



研究所

分析师:梁伟超
SAC 登记编号:S1340523070001
Email:liangweichao@cnpsec.com
分析师:崔超
SAC 登记编号:S1340523120001
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《利率“失锚”与利差“修复”——
流动性周报 20241028》 - 2024.10.28

固收点评

景气回升初期特征明显

——10月 PMI 解读 20241031

● 主要数据

10月制造业 PMI 为 50.1%，前值 49.8%；非制造业商务活动指数 50.2%，前值 50.0%；综合 PMI 为 50.8%，前值 50.4%。

● 核心观点

10月制造业时隔 5 个月重回扩张区间，环比走势强于季节性，分项整体环比改善，内因为政策脉冲推升经济回暖预期，外因为大宗商品价格上涨推动价格指数明显回升，但同时多数指标处于景气线下，景气回升初期特征较为明显。当前新订单和进口指数均未回到景气线上，新出口订单、小企业景气度继续下降，总需求暂未呈现明显改善。微观上，企业 9 月利润降幅扩大、持续主动去库，短期经营仍偏谨慎，经营情况实际改善仍待政策落地；宏观上，本轮政策脉冲力度超以往，四季度景气持续上行或可期待。

● 政策推动叠加价格上行，制造业景气重回扩张

第一，一揽子增量政策加力推出以及已出台的存量政策效应逐步显现，制造业景气度升破景气线，环比走势强于季节性。第二，制造业 PMI 各分项多数改善，整体仍处于景气线下。第三，大宗商品价格上涨推动价格指数明显回升，上游金属冶炼压延行业价格处于高景气区间。第四，原材料库存指数回升，产成品库存指数继续下探，企业主动去库存趋势短期或将延续。第五，供给端，生产景气超季节性升高，供给端边际改善，强生产格局未变。第六，需求端，内需有所改善，外需边际走弱，出口压力或有所增大。第七，大中型企业景气升高，小企业景气下行，上游原料加工、装备制造等中上游行业景气改善好于下游消费品、出口等小型企业。

● 服务业重回扩张，建筑业经营预期升高

第一，非制造业商务活动指数重回扩张区间，环比走势强于季节性，从绝对数值上看为近年来较低水平。第二，服务业重回扩张区间，国庆假期带动旅游、出行、娱乐等相关行业处于高景气区间，货币金融服务、资本市场服务业务活动预期较高。第三，建筑业景气边际回落，仍处扩张区间，政策脉冲提升建筑业经营预期。第四，综合 PMI 产出指数升高，扩张有所加速。

● 风险提示：

政策宽松力度不及预期，货币政策超预期收紧。

目录

| | |
|------------------------------|---|
| 1 政策推动叠加价格上行，制造业景气重回扩张 | 4 |
| 2 服务业重回扩张，建筑业经营预期升高 | 8 |
| 3 总结：景气回升初期特征明显 | 9 |
| 4 风险提示 | 9 |

图表目录

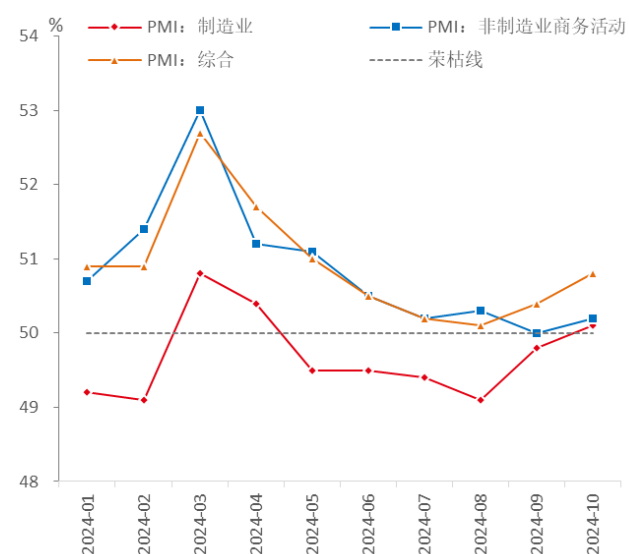
| | |
|--|---|
| 图表 1: 10 月制造业景气升破景气线 | 4 |
| 图表 2: 10 月制造业 PMI 环比强于季节性..... | 4 |
| 图表 3: 制造业 PMI 主要分项多数环比改善, 整体仍处于景气线下..... | 5 |
| 图表 4: 价格指数大幅回升..... | 6 |
| 图表 5: 产成品库存指数继续下行..... | 6 |
| 图表 6: 生产指数走势强于季节性..... | 6 |
| 图表 7: 进口指数低位回升..... | 6 |
| 图表 8: 新订单指数回升, 新出口订单指数下降 | 7 |
| 图表 9: 新出口订单指数边际走弱..... | 7 |
| 图表 10: 服务业重回扩张..... | 9 |
| 图表 11: 商务活动指数环比走势超预期..... | 9 |

10月31日，国家统计局公布10月份中国采购经理指数（PMI）。10月制造业PMI为50.1%，前值49.8%；非制造业商务活动指数50.2%，前值50.0%；综合PMI为50.8%，前值50.4%。

1 政策推动叠加价格上行，制造业景气重回扩张

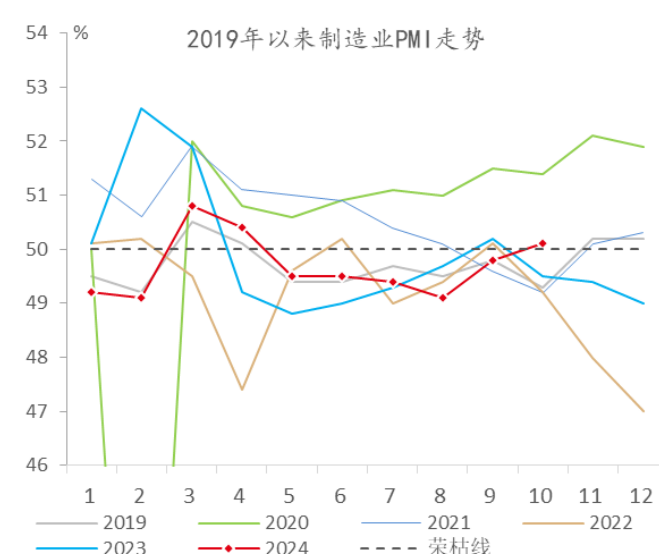
制造业景气度升破景气线，环比走势强于季节性。10月份，随着一揽子增量政策加力推出以及已出台的存量政策效应逐步显现，我国经济景气水平继续回升向好，制造业PMI为50.1%，较上月升高0.3 pct，时隔5个月重回景气线上。从季节性上看，10月制造业景气降多升少，过去十年10月份制造业PMI环比1升1平9降，5年、10年均值分别为-0.5 pct、-0.3 pct，今年10月环比升高0.3 pct明显强于季节性。

图表1：10月制造业景气升破景气线



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表2：10月制造业PMI环比强于季节性

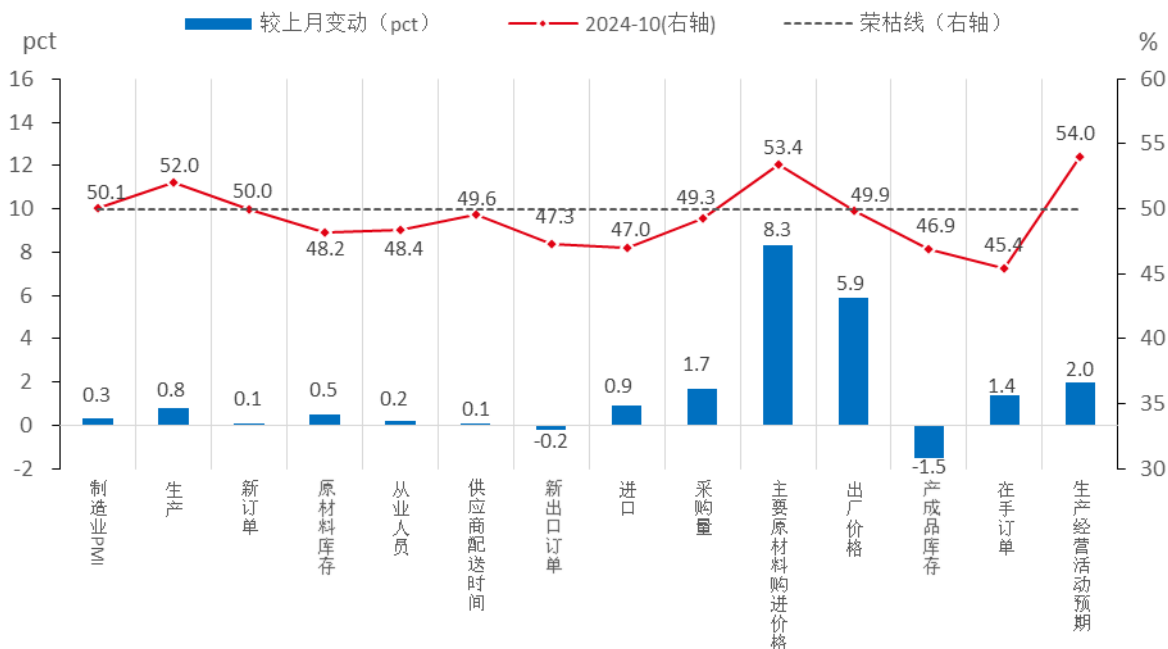


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

制造业PMI各分项多数改善，整体仍处于景气线下。环比看，13个分项中11项景气水平环比升高，2项下降；环比升幅较高的为主要原材料购进价格(+8.3 pct)、出厂价格(+5.9 pct)、生产经营活动预期(+2.0 pct)，环比下降的为产成品库存(-1.5 pct)、新出口订单(-0.2 pct)。从绝对数值上看，13个分项中3项处于扩张区间，1项持平景气线，9项处于收缩区间；处于扩张区间的为生产经营活动预期(54.0%)、主要原材料购进价格(53.4%)、生产(52.0%)，景气数

值较低的为在手订单（45.4%）、产成品库存（46.9%）、进口（47.0%），新订单指数持平景气线。

图表3：制造业 PMI 主要分项多数环比改善，整体仍处于景气线下

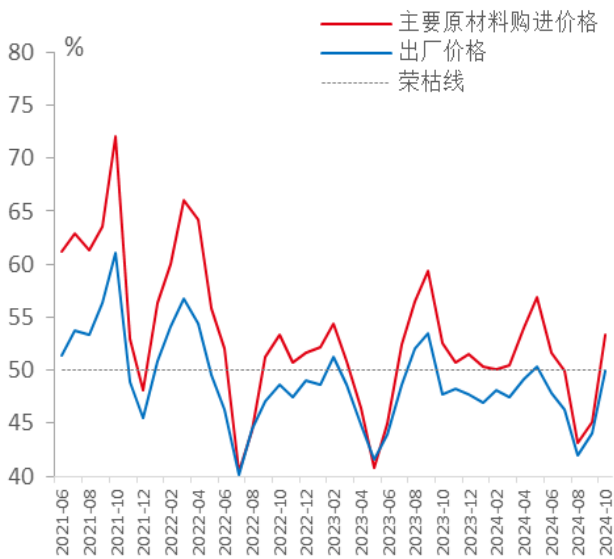


资料来源：iFind，中邮证券研究所

大宗商品价格上涨推动价格指数明显回升，上游金属冶炼压延行业价格处于高景气区间。受近期部分大宗商品价格上涨等因素影响，主要原材料购进价格指数为 53.4%，较上月升高 8.3 pct，时隔 3 个月重回扩张区间；出厂价格指数为 49.9%，较上月升高 5.9 pct，接近景气线，产品价格预期相对稳定。分行业看，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主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均升至 60.0% 以上高位景气区间，相关行业原材料采购价格和产品销售价格上涨较多。

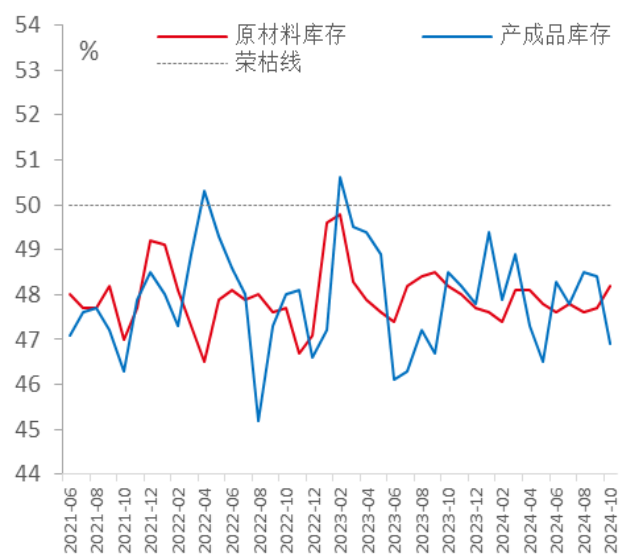
原材料库存指数回升，产成品库存指数继续下探，企业主动去库存趋势短期或将延续。10 月原材料库存指数为 48.2%，较上月升高 0.5 pct；产成品库存指数为 46.9%，较上月下降 1.5 pct。9 月规模以上工业企业连续两个月主动去库存，10 月制造业 PMI 产成品库存指数继续下行，企业库存略滞后于整体景气走势，景气回升初期主动去库存趋势或仍将延续一段时间，关注后续景气回升持续性与强度。

图表4：价格指数大幅回升



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

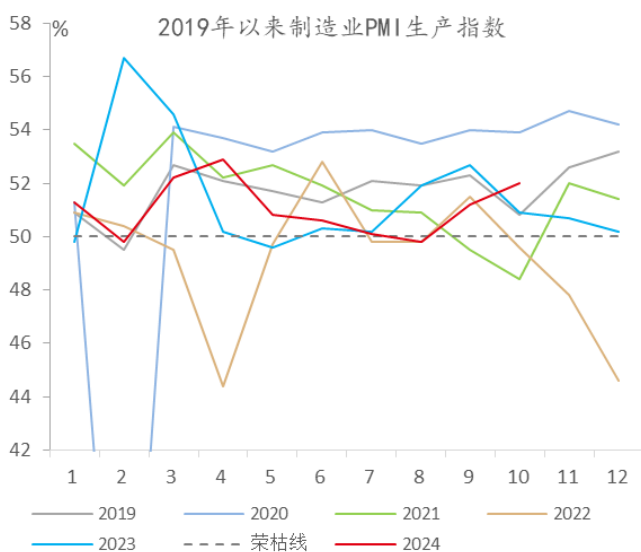
图表5：产成品库存指数继续下行



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

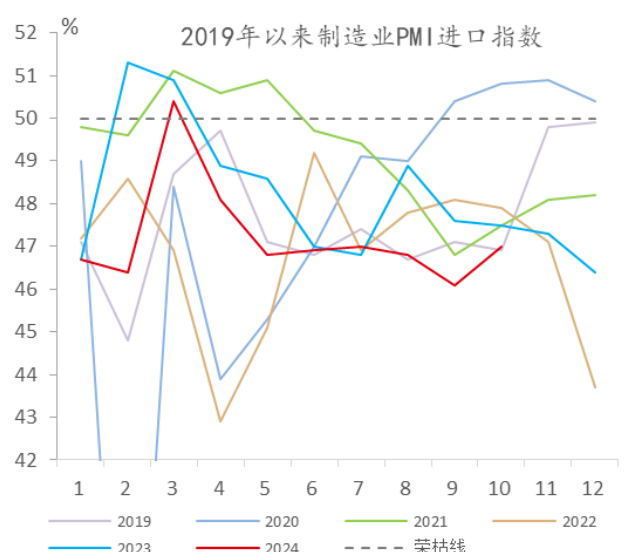
供给端，生产景气超季节性升高，供给端边际改善，强生产格局未变。(1) 生产指数超季节性上行，企业生产继续加快。10月制造业PMI生产指数为52.0%，较上月升高0.8 pct，强生产格局持续。历年10月份生产指数环比降多升少，2019-2023年五年环比变动均值为-1.3 pct，且五年均为下降，今年10月环比升高0.8 pct明显强于季节性。(2) 供给端其他指数环比均改善，进口指数为47.0%，较上月升高0.9 pct；采购量指数录得49.3%，较上月升高1.7 pct；从业人员指数录得48.4%，较上月升高0.2 pct。

图表6：生产指数走势强于季节性



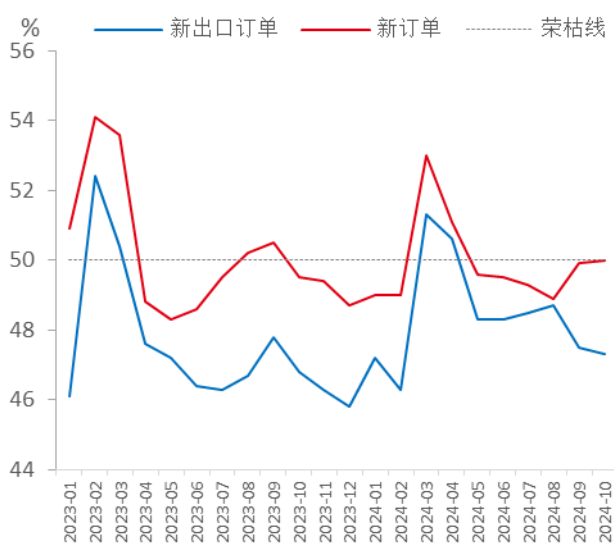
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表7：进口指数低位回升

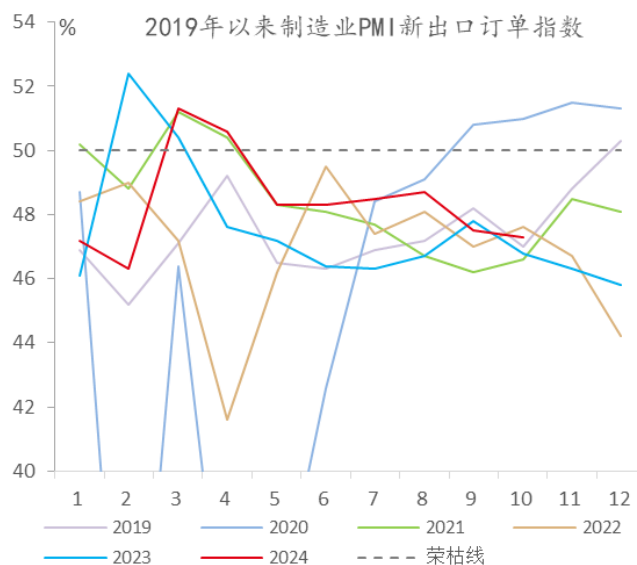


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

需求端，内需有所改善，外需边际走弱，出口压力或有所增大。(1) 新订单指数持平荣枯线，环比超季节性上行。10月新订单指数录得50.0%，较上月升高0.1 pct，持平荣枯线；环比走势上看，2019-2023年五年10月制造业PMI新订单指数环比变动均值为-0.82 pct，今年10月新订单指数走势强于季节性。(2) 新出口订单指数继续回落，海外需求边际走弱，出口压力或有所增大。10月新出口订单指数录得47.3%，较上月下降0.2 pct，景气度有所回落。韩国10月前20日出口金额同比增速-2.89%，降幅较上月同期扩大1.71 pct。从韩国出口数据上看，短期海外需求边际回落，中国出口压力或有所增大。(3) 在手订单指数录得45.4%，较上月升高1.4 pct，景气水平低位升高。(4) 从行业看，通用设备、汽车、电气机械器材等行业生产指数和新订单指数均位于54.0%以上，供需释放较快；木材加工及家具、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业生产指数和新订单指数均低于临界点，供需仍显不足。

图表8：新订单指数回升，新出口订单指数下降


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表9：新出口订单指数边际走弱


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

大中型企业景气升高，小企业景气下行。制造业PMI大型企业录得51.5%，较上月升高0.9 pct，扩张步伐加快；中型企业录得49.4%，较上月升高0.2 pct，景气边际改善；小型企业录得47.5%，较上月下降1.0 pct。不同类型企业景气度走势分化，反映上游原料加工、装备制造等中上游行业景气改善好于下游消费品、出口等小型企业，10月景气改善的政策功能较强。

2 服务业重回扩张，建筑业经营预期升高

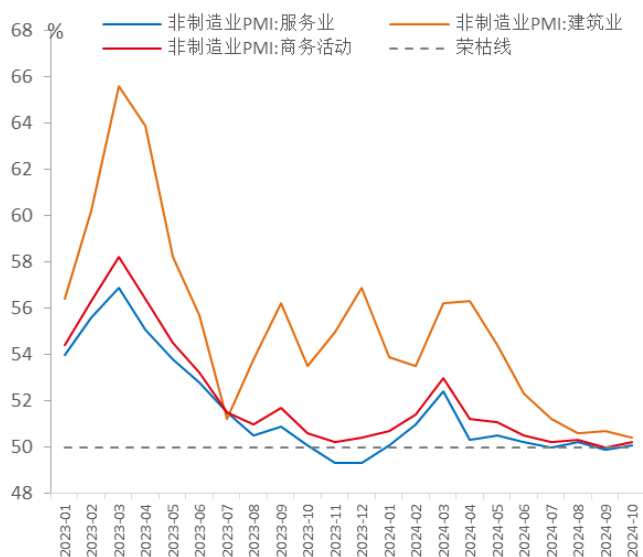
非制造业商务活动指数重回扩张区间，环比走势强于季节性。10月非制造业商务活动PMI录得50.2%，较上月升高0.2pct，时隔一个月重回扩张区间。从季节性上看，2019-2023年的五年10月非制造业商务活动PMI环比四年下降一年升高，均值为-0.88pct，今年10月环比走势强于季节性；从绝对数值上看，为近年来较低水平。

服务业重回扩张区间，国庆假期带动旅游、出行、娱乐等相关行业处于高景气区间，货币金融服务、资本市场服务业务活动预期较高。10月服务业商务活动指数为50.1%，较上月升高0.2pct，重回景气区间。从行业看，受国庆假期带动，与居民旅游出行相关的铁路运输、航空运输、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数均升至55.0%以上较高景气区间，市场活跃度明显提升；邮政、电信广播电视及卫星传输服务等行业商务活动指数在60.0%以上高位运行，业务总量保持较快增长；此外，住宿、房地产等行业商务活动指数仍低于临界点，但景气水平有所改善。服务业业务活动预期指数为56.2%，较上月升高1.6pct，升至较高景气区间，其中铁路运输、邮政、货币金融服务、资本市场服务等行业业务活动预期指数均高于65.0%。

建筑业景气边际回落，仍处扩张区间，政策脉冲提升建筑业经营预期。建筑业商务活动指数录得50.4%，较上月下降0.3pct，维持扩张。建筑业业务活动预期指数为55.2%，比上月升高2.1pct。其中，土木工程建筑业商务活动指数升至55.0%以上较高景气区间，基建施工进度有所加快。

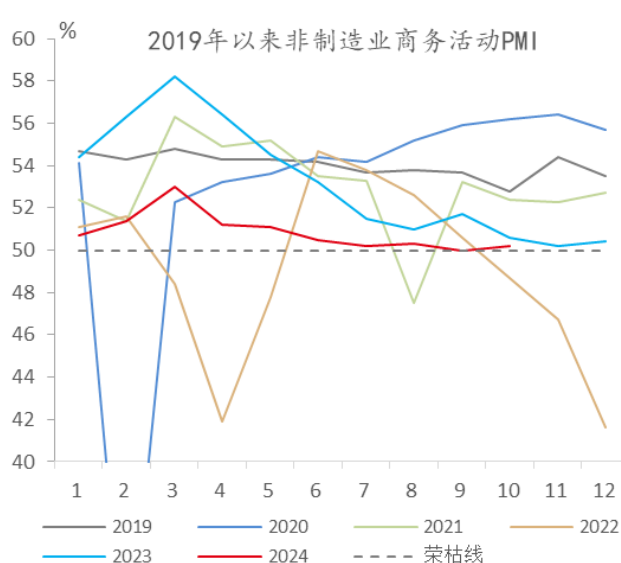
综合PMI产出指数升高，扩张有所加速。综合PMI产出指数为50.8%，较上月升高0.4pct，企业生产经营活动整体扩张加速。构成综合PMI产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为52.0%和50.2%，分别较上月升高0.8pct和0.2pct。

图表10：服务业重回扩张



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表11：商务活动指数环比走势超预期



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 总结：景气回升初期特征明显

10月制造业时隔5个月重回扩张区间，环比走势强于季节性，分项整体环比改善，内因为政策脉冲推升经济回暖预期，外因为大宗商品价格上涨推动价格指数明显回升，但同时多数指标处于景气线下，景气回升初期特征较为明显。当前新订单和进口指数均未回到景气线上，新出口订单、小企业景气度继续下降，总需求暂未呈现明显改善。微观上，企业9月利润降幅扩大、持续主动去库，短期经营仍偏谨慎，经营情况实际改善仍待政策落地；宏观上，本轮政策脉冲力度超以往，四季度景气持续上行或可期待。

4 风险提示

政策宽松力度不及预期，货币政策超预期收紧。

中邮证券投资评级说明

| 投资评级标准 | 类型 | 评级 | 说明 |
|---|-------|------|----------------------------|
| 报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上 |
| | | 增持 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间 |
| | | 中性 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 回避 | 预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 中性 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间 |
| | | 弱于大市 | 预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下 |
| | 可转债评级 | 推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间 |
| | | 中性 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间 |
| | | 回避 | 预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下 |

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048