制造业复苏继续巩固，小企业修复压力仍存

数据：10 月官方制造业 PMI 为 51.4（前值 51.5），非制造业 PMI 为 56.2（前值 55.9），综合 PMI 产出指数为 55.3（前值 55.1）。

1、10 月制造业 PMI 相对上月下降 0.1 个百分点，连续 8 个月运行在景气区间。需求改善有所加快，价格环比继续回升。

（1）供需角度看，生产较上月下行（-0.1 至 53.9），新订单指数持平（+0.0 至 52.8），四季度初期经济继续保持平稳修复态势。

（2）采购库存角度，原材料库存在收缩区内下行（-0.5 至 48.0），产成品库存在收缩区间内下行（-0.5 至 44.9），采购量下行（-0.5 至 53.1），制造业主要原材料、产成品库存量有所减少。

（3）从价格来看，主要原材料购进价格指数上升（+0.3 至 58.8），出厂价格指数上行（+0.7 至 53.2）。

（4）进出口看，进口在扩张区间上行（+0.4 至 50.8），出口上升（+0.2 至 51.0）。

（5）就业压力仍处于荣枯线以下。从业人员指数较上月下行（-0.3 至 49.3）。

（6）企业规模看，大型企业上行（+0.1 至 52.6），中型企业下行（-0.1 至 50.6），小型企业下行（-0.7 至 49.4）；小型企业跌破荣枯线。

（7）生产经营活动预期上行（+0.1 至 58.7），市场信心继续改善。

2、10 月非制造业商务活动指数上升，其中服务业复苏势头强劲，建筑业高位稍有回落。在双节的带动下，消费需求加快释放，服务业保持复苏态势，企业信心进一步增强。服务业商务活动指数为 55.5%，比上月上升 0.3 个百分点，对经济增长形成支撑。随着国内疫情防控形势趋于稳定，居民消费需求加快释放，住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数持续回升，需求与供给逐步实现良性循环。建筑业稍有回落，但仍保持高景气水平，运行平稳。

3、10 月 PMI 数据有四点值得关注：（1）制造业的供给端和需求端仍保持较快恢复，制造业内生动力增加。供给端来看，制造业生产指数为 53.9，仍然处于高位，但边际力量有所减弱，后续提升空间可能有限；需求继续回暖，进口提升明显，国内国际双循环政策效果继续显现。制造业库存指数有所下降，说明企业还在处于被动去库存和主动补库存的转换阶段。整体看，新动能产业升级步伐加快，未来有望继续支撑制造业的回暖。制造业 PMI 连续 8 个月位于扩张区间，受疫情影响较大的行业也呈现加快复苏的态势。**（2）进出口指数在荣枯线以上同步回升，对我国贸易起到支撑作用。**进出口状况继续改善，新出口订单指数升至 51.0。国内大循环使我国建立了供给能力的优势，同时稳外贸的政策落地，叠加世界主要经济体的制造业在修复进程中，进出口表现出较强的态势，预计四季度进出口数据向好，将延续稳步增长。**（3）小型企业 PMI 回落，跌破荣枯线。**大、中型企业制造业 PMI 均基本与上月持平，但小型企业 PMI 为 50.1%。小型企业主要受新订单指数和库存指数的回落拖累，显示出小型企业需求不足。小型企业工业利润同比增速三季度明显放缓，多国疫情的反复也造成了外需的不确定性，国际物流周期加长，原材料采购有一定的压力。政府未来仍需积极应对疫情二次反弹对中国中小企业需求和产业链的负面影响。**（4）建筑业 PMI 稍有回落，未来将会逐步改善，基建投资预计进一步回升。**建筑业 PMI 回落主要受新订单回落（-3.8 至 53.1）的拖累；而建筑业业务活动预期指数继续保持高位。专项债的扩容继续为基建投资平稳发力提供了重要保障，1-9 月基础设施投资同比年内首次转正，房地产投资也在继续回暖，建筑业或将持续改善。往前看，随着国内经济逐步恢复正常化，基建稳步推进，投资力度加大，财政政策正在由前期救助转向内需反补外需的经济刺激，逆周期政策的力度也将明显加强，基建投资预计将进一步回升。

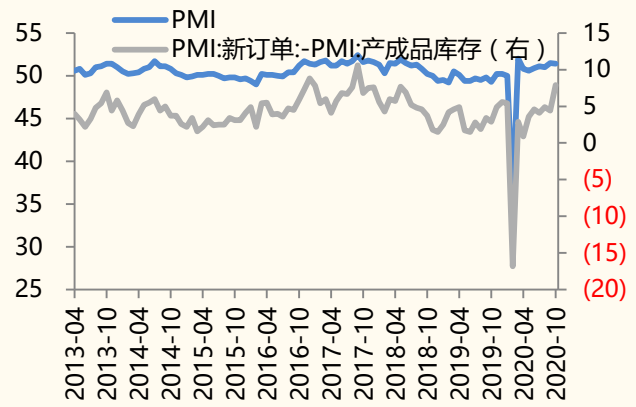
风险提示：财政宽松力度不足、货币政策过紧、信用进一步收缩、房地产行业出现风险、中美贸易摩擦升温。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

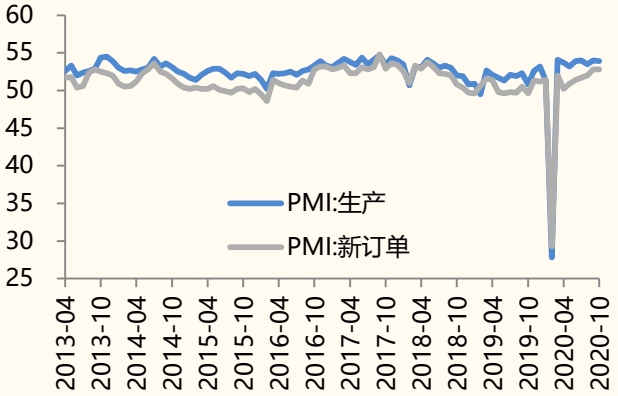
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

图表 1：10 月制造业 PMI 继续回暖



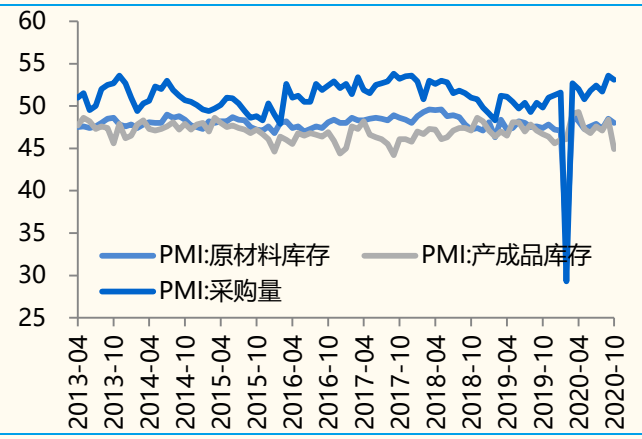
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 2：制造业生产和新订单指数保持高位



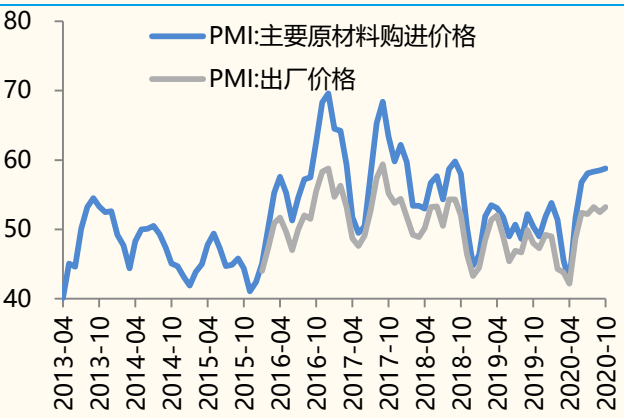
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 3：原材料库存、产成品库存指数下行



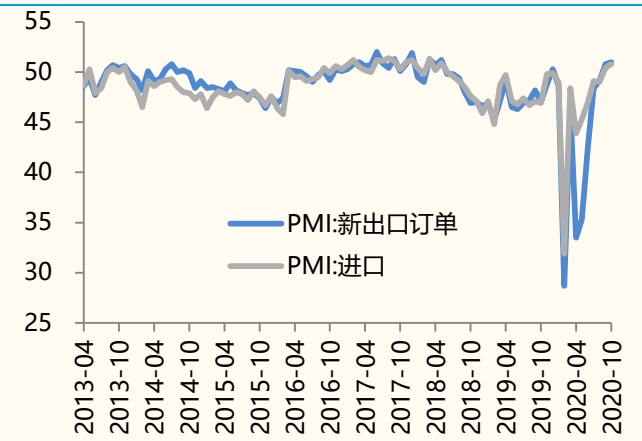
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 4：主要原材料购进价格和出厂价格指数上升



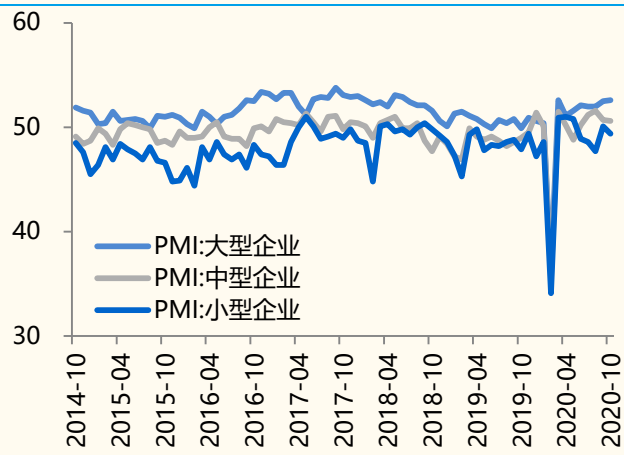
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 5：进出口指数继续上升



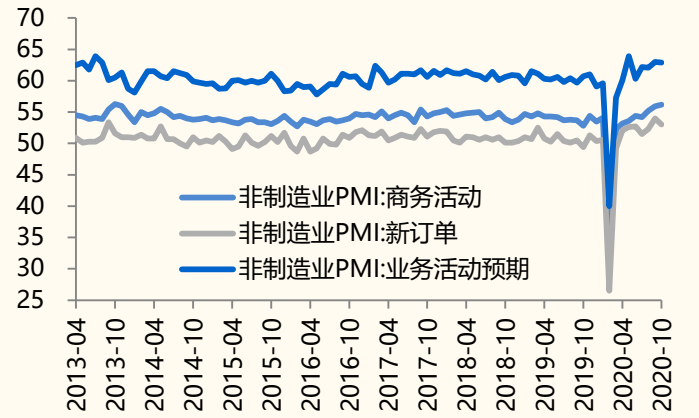
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 6：小型企业景气度下降



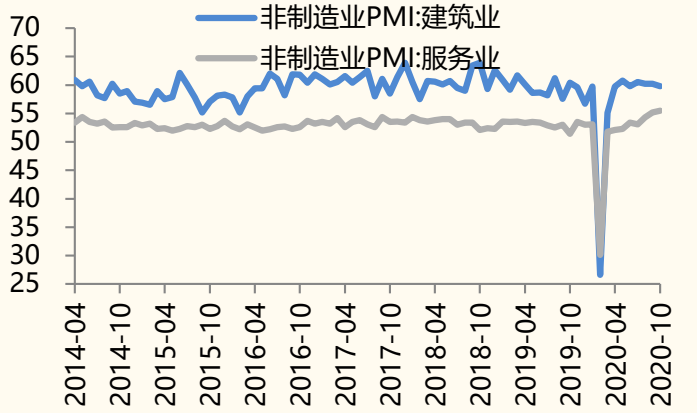
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 7：非制造业商务活动指数有所回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表 8：建筑业稍有回落，服务业指数改善加快



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

风险提示：

1. 财政宽松力度不足，减税降费力度不够或者执行力度不够，难以对冲经济下行压力，导致企业盈利进一步下降，失业等问题加剧；

2. 货币政策短期过紧导致名义利率上升，同时物价下滑，实际利率上行将对经济增长产生较大的下行压力；

3. 金融去杠杆叠加货币政策趋紧，令政策层面对经济增长的压力上升，导致阶段性经济增长失速；

4. 房地产市场持续收紧，叠加资管新规严格执行程度超预期，可能造成部分金融机构出现风险，从而导致系统性风险发生概率上升；

5. 中美贸易摩擦升温，对双方需求形成较大冲击；如果美联储加息速度和幅度高于市场预期，将推升美元大幅上升，资本流入美国，新兴市场将再度面临资本流出，可能诱发风险。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH