下载日志已记录，仅供内部参考



广发研究 GF RESEARCH

Macroeconomic

# 10 月 EPMI 改善幅度超季节性

王丹

SAC 执证号：
S0260521040001
SFC CE.no: BXS434
010-59136677
bjwangdan@gf.com.cn

**10 月 EPMI（战略性新兴产业采购经理人指数）环比上行 5.7 个点至 58.0。我们理解该指标有两个维度的积极意义：一是从季节性看，虽然 10 月 EPMI 环比自有数据以来均呈现上行特征，但数据均值是 3.9 个点，5.7 个点的上行幅度超季节性；二是从绝对景气度看也不低，58.0 的景气水平为 2021 年以来同期次高，仅低于去年同期，好于 2021-2024 年 10 月。**

据中采咨询（下同），10 月 EPMI 环比上行 5.7 个点至 58.0。

有数据以来（2014-2025 年）10 月 EPMI 环比普遍呈现季节性上行，最小上行幅度为 0.2 个点（2021 年 10 月），最大上行幅度为 7.3 个点（2025 年 10 月），平均上行幅度为 3.9 个点。

58 的绝对景气水平为 2021 年以来同期次高，仅低于 2025 年 10 月的 59.7，好于 2021-2024 年 10 月景气水平。

**产需、采购、库存指标均呈环比上行特征。（1）10 月新兴产业供给端（生产、采购、自有库存）和需求端（产品订货和出口订货指标）均延续上行趋势，秋季旺季特征明显；（2）10 月生产量和产品订货环比分别上行 10.6 和 9.9 个点，今年秋旺季（8-10 月）连续 3 个月生产指标上行幅度小幅强于订单；（3）以产需比例指标（生产与产品订货指标差值）观测，10 月产需比例为 3.1，高于 9 月的 2.4 和今年 1-9 月 1.6 的平均水平，显示可能存在产业趋势、政策趋势、市场竞争趋势对企业生产的推动，从而供给端表现整体好于需求。**

生产端，10 月生产量指数环比上行 10.6 个点（前值为上行 7.4 个点，下同），采购量环比上行 5.1 个点（+7.7pct）；自有库存上行 5.1 个点（+3.0pct）。

需求端，10 月产品订货指数环比上行 9.9 个点（+6.6pct），出口订货环比上行 3.9 个点（+4.6pct），用户库存环比上行 1.0 个点（-1.9pct）。

10 月产需比例（生产指标与产品订货指标差值）3.1，前值为 2.4；2021-2025 年产需比例的均值分别为 0.7、2.2、3.3、3.6 和 1.1；今年 1-9 月产需比例均值为 1.6。

**两大价格指标继续上行。10 月新兴产业购进价格和销售价格两大指数环比分别上行 0.3 和 0.6 个点，分别连续 3 个月和 4 个月环比上行。但 10 月环比涨幅相较于 9 月明显放缓，我们估计同期 PPI 环比也会有所放缓。受益于价格条件的改善，尤其是销售价格涨幅在 9-10 月均强于购进价格，新兴产业利润指标连续第 2 个月显著上行。**

10 月购进价格环比上行 0.3 个点（+1.6pct），销售价格环比上行 0.6 个点（+3.8pct），利润指标环比上行 9.6 个点（+5.0pct），应收账款环比上行 3.6 个点（+2.0pct）。

**10 月贷款难度指标意外有所上行，与 9 月底央行下调 PSL 利率、增加科技与技术改造再贷款额度等[1]方向似乎略有背离。我们理解，一则 EPMI 贷款难度指标变化受季节性和假期影响，9 月的大幅下行为 10 月带来较大基数影响；二是 10 月 9 日中共中央、国务院印发《关于发展新质生产力的**

下载日志已记录，仅供内部参考



**意见》，明确强调“不能脱实向虚、贪大求全、搞泡沫化”、“不能盲目求新、顾此失彼”、“严禁借发展新质生产力之名违规滥用政策，对一哄而上、盲目投资等造成重大损失的严肃追究责任”[2]。**

10 月贷款难度环比上行 5.4 个点（-4.4pct）。

**企业新产品投放节奏大幅加快。10 月新兴产业研发活动、新产品投产指标环比分别上行 1.5 和 10.0 个点。下半年是消费电子与新能源汽车等新兴产业新品发布和销售的传统旺季，同期有广交会[3]、工博会[4]等先进制造相关展会，企业需要集中进行产能投放和备货，以匹配终端需求的放量节奏。2024 年、2025 年 10 月新产品投产环比分别上行 5.1 和 6.5 个点。**

10 月研发活动指标环比上行 1.5 个点（-1.1pct），新产品投产环比上行 10.0 个点（-3.3pct），经营预期环比上行 1.4 个点（-1.1pct）。

10 月就业指标环比上行 0.9 个点（+2.5pct）。

**细分行业看，高端装备、新一代信息技术、新材料景气领先。（1）10 月新一代信息技术、高端装备两大行业景气上行至 60 以上，显著好于其他行业，此外，新材料行业景气高出季节性均值 7.1 个点；（2）生物产业景气环比大幅上行 7.0 个点，与季节性均值差距收窄至 0.2 个点，景气修复特征明显；（3）节能环保景气环比微降 0.7 个点，今年前 8 个月一般公共预算支出中节能环保项同比下降 12.3%，或对相关行业景气形成约束。**

细分行业方面，10 月 7 大新兴产业景气均位于荣枯线上方；新一代信息技术、高端装备制造两大行业景气领先，位于 60 以上；新能源汽车、生物产业、新材料、新能源景气位于 55-60 之间；节能环保行业景气最低，仅略高于景气荣枯线。

从环比看，节能环保行业景气环比小幅下降 0.7 个点，其余行业景气普遍改善，其中，新一代信息技术、生物产业、新材料、新能源汽车、新能源行业景气环比分别上行 8.2、7.0、6.4、6.0 和 5.3 个点，高端装备制造景气环比上行 3.6 个点。

与季节性均值（过去 5 年 10 月均值）相比，高端装备、新材料、新一代信息技术景气分别高出季节性均值 8.0、7.1 和 6.5 个点；生物产业、节能环保、新能源汽车、新能源分别低于季节性均值 0.2、1.8、3.2 和 3.4 个点。

**我们进一步关注新一代信息技术行业的出口。新一代信息技术出口情况关系到“全球 AI 资本开支→亚洲半导体出口”的产业链验证，一直备受关注。其出口订货指标在 6-7 月回调、8-10 月大幅上行，8-9 月环比上行幅度分别为 0.3、10.8 个点，10 月则继续环比上行 7.8 个点。从韩国 10 月前 10 日半导体出口来看，增速低于 9 月，但同比仍达 170.9%。**

10 月新一代信息技术行业出口订单环比大幅上行 7.8 个点至 60.3，连续 3 个月环比上行。

10 月韩国前 10 日出口同比增长 102%，好于 9 月的 83.5%；前 10 日半导体出口同比增长 170.93%，低于 9 月的 262.8%。

**月末将照例公布整体制造业的 PMI。从历史上的季节性特征看，制造业 PMI 在 10 月以环比下行为主，过去 10 年环比平均降幅为 0.4 个点，或与工作日天数的减少有关。今年中秋假期开始于 9 月下旬，可能会导致消费品制造业的生产和备货提前；但 9 月地方政府投资进度并不快，政策性金融工具当月落地 1000 亿左右，10 月可能会是财政赶进度和投资加速的时段。从高频数据中我们也能看到一些端倪，基建水泥直供量等建筑行业高频数据自 10 月第二周环比开始好转（详见报告《10 月经济初窥》），重大项目可能会对 10 月 PMI 表现形成支持。**

10 月制造业 PMI 季节性特征以环比走弱为主，过去 10 年（2016-2025 年）中，制造业 PMI 两次环比上行（2016 和 2024 年）、8 次环比下降；过去 10 年 10 月环比均值为-0.4 个点。

我们在此前报告《10 月经济初窥》中提示假期分布对消费的影响，“由于今年 9 月 25 日起就开始承接中秋消费；部分居民通过 9 月 28-30 日休假

下载日志已记录，仅供内部参考



连接中秋和国庆假期，也有利期间消费，所以部分消费可能会在 9 月有一个提前释放，10 月消费数据可能略有吃亏。”

**前期公布的 9 月经济数据较 7-8 月有明显好转，出口高增、投资改善是背后的两个驱动因素。EPMI 作为三大软指标之一，10 月的超季节性则继续带来积极信号，经济基本面企稳概率进一步加大。对于股票市场来说，6 月下旬以来的调整一是全球科技资产的同步反应；二是对三季度内需放缓的担忧。至目前时段，前一逻辑已表达相对充分，调整后 A 股在赔率上的吸引力已初步打开；后一逻辑已经变化，政策升温和内需企稳是形成中的新趋势，对市场定价环境的认识可以更为积极一些。**

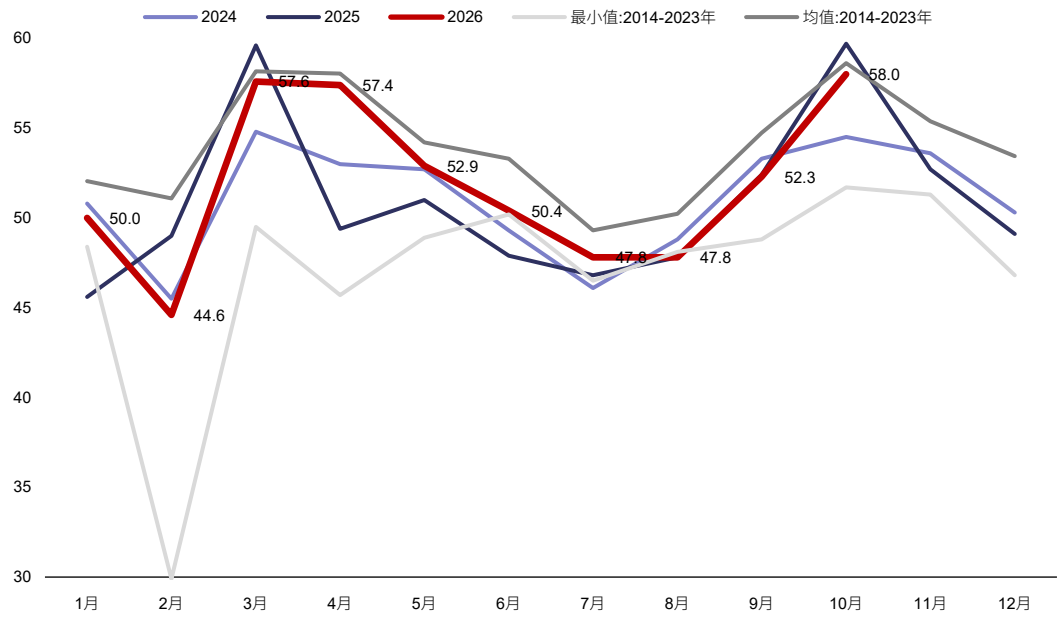
**风险提示：**国内政策稳增长力度或政策落地效果不及预期；价格改善趋势出现再次回调；国际地缘政治风险出现超预期的变化；海外金融市场和流动性环境变化超预期；季节性调整等因素导致 EPMI 可能与制造业 PMI 单月波动出现背离，对 EPMI 行业景气变化的理解与实际情况有出入。



下载日志已记录，仅供内部参考

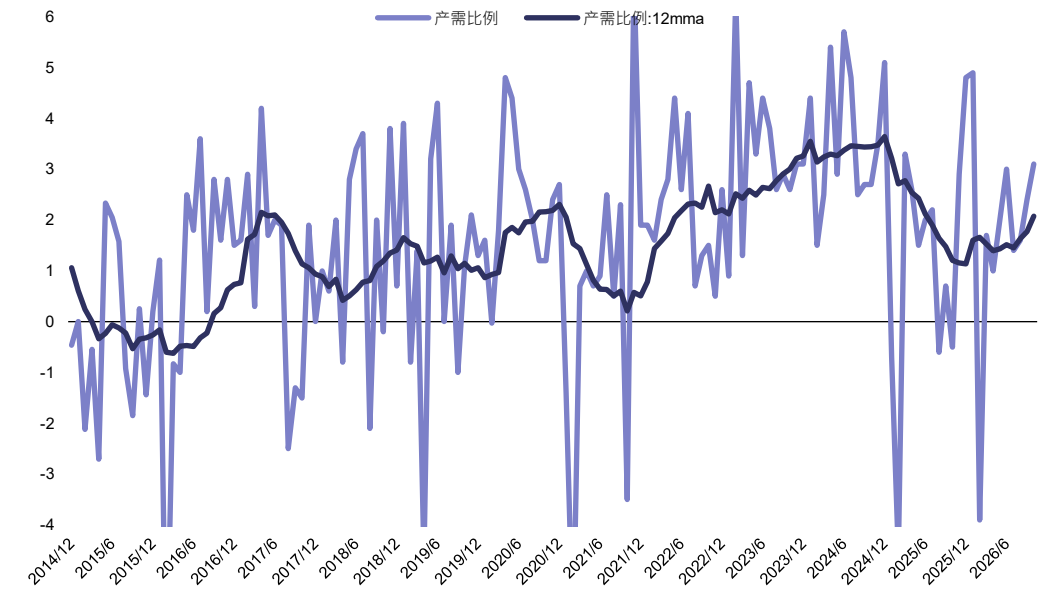


图 1：10 月 EPMI 上行幅度超季节性




数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图 2：10 月产需比例指标继续小幅上行

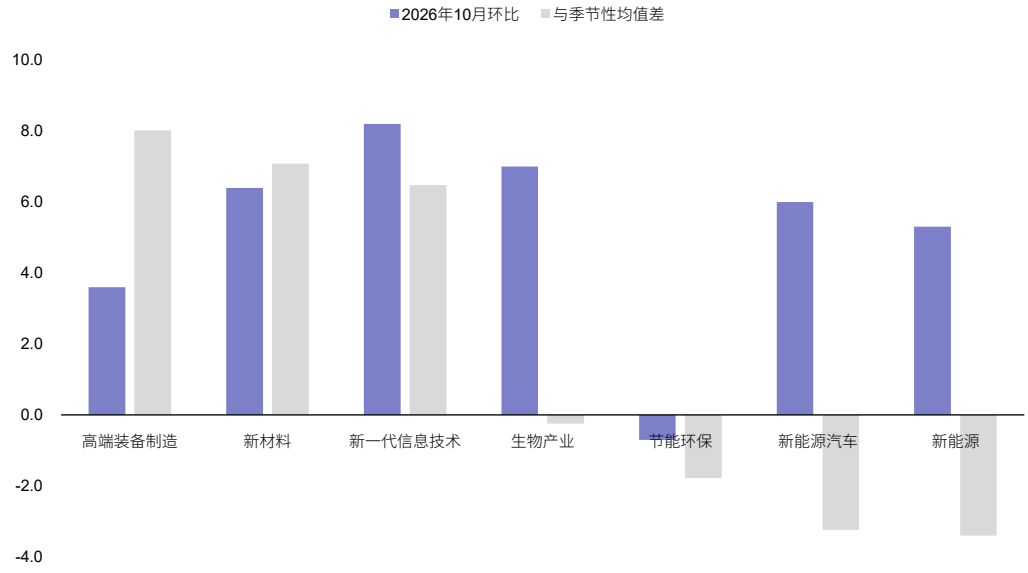



数据来源：中采咨询、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

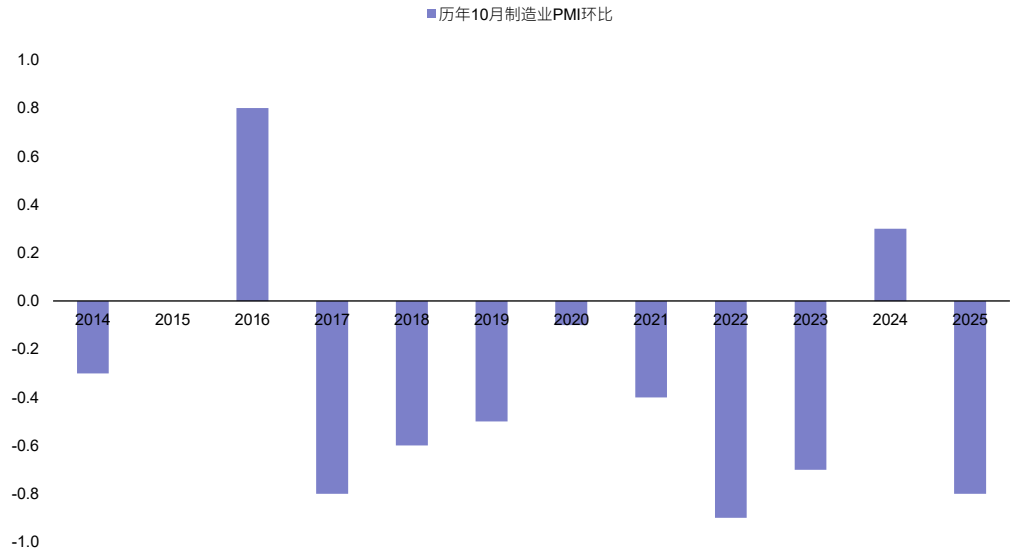


图 3：各细分战略性新兴产业 10 月环比变化及与季节性均值差（pct）




数据来源：中采咨询、广发证券发展研究中心（注：季节性均值取过去 5 年同期算术平均）

图 4：历年制造业 PMI 在 10 月环比变化（pct）




数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



## 广发宏观研究小组

郭 磊 ：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。

陈礼清 ：联席首席分析师，金融学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

贺骁束 ：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。

钟林楠 ：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

王 丹 ：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

陈嘉荔 ：资深分析师，理学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

文永恒 ：资深分析师，经济学博士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

# 分析师及联系人



王丹

SAC 执证号：S0260521040001
SFC CE No. BXS434
bjwangdan@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考



**广发证券**
**行业投资评级说明**

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

**广发证券**
**公司投资评级说明**

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

**联系我们**


| 地址 | 邮政编码 | 客服邮箱 |
| --- | --- | --- |
| 广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼 | 510627 | gfzqyf@gf.com.cn |
| 深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 518026 | |
| 北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 100045 | |
| 上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼 | 200120 | |
| 香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼 | - | |


**法律主体声明**

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

**重要声明**

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

下载日志已记录，仅供内部参考



**权益披露**

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

**版权声明**

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。