

## 制造业环比增长如期回落

### ——10月PMI以及未来经济展望

#### 核心观点：

国家统计局10月31日公布10月制造业PMI为49.2，较9月下降0.9个百分点，低于市场一致预期（50）。我们注意到生产与新订单的回落是导致10月中国制造业环比下滑的主要原因，同时产成品存货的上升显示10月制造业企业可能有被动补库存的行为。展望未来，即使政策持续发力，出口、地产的下行叠加疫情冲击下消费的低迷意味着四季度中国经济的环比增速可能较三季度明显回落。地产与货币政策的进一步放松仍然可期。

#### 点评要点：

##### ➤ 10月PMI回落，低于市场一致预期

10月PMI综合指数49.2较上月（50.1）明显回落，经季调后也是如此，低于市场预期的50.0。从季调后的数据看，一些与需求和产出相关的子指数在10月有明显下降，其中，新订单指数下滑0.9个百分点，生产子指数下降0.7个百分点，成为10月PMI回落的主要原因。

##### ➤ 高频数据结构分化，基建仍是主要拉动项

高频数据同比分化明显。沥青开工等代表基建的指标持续保持高增速，商品房销售边际好转，但是发电耗煤、粗钢产量、出口同比均明显走弱，新冠新增病例再度上行。整体而言，我们认为10月制造业高频数据在去年同期基数偏低的情况下，仍然偏弱，与供需均较为疲弱有关。

##### ➤ 经济下行隐忧仍存，稳增长政策或进一步推出

疫情、地产、出口仍然是今年最后两个月经济增长的隐忧。首先，10月以来全国多地疫情反复，继续对消费和服务业造成负面影响。其次，在购房者信心受到冲击的情况下，地产需求短期内也难有明显回升。最后，据微观反馈，出口企业订单情况也较为低迷。

虽然基建投资和制造业投资对经济有一定支撑，但是受到地产投资、出口以及消费的拖累，我们预计四季度中国经济环比增速会较三季度明显放缓，负产出缺口或持续扩大。这也意味着更大力度的政策调整仍然需要推出，地产与货币政策有望进一步放松。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊  
 执业证书编号：S0590521120002  
 电话：15221881900  
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

联系人：方诗超  
 执业证书编号：S0590122100031  
 邮箱：fangshch@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 1、《如期加息 75 基点: null》2022.07.28
- 2、《保交楼的代价: null》2022.07.27
- 3、《美联储在担心什么? : null》2022.07.21

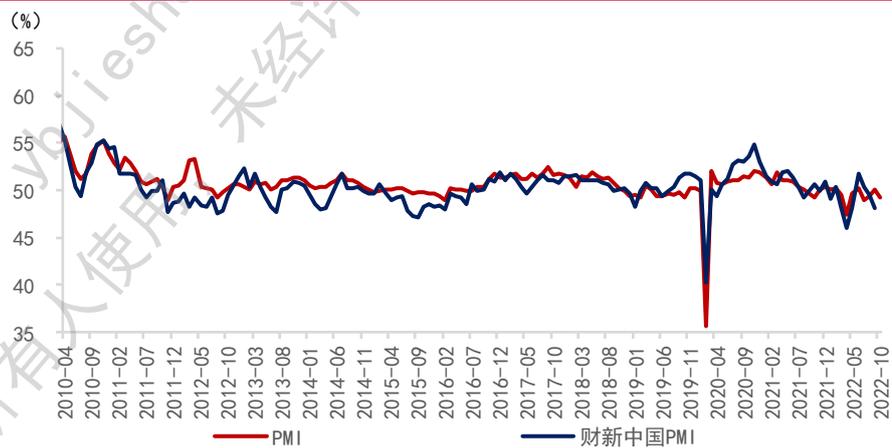
## 1 10月 PMI 超季节性回落

10月 PMI 综合指数较9月回落，多数主要子指数也较前月有明显下降，低于市场一致预期。从分项指数来看，生产与需求的双双回落可能是10月 PMI 收缩的主要原因，企业被动补库存，制造业环比增速可能进一步放缓。

### 1.1 10月 PMI 低于市场一致预期

10月 PMI 综合指数 49.2，较前一个月的 50.1 下降 0.9 个百分点。经过季节调整，PMI 综合指数回落的幅度有所收窄，为 49.6，但是仍然低于临界值。这可能意味着中国制造业产出在9月可能已经见顶。

图表 1：中国 PMI 综合指数



来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2 部分主要子指数下滑明显

生产与新订单子指数的下滑是10月 PMI 回落的主要原因。经过季节调整后，新订单子指数较9月的水平回落 0.7 个百分点，生产子指数则大幅下降 0.9%——与多地疫情反复有关。

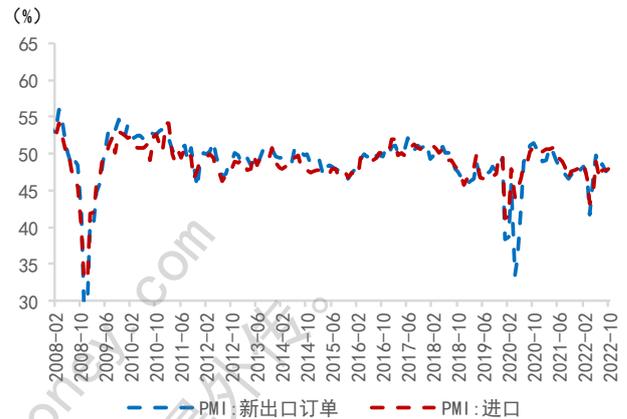
进口、出口子指数季调后分别为 47.9、48.0，较上月轻微反弹 0.1%、0.4%，但仍远低于临界值，意味着内外需求均表现疲软。

图表 2: PMI 新订单和生产子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: PMI 新出口订单和进口子指数

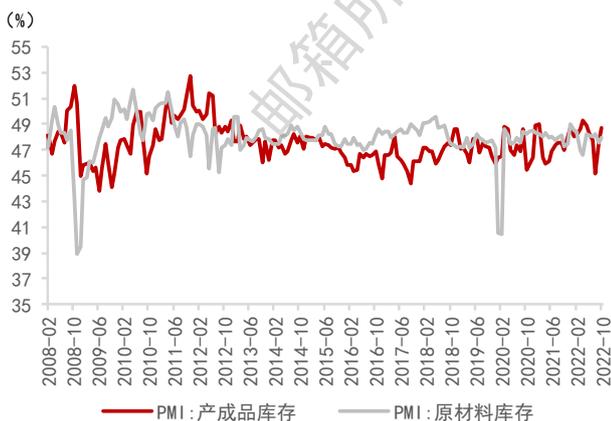


来源: Wind, 国联证券研究所

在需求、生产双双偏弱的情况下，我们注意到 PMI 产成品库存子指数有所反弹，意味着需求弱于生产，企业有被动补库存的行为。同时，原材料库存子指数在季节性调整后仍位于低位，说明企业对未来仍不乐观，增加原材料库存备货的意愿较弱。

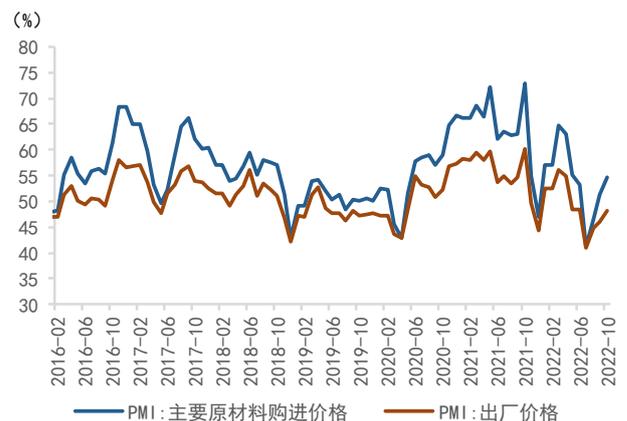
此外，从原材料购进价格子指数和出厂价格子指数的持续反弹来看，10 月 PPI 环比负增长的程度可能会进一步收敛——但是全球大宗商品价格下行的整体趋势并未改变。

图表 4: PMI 产成品及原材料库存子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: PMI 原材料购进价格及出厂价格子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

## 2 高频数据分化，基建仍是经济主要拉动项

10 月以来高频数据整体结构分化。发电量、钢铁产量、出口的高频数据表现欠佳，但是沥青开工率等代表基建的指标仍表现强势。此外，商品房销售企稳回升的幅度值得关注。

六大发电集团日耗煤的高频数据在10月中下旬持续回落。考虑到去年10月基数明显低于9月，用电量的下滑幅度可能更大。

10月重点企业粗钢产量的旬度同比也自9月底的高点持续下滑。螺纹钢和铁矿石的价格持续下滑也验证了10月钢铁需求的走弱。

出口部门持续表现疲软。10月航运价格指数持续下滑，8大港口外贸集装箱吞吐量继9月下旬转正后，在10月上旬再度跌入负增长区间。

图表6：六大发电集团日耗煤同比



来源：iFind，国联证券研究所

图表7：重点企业粗钢产量旬度同比

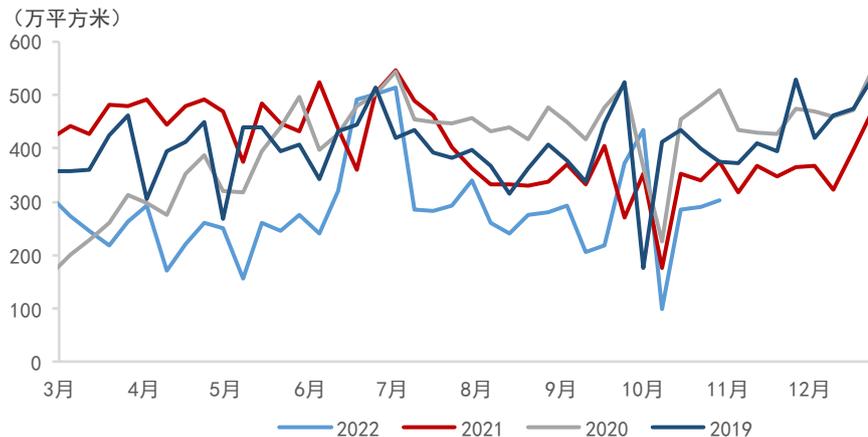


来源：Wind，国联证券研究所

沥青装置开工率等代表基建的高频指标虽也较9月末的峰值有所下滑，但仍位于高位，意味着基建持续发力。

10月下旬商品房销售的高频数据也有一定改善。10月最后两周，商品房销售与往年差距有所缩窄，这在保交楼取得一定进展，且政策端持续刺激的情况下，也属意料之中。未来需要持续观察销售回升的幅度。

图表8：30大中城市商品房成交面积周度值



来源：Wind，国联证券研究所

疫情方面，10月以来，全国新增病例再度上行，可能继续冲击消费与服务行业。

图表 9：对数化之后全国单日新增新冠肺炎人数（含无症状感染）



来源：Wind，国联证券研究所

### 3 负产出缺口仍将扩大，政策宽松仍然可期

10月制造业部门乃至整体经济环比的回落与三方面因素有关：1) 三季度因为上海疫情解封之后经济修复动能的衰竭；2) 此前的缺电、补库存等因素导致9月制造业产出环比高增；3) 疫情再度恶化对经济造成拖累。

虽然基建投资和制造业投资对经济有一定支撑，但是受到地产投资、出口以及消费的拖累，我们预计四季度中国经济环比增速会较三季度明显放缓，负产出缺口或持续扩大。这也意味着更大力度的政策调整仍然需要推出，地产与货币政策有望进一步放松。

图表 10：中国经济的产出缺口（4Q19=100）

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\\_48034](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48034)

