

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

一波三折的景气度还能怎么走？

2022年11月1日

- **制造业景气度一波三折。**10月制造业PMI下降，重回收缩区间，主要是由于以下因素：一是季节性因素波动。二是受疫情多点开花的扰动。1) 供需端：一方面，供需变化一波三折，10月强劲生产再次转向供需双弱。生产端的走弱可能是制造业生产情况受到国庆长假的影响，而且10月疫情也对企业生产开工情况有影响。需求端走弱反映出制造业市场需求不振。另一方面，制造业产销不畅还体现在供应商配送时间指数下滑和产成品库存指数上升。2) 价格端：原材料价格上涨较快，对企业成本形成压力。根据主要原材料购进价格指数和PPI间的关系，我们认为10月PPI大概率进入负区间。3) 分规模来看，不同规模企业景气度均有回落，但中小企业承压更大。
- **基建项目加速落地，服务业再受疫情影响。**10月非制造业商务活动PMI跌破荣枯线。非制造业新订单指数低于临界点，表明非制造业市场需求继续放缓。分行业来看，建筑业和服务业PMI景气水平分化严重。第一，基建项目加速落地，建筑业位于较高景气水平。建筑业商务活动指数低于9月，但仍位于较高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数连续两个月位于高位景气区间，表明建筑业高景气的主要原因是工程建设施工进度稳步推进，行业生产活动扩张加快。第二，受疫情防控制约，服务业延续前期回落态势。虽然四季度是传统的消费旺季，但由于国内疫情点多面广，服务业商务活动指数下降。生产性服务业和生活性服务业PMI分化，原因在于生活性服务业具有接触性、聚集性等特点，受疫情拖累明显。
- **景气度水平的走势变化关键有三点。**往后看，一波三折的景气度怎么走的关键有三点：首先，基建保持韧性，目前仍是重要支撑。尽管四季度基建施工强度有季节性回落的可能性，但由于基建投资的堵点被临时性打通，再加上在设备更新改造专项再贷款、专项债结存限额和基础设施基金的推动下，基建有望继续拉动经济。其次，整体上外需随海外政策的收紧而下滑，需求不够或成为阻碍未来景气度复苏的因素。最后，若疫情有边际好转，生产再呈现韧性或有望继续带动制造业景气度水平提升。从央地释放的政策信号看，促进制造业发展的政策正持续加力，稳定制造业投资，助推制造业高质量发展，制造业或成为四季度信贷政策支持和信贷投放的重点。在稳增长政策发力下，若疫情有边际好转，生产再呈现韧性或有望继续带动制造业景气度水平提升。
- **风险因素：**国内疫情再度反弹，政策落地不及预期等。

目 录

一、制造业景气度一波三折.....	3
二、基建项目加速落地，服务业再受疫情影响.....	6
三、一波三折的景气度还能怎么走.....	7
风险因素	8

图 目 录

图 1：自 5 月起，10 月疫情严重程度仅次于 8 月	3
图 2：10 月制造业 PMI 及其分项.....	3
图 3：一波三折的产需变化	4
图 4：经济动能自 8 月起一直下降	4
图 5：10 月原材料购进价格和出厂价格指数差距仍大.....	5
图 6：10 月 PPI 大概率进入负区间.....	5
图 7：大型企业扩张幅度放缓，中小企业收缩加快	6
图 8：10 月建筑业 PMI 维持高景气，服务业 PMI 回落.....	6
图 9：10 月水泥发运率维持较高水平.....	7
图 10：10 月开工率受到部分影响.....	7
图 11：美国、德国和欧元区的 PMI 进入收缩区间	8

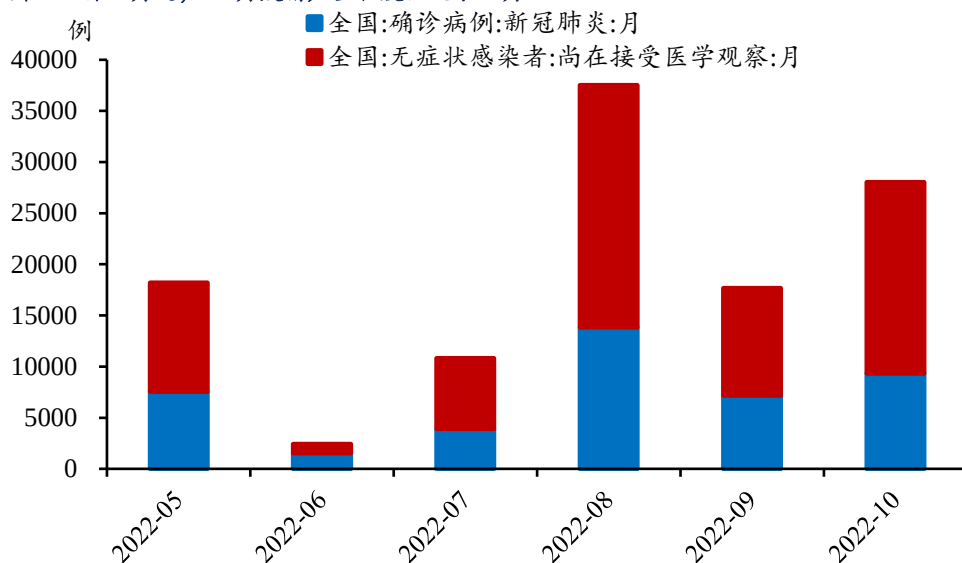
一、制造业景气度一波三折

根据国家统计局数据，2022年10月制造业PMI录得49.2%，前值为50.1%。10月制造业PMI下降，重回收缩区间，主要是由于以下因素：

一是季节性因素波动。从历史数据来看，多数年份内10月指数水平低于9月，我们认为每年的国庆长假都会对企业的开工造成一定影响。从高频数据上看，截至10月28日的数据，10月汽车轮胎全钢胎和半钢胎的开工率环比下降14.07%和8.01%，唐山钢厂的高炉开工率环比下降0.61%。

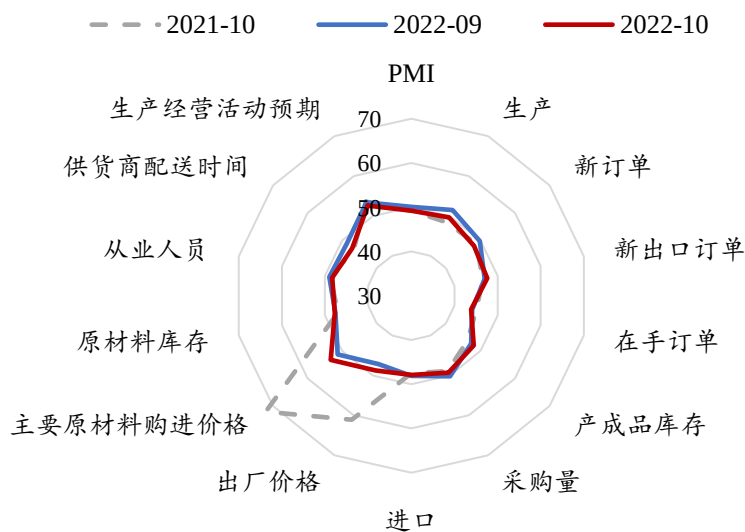
二是受疫情多点开花的扰动。10月国内疫情多点频发，对制造业景气水平产生扰动，对此统计局也做了相关表述。自5月起，10月疫情严重程度仅次于8月。尽管10月新增确诊病例环比变化仅为37.83%，但是10月接受医学观察的无症状感染者环比变化幅度较大，为92.43%。

图 1：自5月起，10月疫情严重程度仅次于8月



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：10月制造业PMI及其分项



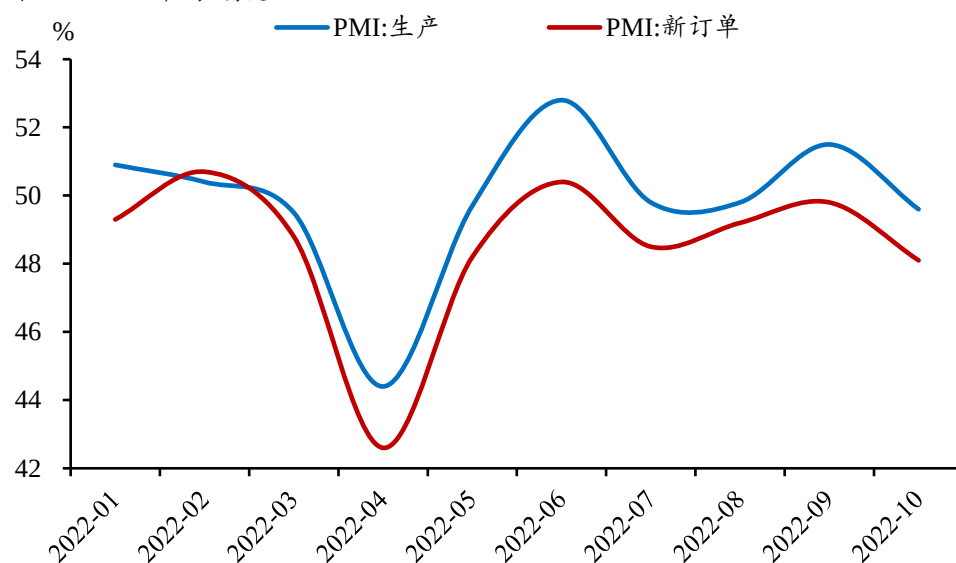
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

产需端:

1) 产需变化一波三折, 强劲生产再次转向产需双弱。9 月生产 PMI 表现强劲, 是制造业超预期回升的主要贡献。这一强劲势头未能在 10 月延续, 由 9 月的生产强劲转向 10 月的产需双弱。10 月生产 PMI 为 49.60%, 生产端的走弱可能是制造业生产情况受到国庆长假的影响, 而且 10 月疫情也对企业生产开工情况有影响。10 月新订单 PMI 为 48.10%, 需求端走弱反映出制造业市场需求不振。从经济动能 (新订单-产成品库存) 来看, 自 8 月起, 经济动能一直下降。

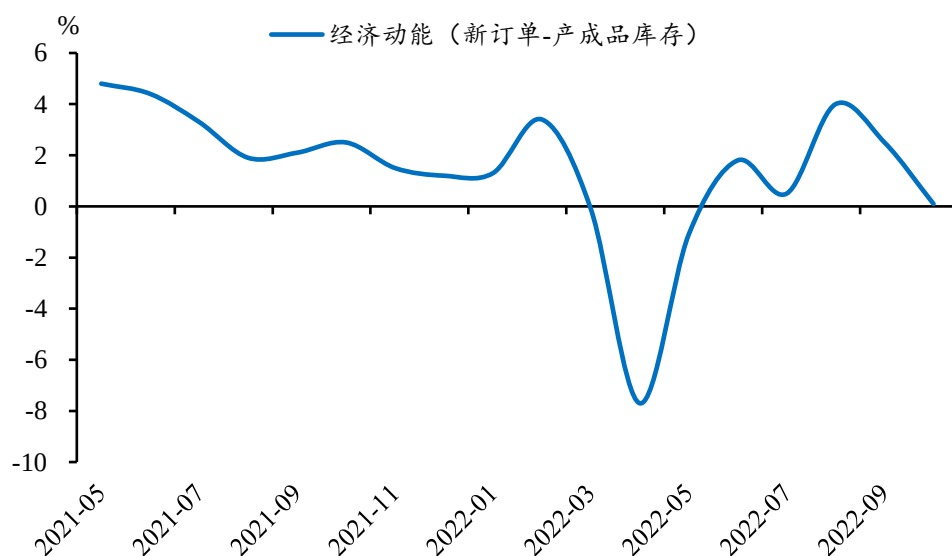
2) 制造业产销不畅还体现在两个方面。10 月制造业的产销不畅还体现在两个方面, 一是供应商配送时间指数下滑, 回落至 47.1%。供应商配送时间是个负向指标, 当配送时间变慢时, 可能是经济热, 供不应求导致配送时间变慢, 也可能是疫情拖累了配送时间。显然 10 月的供应商配送时间变慢更多是受到了疫情的影响。二是产成品库存指数上升, 高于近几年同期表现。

图 3: 一波三折的产需变化



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

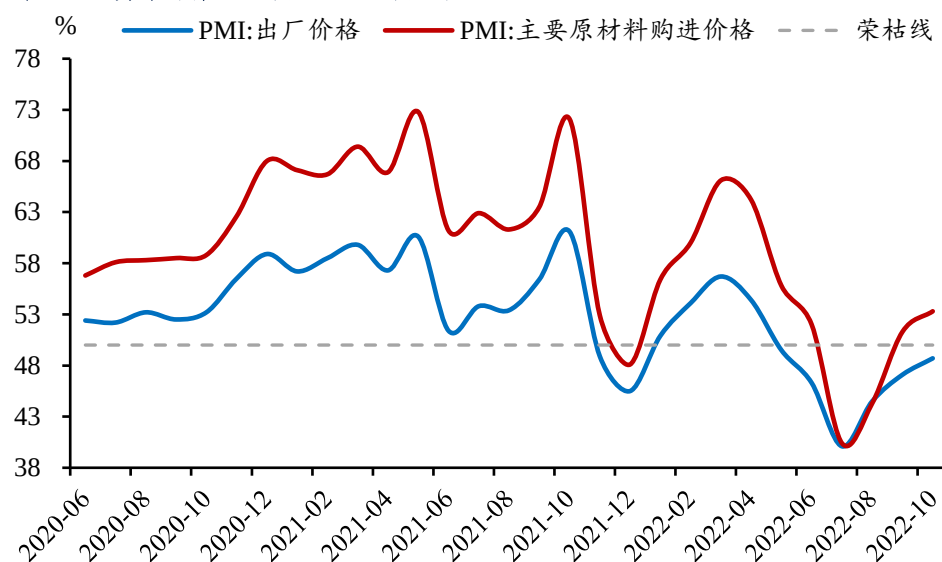
图 4: 经济动能自 8 月起一直下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

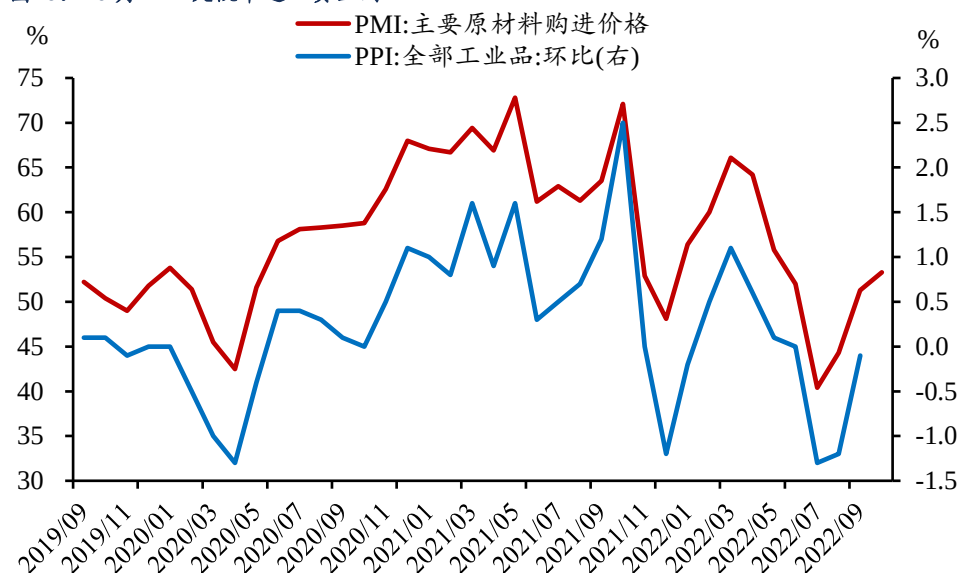
价格端：原材料价格上涨较快，对企业成本形成压力。国际大宗商品波动频频，原材料价格上涨较快，对企业成本形成压力。10月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为53.3%和48.7%，高于上月2.0和1.6个百分点，其中主要原材料购进价格指数连续两个月位于扩张区间，制造业原材料采购价格总体水平较上月继续上涨。从行业情况看，农副食品加工、石油煤炭及其他燃料加工等行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别高于60.0%和53.0%。根据主要原材料购进价格指数和PPI间的关系，我们认为10月PPI大概率进入负区间。

图 5：10月原材料购进价格和出厂价格指数差距仍大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

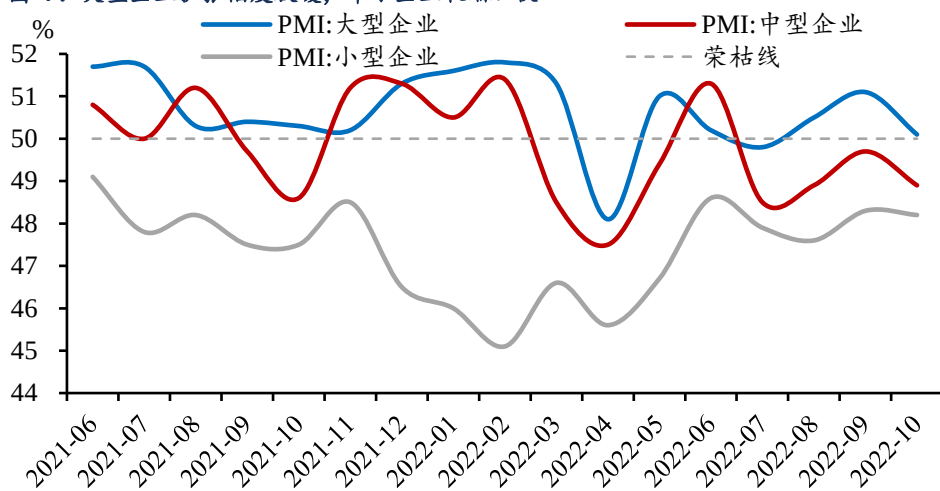
图 6：10月PPI大概率进入负区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

分规模来看，不同规模企业景气度均有回落，但中小企业承压更大。由于疫情散发和原材料价格上升较为普遍，不同规模企业都受到影响，大中小企业的景气度都有回落，但大型企业仍在扩张区间，而中小企业的景气度仍在收缩区间。10月的景气度水平表现出大型企业扩张幅度放缓，中小企业收缩加快。

图 7：大型企业扩张幅度放缓，中小企业收缩加快



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、基建项目加速落地，服务业再受疫情影响

10月非制造业商务活动PMI为48.7%，跌破荣枯线。其中，非制造业新订单指数为42.8%，比9月下降0.3个百分点，低于临界点，表明非制造业市场需求继续放缓。分行业来看，建筑业和服务业PMI景气水平分化严重，建筑业PMI虽有所回落，但仍位于高景气区间；服务业PMI进一步回落，已连续两个月低于荣枯线水平。非制造业的主要拖累力量在服务业的疲弱上，其根源仍是受到疫情制约。

第一，基建项目加速落地，建筑业位于较高景气水平。建筑业商务活动指数为58.2%，低于9月2.0个百分点，建筑施工的扩张有所放缓，但仍位于较高景气区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为60.8%，连续两个月位于高位景气区间，表明建筑业高景气的主要原因是工程建设施工进度稳步推进，行业生产活动扩张加快。

第二，受疫情防疫制约，服务业延续前期回落态势。虽然四季度是传统的消费旺季，但由于国内疫情点多面广，服务业商务活动指数降至47.0%，低于9月1.9个百分点。生产性服务业和生活性服务业PMI分化，生产性服务业PMI继续位于扩张区间，而生活性服务业PMI低位回落。原因在于，10月国内疫情反复，生活性服务业由于具有接触性、聚集性等特点，受疫情拖累明显。具体来看，零售、道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务等接触性、聚集性服务行业商务活动指数低位回落。往后看，受“双十一”促销活动等因素影响，服务业景气水平有望边际改善。

图 8：10月建筑业PMI维持高景气，服务业PMI回落



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_48068

