

警惕疫后消费偏弱形成惯性

——兼评 10 月 PMI 数据

报告日期: 2022-10-31

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_经济修复斜率向上, 关注信贷对后续投资拉动——9 月 PMI 点评》2022-09-30
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_基建一枝独秀, 但独木难支》2022-08-31
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_疫情能多大程度定价 7 月 PMI?》2022-08-01
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_四个乐观的理由——兼评 6 月 PMI 和 629 国常会》2022-07-01
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路, 妙手何方? ——2022 中期宏观展望》2022-06-14
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离 5.5%, 还有多远的路要走?》2022-05-17
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_内外冲击下企业利润结构更趋分化》2022-04-28
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

主要观点:

● **事件:** 10 月官方制造业 PMI 49.2%, 前值 50.1%; 10 月官方非制造业 PMI 48.7%, 前值 50.6%。中国企业经营状况指数(BCI)为 42.5%, 前值 45.0%。

● **一、制造业:** 国庆长假出行催化疫情发散, 多地强化管控, 10 月制造业景气度回落至荣枯线以下, 呈“供需双缩、内外需均弱、产品去库、原材料成本回升”的特征; 结构上, 下游部分消费制造景气改善, 大型企业扩张放缓、中小企业延续承压。低基数承托下, 10 月工业生产较 9 月降幅或不大。

1、国庆长假出行催化疫情发散, 10 月制造业景气度回落, 供需双缩且内外需均弱。10 月制造业 PMI 为 49.2%, 较前值下滑了 0.9 个百分点; 供给端看, PMI 生产为 49.6%, 大幅回落了 1.9 个百分点; 需求端看, PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别变动了-1.7、0.6、-0.2 个百分点至 48.1%、47.6%、47.9%, 其中新出口订单边际改善或受益于美国年终消费旺季将至、订单备货先行。

生产方面, 高频数据显示 10 月生产明显回落。国庆聚会与出行活动致使多地疫情升温, 但从数据(新增确诊+无症状)上来看较 9 月并无大幅增长, 我们认为在当下经济修复阶段封控强度指标可能比表观疫情数据更重要, 9 月高风险地区占比为 47.2%, 10 月该指标达到 54.4%, 且近期以郑州为首的制造业重地受封控影响较大, 进一步拖累本月制造业 PMI。具体来看, 10 月 PTA 开工率为 75.1%、较前值回落 2.2 个百分点; 汽车全钢胎和半钢胎开工率分别下行 10.5、7.3 个百分点; 秦皇岛港煤炭连续 4 个月去库; 螺纹钢周均产量持平上月; 水泥价格连续 3 个月回升, 如我们此前提示“基建将进一步提速、支撑水泥价格小幅稳步上行”。

出口方面, 全球共振走弱叠加高基数制约, 10 月出口增速或低于 5%。高频数据方面, 波罗的海干散货指数(BDI)回落 12.8%, 各类型船需求均较疲软; 中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比大跌 20.0%, 连续 4 个月下行。截至 10 月 20 日我国八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比为-9.4%, 三季度以来该指标与出口增速的拟合度显著提高, 叠加去年同期高基数的制约(2021 年 10 月出口同比两年复合增速为 19%、前值为 18%), 预计 10 月中国出口增速低于 5%。

2、产成品延续去库。PMI 原材料库存、产成品库存分别为 48.0%、47.7%, 较前值小幅回升但均处于线下, 指向企业仍在去库。从工业企业利润数据来看, 9 月上游、中游、下游去库比例分别为 62.5%、44.4%、57.1%, 我们理解为中游补库、上游下游去库, 中游受益于成本回落或已率先步入库存新阶段, 我们预测“主动去库存”的阶段可能会在今年末明年初予以收束。

3、原材料价格上行, PPI 同比下行速率或放慢。10 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别为 53.3%、48.7%, 较前值分别上行 2.0、1.6 个百分点。结合高频数据来看, 截至 10 月 21 日的生产资料价格指数环比回升 0.3%, 10 月南华工业品指数和 CRB 工业原料现货指数分别环比回落 0.08%和 3.3%, 综合来看, 预计 10 月 PPI 环比可能在 0.1%左右, 同比持平前值的 0.9%左右。此外, PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为-4.6% (前值-4.2%), 指向制造业利润在总量上承压。

4、利润稳步传导, 下游消费制造景气改善。根据统计局数据, 农副食品加工、医药、汽车制造等行业生产指数和新订单指数均连续两个月位于扩张区间, 产需保持增长。9 月医药制造业利润累计同比改善了 2.1 个百分点, 在医疗机构设备购置和更新改造新增贷款政策的引导下, 有望巩固底部回升态势。

5、大型企业扩张放缓, 中小企业延续承压。10 月大型企业、中型企业、小型企业 PMI 分别下滑了 1.0、0.8、0.1 个百分点至 50.1%、48.9%、48.2%。10 月中国企业经营状况指数(BCI)为 42.5%, 需要注意的是销售前瞻指数为近 3 个月首次跌至线下, 如此来看, 9 月生产扩张、10 月疫情冲击与 6 月、7 月形势具有相似之处。

● **二、非制造业:** 国庆消费偏弱叠加疫情多发散发, 服务业修复斜率进一步放缓, 金九小幅兑现银十不及预期, 地产改善或偏缓偏慢; 建筑业 PMI 高位小幅回落, 开工端指向 10 月基建投资增速仍向上。

1、服务业：国庆消费偏弱叠加疫情多发散发，服务业修复斜率进一步放缓。
10月非制造业PMI商务活动指数较前值下行1.9个百分点至48.7%，其中服务业PMI降至47.0%。表征需求的PMI服务业新订单指数为41.7%、几乎持平前值，表征预期的服务业业务活动预期指数为56.7%。从数据上来看，服务业业务活动预期指数自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2022年疫情期间最低为53.0%，历年均值为59.6%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此我们认为该指标的“实际荣枯线”可能在60%附近。调整后，6月服务业PMI新订单和业务活动双强、10月双弱，较为符合我们对服务业的感知。受“双十一”促销活动拉动，邮政、互联网软件及信息技术服务等少数行业预期向好，其业务活动预期指数超过60.0%。地产方面，“金九”小幅兑现“银十”不及预期，符合我们在9月PMI点评中提示的“本次房贷政策调整（指阶段性调整差别化住房信贷政策）覆盖面较广，但不宜高估对地产销售的提振幅度”。根据2020年各地销售数据，测算全国范围内城市覆盖率约为40%、商品房销售额覆盖率约为25%。符合条件城市的商品房销售平均每提振1个百分点，对应我国商品房销售提升0.25个百分点。

2、建筑业：10月建筑业PMI为58.2%、较前值下行2.0个百分点，其中新订单指数和建筑业业务活动预期指数分别为48.9%、64.2%，基建现实与基建预期仍在双足并进。整体来看，稳增长仍靠基建端发力。

开工端，10月末水泥磨机运转率为48.0%、较9月的全年高位有所回落，水泥发运率较上月提升了0.3个百分点至51.6%，水泥作业景气仍高，可能与赶工回补进度有关；石油沥青装置开工率41.0%、较9月末下降了5.2个百分点，交通道路沥青与建筑沥青分化，预计10月道路运输、交通运输基建延续向好态势。此外，值得关注的是挖机指标持续改善，9月挖掘机销量同比为5.5%（前值0.0%），挖掘机开工小时数同比为-0.7%（前值-7.6%），综合来看10月基建增速仍向上。

● 三、PMI数据隐含的10月经济数据？

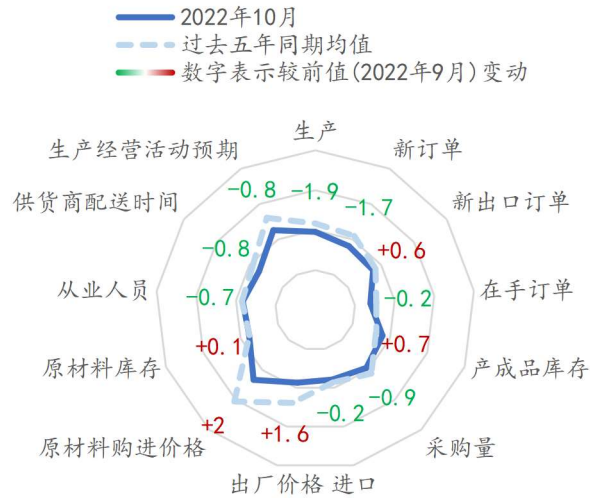
9月生产扩张、10月疫情冲击在一定程度上可理解为6月、7月的翻版，前者疫情经由国庆长假催化，后者疫情适逢暑期出行升温（海南、西藏、义乌、新疆等地为证）。10月制造业PMI走弱仅代表环比变化，工业生产仍有低基数托底，10月经济数据或延续“工业生产好于服务生产、基建向上、制造业小幅提速、社零走弱”的趋势。

其中启示在于，三季度以来，相对于表观疫情（新增确诊+无症状），疫情封控强度对经济的扰动正在加大。目前，常态化防控仍存，年内弱复苏态势仍将持续，难超预期反弹，这可能是近期消费板块持续偏弱的原因。需要警惕的是疫后消费意愿走弱形成惯性，这一点可以以香港疫后消费数据变化为参考。

● 风险提示

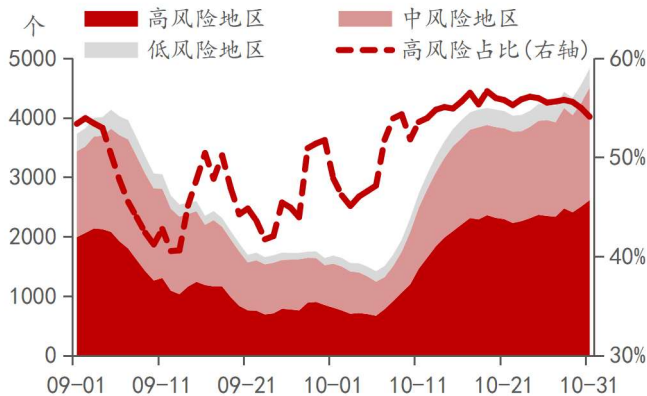
疫情演化超预期，基建投资不及预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 制造业 PMI 分项多数回落



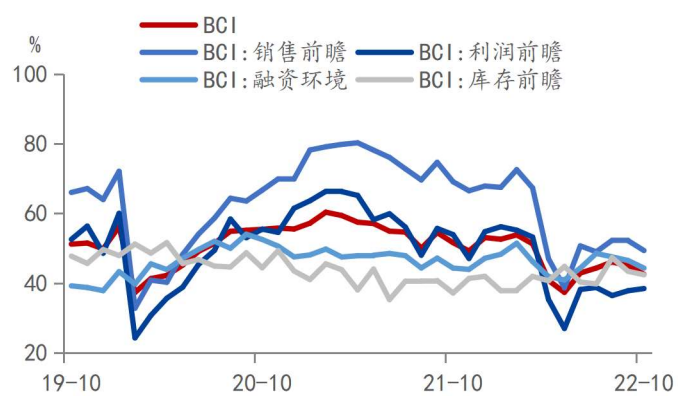
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 10 月疫情防控趋紧, 制约生产消费



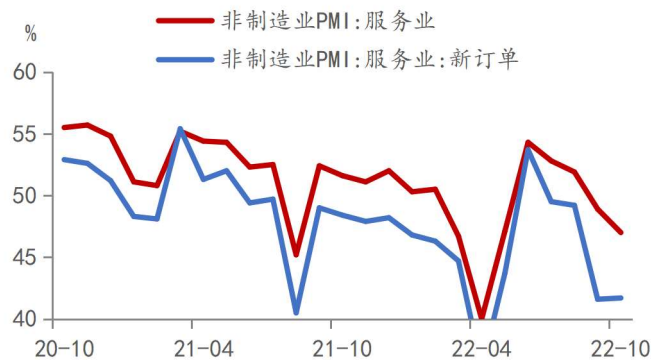
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 民营中小企业景气指数仍低



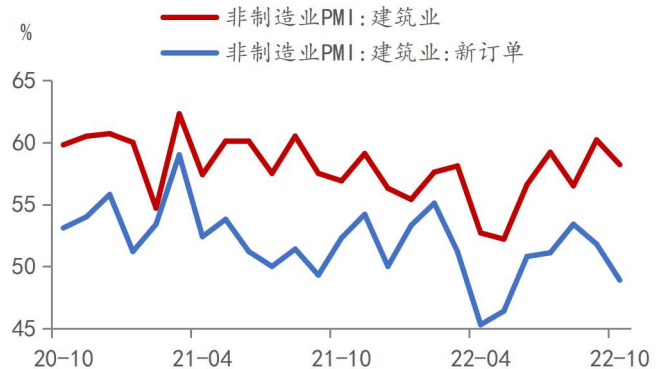
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 服务业景气回落



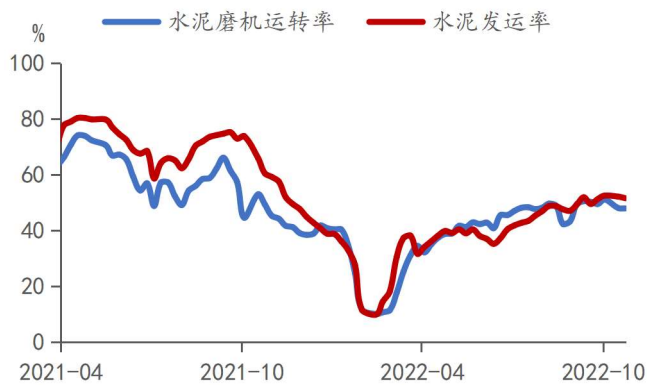
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 建筑业景气仍高但新订单延续下滑



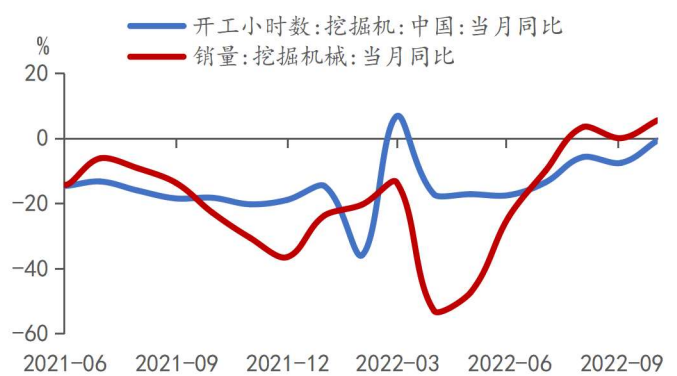
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 水泥开工仍向好



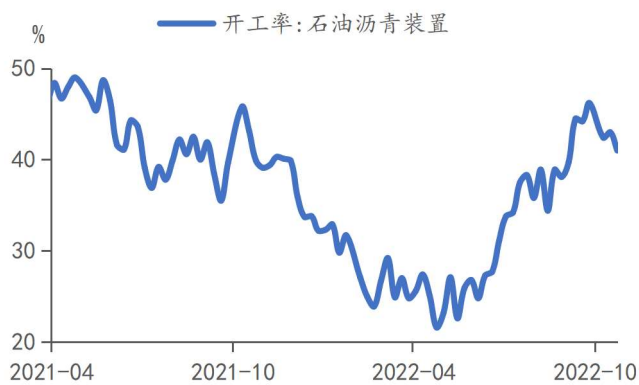
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 挖掘机指标改善



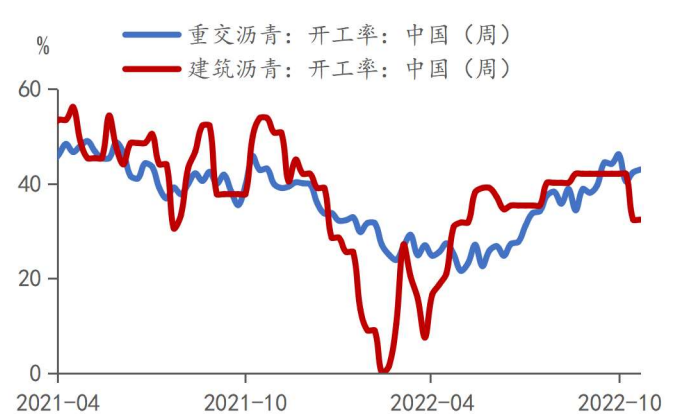
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 石油沥青开工率高位回落



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 交通沥青好于建筑沥青



资料来源: wind, 华安证券研究所

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_48186

