



PMI 重回收缩区间重要么？

2022年10月31日

在9月PMI超预期改善之后，10月PMI重新回落。

制造业PMI、服务业PMI和建筑业PMI分别录得49.2、47和58.2，较上月走弱0.9、1.9和2个点。

► 10月经济景气度降温，制造业PMI环比降幅接近7月

制造业PMI环比回落0.9个点，单月降幅较大，直逼今年4月（-2.1）和7月（-1.2）。制造业PMI分项指标中，生产指数与新订单分别走弱1.9和1.7个点，也表明供需明显走弱。

实际上本月制造业真实的景气度或低于直观读数。

本月制造业PMI的供应商配送时间分项回落。正常情况下，该指标是负向指标，经济转热时，供不应求，配送变慢。本月疫情有所扩散，供应变慢，该指标走弱或非经济景气高涨所致。考虑这一因素，10月真实的经济景气度或弱于直观读数。

► 本月PMI走弱的底层逻辑也类似7月，疫情扰动，经济短暂性下修

首先10月制造业和服务业景气度转弱有季节性因素。

PMI指标是环比概念，10月包含国庆假期，制造业与服务业景气度一般环比走弱。2015-2019年，10月制造业和服务业PMI环比平均走弱0.2和0.8个点。

另一个导致PMI明显回落的因素是疫情。

国家统计局明确提到，“10月份，受国内疫情多发散发等影响，中国采购经理指数有所回落”。国家卫健委统计口径下，9月底开始国内新增确诊人数反弹。

► 除非极端情况，否则四季度经济预期在定价之内

我们之前提过，今年前三季度的经济动能非常清晰，基建、制造业投资和出口支撑增长韧性，经济波动主要由疫情、高温及地产带来。

我们曾给出判断，经济上限取决于疫后消费修复进展，经济下限取决于地产是否失速。

按此脉络理解中国当下经济所处状态，10月数据反映出来的实体经济，或更接近于下限——地产磨底，局部疫情扩散。

今年疫情有所反复，7月以来地产持续磨底，对此市场已有充分认识。加上8-9月连续两月出口同比下降，未来出口中枢下台阶市场也已给予充分预期。

除非年底疫情进一步扩散，地产再度下滑，否则市场对于四季度偏谨慎的经济预期已在定价之内。

► 近期最值得关注的是11月海外美联储议息会议

我们理解9月以来国内资产定价的主线在于两条，一条是海外偏强的美元指数压制非美国国家货币及风险资产表现，另一条是国内偏弱的经济和政策预期。

人民币汇率可以较敏锐地捕捉第一条逻辑，国内银行信贷对第二条逻辑给出敏锐反应。**这也是为何我们认为近期宏观层面最值得关注的指标有两个，人民币汇率以及国内信用条件。**

国内政策还需要一段时间等待观察，我们预计10月信贷条件也不会有明显总量及结构性变化。

目前最能影响宏观条件及资产配置状态的是11月3日的美联储议息会议。虽然鲍威尔不会明确给出12月的加息幅度，但只要他透露出“加息幅度已经比较巨大”、“经济有所放缓”这类偏软的态度，甚至重复“未来加息幅度取决于通胀增速”这类开放性的表达，市场大概率就会继续上周以来的“联储转向”交易。届时美元和美债利率都会偏弱震荡。

► 风险提示：地产政策效果不及预期；房企信用风险超预期；疫情发展超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 游勇

执业证书：S0100122070037

电话：17342022779

邮箱：youyong@mszq.com

相关研究

1.全球大类资产跟踪周报：内外市场热度分化-2022/10/30

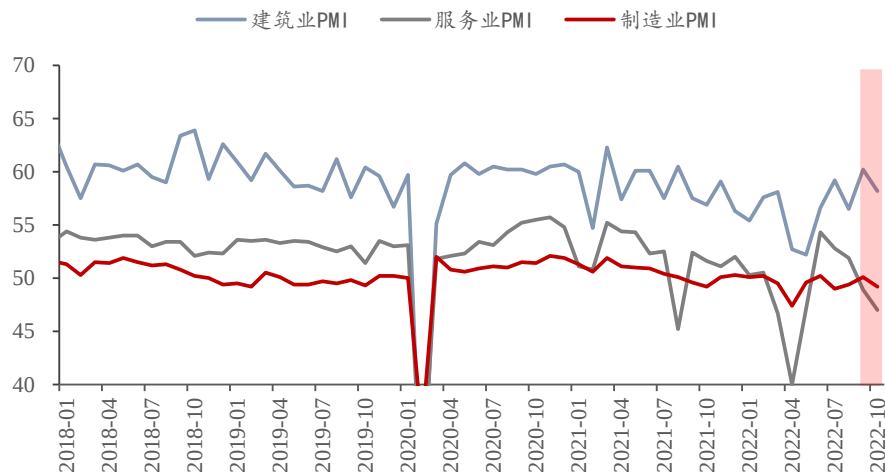
2.宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27

3.9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26

4.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25

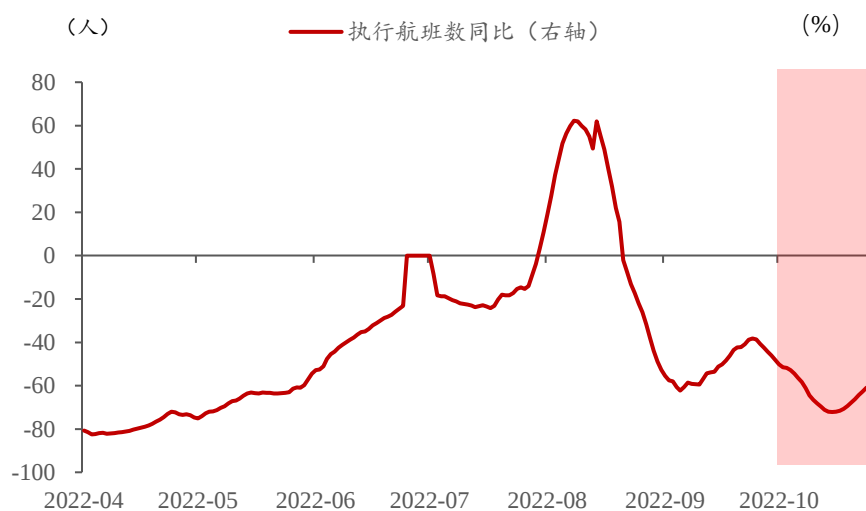
5.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24

图1：10月经济景气度回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：10月执行航班数同比回落



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：航班数据均为7日移动平均数。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引

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_48285

