处于扩张区间，但是较前值回落了2个百分点，预计对后续出口拉动率可能有所回落。

**第三，企业是否完全进入至主动去库存周期还需观察。**本月采购量、原材料库存和产成品库存收缩区间内进一步回落，且9月工业企业的产成品库的补库存增速也呈现下降趋势。但往后看，10月以来政策紧密出台，强烈约束部分大宗商品价格上涨趋势，且出口短期韧性较强，当前企业可能依然处于被动补库存阶段。

**第四，“十一”黄金节假日对服务业的修复形成支持但并不强。**10月的服务业新订单指数、业务预期指数和从业人员均较前值回落，说明市场需求复苏依然不强。数据显示，10月文旅部发布了国庆期间国内出游5.15亿人次，只恢复至疫情前同期的70.1%，表现还是不及预期，且10月中下旬全国疫情扩散，后续可能将继续从餐饮、运输和娱乐等行业约束居民消费意愿和能力。

**最后，货币政策宽松依然可期。**虽然近期央行提出保持房地产信贷平稳有序投放，政策边际改善，财政部也表示今年新增专项债额度尽量在11月底前发行完毕，宽信用发力较明显。但是终端需求仍然走弱，意味着中小企业更需要定向支持。另外，当前国内定价的大宗商品受到政策压力加大，国家发展改革委对全国所有产煤省份和重点煤炭企业的煤炭生产成本情况进行了调查，指出煤炭价格存在继续回调空间，预计后续价格对于货币政策的约束也将走弱。

**风险提示：**1. 财政宽松力度不足；2. 需求回落超预期；3. 信用进一步收缩。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_28588](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28588)

