

【华西固收研究】企业去库加快，结构性问题仍在

——10月PMI数据点评 20201031

事件概述：

国家统计局发布10月PMI数据，制造业PMI数据录得51.4%，环比回落0.1pct，非制造业PMI数据录得56.2%，环比提升0.3pct，综合PMI产出指数为55.3%，环比提升0.2pct。

分析与判断：

► 制造业：

整体需求稳步扩张，外需加速改善

本月，制造业新订单指数录得52.8%，较上月持平，整体需求保持稳步扩张。其中新出口订单指数录得51.0%，较上月提升0.2pct，连续两个月处在荣枯线上方，表明外需在加速改善。或是受到上月去库放缓的影响，本月制造业企业在生产端的表现有所回落。生产指数回落0.1pct至53.9%，而采购量指数回落0.5pct至53.1%。

我国目前仍然处于需求拉动生产的模式中，生产周期、库存周期的波动仍然取决于需求改善的速度和预期。尽管当前国内经济处于复苏阶段，内外需共振向好，企业正在由前期的去库向补库过渡，但地产周期受到压制叠加冬季疫情反复导致企业预期不稳，在补库的力度和速度上或将有所迟疑。

原材料价格、出厂价格指数加速提升

从价格方面来看，本月制造业企业出厂价格指数、主要原材料购进价格指数仍然保持在荣枯线上方，价格整体较上月表现为上涨。同时，两个价格指数本月均出现了一定程度的提升，出厂价格指数提升0.7pct，主要原材料购进价格提升0.3pct。自5月份以来，上游价格指数持续提升，而下游则表现为波动上行，上游原材料供给方仍然处于产业链上相对强势一方。整体来看，10月PPI仍有支撑，归零的趋势依然存在。

结构再度分化，小企业指数落下荣枯线

本月，大、中、小型企业PMI分别为52.6%，50.6%和49.4%，分别较上月变化+0.1、-0.1、-0.7pct，小型企业再度落于荣枯线下方。从趋势上看，大型企业稳定性较高，连续三个月加速扩张；中型企业则连续三个月放缓扩张的速度；而小型企业则波动性较大，近5个月仅9月份处于扩张状态。小型企业更易受到外部环境的冲击，恢复的难度要大于大中型企业，结构性问题仍然是当前宏观经济中较为关键的一环。

► 非制造业：

建筑业高位回落，需求端显著放缓

本月建筑业PMI高位回落，录得59.8%，较上月回落0.4pct。需求方面，建筑业新订单指数录得53.1%，较上月大幅回落3.8pct。我们认为，需求端的回落反映了地产在政策高压下投资放缓的趋势，进一步确认了地产周期向下拐点的临近。价格方面，投入品价格指数与销售价格指数均出现回升，分别回升了1.6、1.3pct。业务活动预期回落0.7pct，或与地产投资放缓及冷冬对施工环境影响有关。

服务业稳中向好，新订单有所回落

本月服务业 PMI 录得 55.5%，较上月回升 0.3pct，景气度延续了改善的趋势。双节过后，居民在服务业方面的需求有所放缓，新订单指数录得 52.9%，较上月回落 0.6pct。价格方面，投入品价格、销售价格分别回升 0.1、0.4pct，但销售价格仍然处在荣枯线下方，服务业盈利状况仍未出现明显修复。

投资建议：补库并非一蹴而就，交易策略仍有机会

本月 PMI 数据中反映出的企业库存状况值得关注，在需求拉动生产的模式下，库存周期与企业预期有较大相关性。从十九届五中全会来看，政策层面将逐渐淡化对增长速度的要求，将重心放在质量和结构上，这意味着接下来的逆周期调节政策将保持较为克制的状态。考虑到地产投资预计放缓，冬季海外疫情正在反弹，企业对需求的预期并不会太稳定，因此本轮补库的过程可能不会一蹴而就，制造业投资也存在波动的可能性。而新增地方政府债发行的结束（还有小部分借新还旧）意味着供给压力进一步趋缓，短期基本面和资金面均无过大压力。

2021 年一季度较高的名义增速（确定性较高）是在中期视角制约利率债行情的重要因素，市场当前对这点的预期也较为悲观。这决定了大部分投资者难以在中期维度看多利率债，当前投资者更多的是在做短期博弈，多头力量并不坚定，容易在获利后翻空，因此 11-12 月预计难以形成趋势性的反弹。

我们认为，从基本面和资金面角度看，年内利率债仍有阶段性的机会，但市场难以形成中期维度的看多预期，因此交易策略仍将在短期内占优，配置盘建议逢高关注中长端利率债的投资机会。

另外，近期需要警惕外部环境变动（疫情、美国大选）再次引起全球流动性紧张的风险。

风险提示

中美关系存在一定的不确定性；海外疫情出现反弹。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

研究助理：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

联系电话：010-59775371

研究助理：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2020年10月PMI数据一览

联系人: 樊信江/顾子琦/孙嘉伦/张伟/杨锦明

图1: 制造业PMI小幅回落0.1pct, 非制造业PMI提升0.3pct

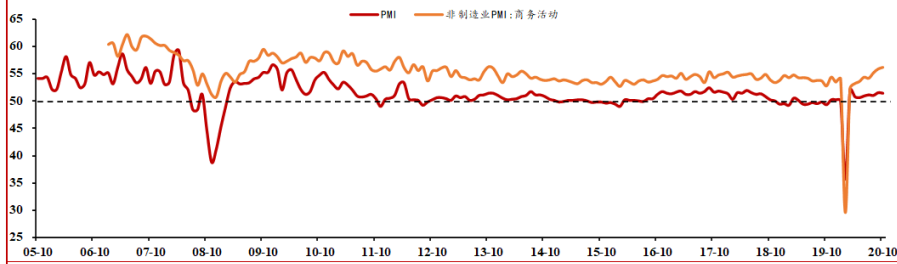


图2: 制造业PMI——较上月回落0.1pct, 录得51.4%

图3: 非制造业PMI——较上月提升0.3pct, 录得56.2%

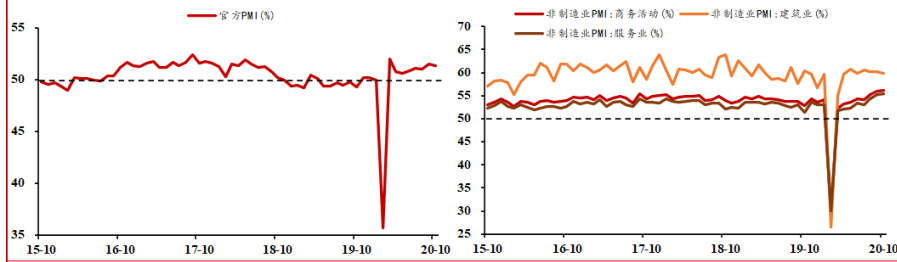


图4: 制造业PMI——产成品库存指数出现明显回落

图5: 非制造业PMI——新出口订单、在手订单有所回落

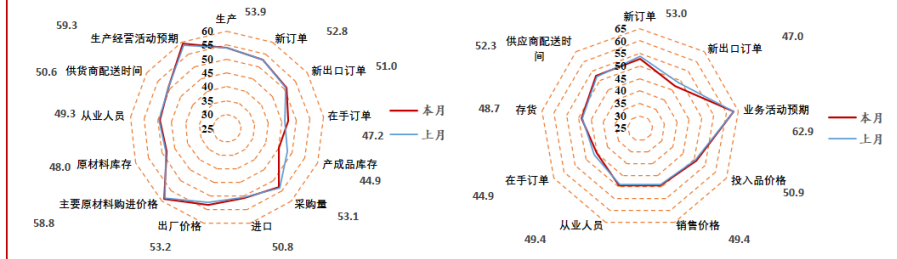


图6: 制造业PMI——产需缺口继续收窄, 生产动能回升

图7: 制造业PMI——企业去库速度有所加快

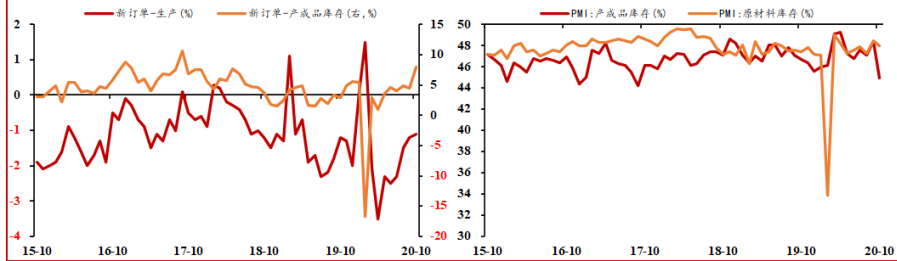


图8: 制造业PMI——大型企业持续向好, 小型企业承压

图9: 制造业PMI——生产预期指数提升0.6pct

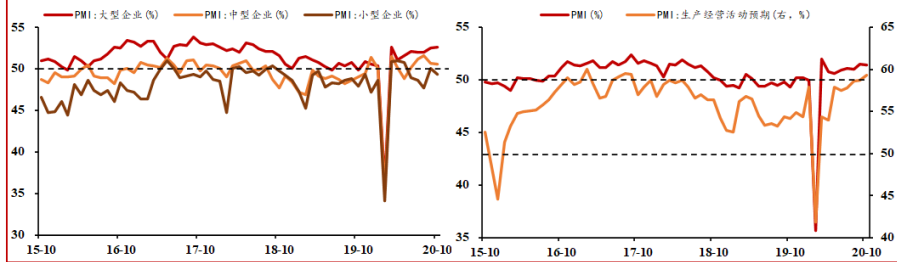
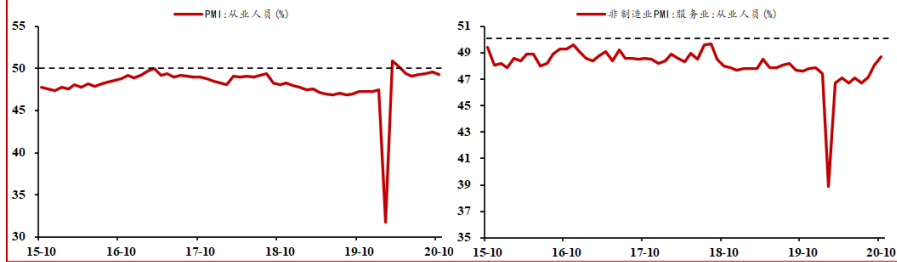


图10: 制造业PMI——从业人员指数小幅回落

图11: 非制造业PMI——从业人员指数继续回升



资料来源: 国家统计局, 华西证券研究所
免责声明: 本信息为公开信息收集整理所得, 仅面向华西证券的专业投资机构客户, 仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下, 本信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有, 华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可, 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。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。2年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员，拥有2年证券研究经验。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_1740

