

宏观观点评

行业景气分化，库存重新回落—10月PMI的5大信号

事件：10月官方制造业PMI 51.4%（前值51.5%）；非制造业PMI 56.2%（前值55.9%）。

核心观点：PMI持续站上荣枯线，服务业和需求端延续修复，预示经济上行趋势不改。

1、10月制造业PMI微跌，已连续8个月高于荣枯线。10月制造业PMI较上月微跌0.1个百分点至51.4%，略高于预期的51.3%，仍处于2018年Q3以来高位（仅低于今年3月、9月）。分项涨跌互现，其中：10月生产指数微跌0.1个百分点至53.9%，新订单指数较上月持平于52.8%。同时，10月非制造业PMI 56.2%，较上月提升0.3个百分点，但升幅有所收窄。

2、分项看，提示重点关注供需端、贸易端、价格和库存端、企业和就业端的信号：

1）生产微跌需求续涨，供需分化继续收敛。供给端，10月生产指数微跌0.1个百分点，工业生产仍维持高位震荡；需求端，新订单、在手订单指数均连续第6个月回升或持平，反映需求持续回暖。10月PMI供需两端的差距继续收窄，持续验证我们前期判断，即随着下半年供需分化将逐步收敛，利于释放增长动能。

2）进出口订单连续2个月位于扩张区间，10月出口可能仍然较强。10月新出口订单指数继续回升0.2个百分点至51.0%，连续第6个月反弹，连续2个月位于扩张区间，创2018年下半年以来新高，与10月中国出口集装箱运价指数（CCFI）持续上行续创新高相互验证，预示10月出口可能也表现较好。10月进口订单指数回升0.4个百分点至50.8%，反映内需稳健复苏。应注意的是，本月反映内需的进口指数比反映外需的出口指数回升幅度更大，为5月份内外需开始修复以来首次出现，其背后应是反映了国内外疫情防控和经济复苏形势的差异。

3）价格回升，库存重新去化，全面补库可能在年底年初。价格方面，10月原材料价格指数、出厂价格指数分别回升0.3、0.7个百分点至58.8%、53.2%，企业利润空间有所改善；受生活资料和油价下跌影响，预计10月PPI同比为-2.1%至-2.2%（9月-2.1%、8月-2%），后续随着需求改善，PPI同比中枢仍趋于抬升。库存方面，10月PMI产成品库存指数大幅回落3.5个百分点至44.9%，而9月产成品存货累计增速是继续回升的，这种背离可能反映了10月在生产微跌，而线下消费等需求继续加速回暖的环境下，库存整体再次转为去化。重申前期观点，目前库存水平不低，仅依靠经济内生修复带动的库存反弹力度可能较弱，期间也可能出现短暂震荡去化；但考虑到经济持续复苏仍是大趋势，我们仍预计后续库存整体趋于震荡上行，全面补库可能在年底年初（具体请参考前期报告《补库开始了么？—兼评8月工业企业利润》、《关注补库已持续两月—9月工业企业利润数据点评》）。

4）小企业景气度重回收缩区间，各行业就业形势分化。10月大中小企业PMI分别变动0.1、-0.1、-0.7个百分点至52.6%、50.6%、49.4%，其中小企业景气度在上月短暂回升后再度回落，重新回到收缩区间，明显低于制造业总体水平，反映小企业市场需求尤显不足，经营压力仍大。10月制造业、服务业、建筑业从业人员指数分别变动-0.3、0.6、-1.4个百分点至49.3%、48.7%、53.2%，反映各行业就业形势跟随基本面变动特点而趋于分化，服务业景气度修复较快。

5）服务业修复持续加速，建筑业景气分化。10月服务业PMI续升0.3个百分点至55.5%，再创2018年2月以来新高，反映了在国内疫情受控和国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强，线下餐饮、住宿、旅游等消费需求加快释放，推动我国经济复苏动能加快转换。10月建筑业PMI回落0.4个百分点至59.8%，而其中土木工程建筑业指数较上月提升4.4个百分点，可能反映前期基建项目逐步落地，基建施工加速，而房地产建筑施工在政策收紧限制下则有所回落。

3、总体看，PMI预示经济延续复苏，但各行业景气度趋于分化，其中服务业和需求端修复情况明显好于制造业、建筑业和生产端。目前我国经济和就业整体复苏态势良好，但小微企业景气度、大学生就业等结构性压力仍大，海外疫情和地缘政治风险仍高，政策回归中性但并未实质性转向。维持此前判断，未来经济走势取决于政策节奏和疫情演化：一方面，短期密切跟踪“十四五”规划释放的信号，包括基于“双循环”的扩内需、促消费、科技创新、提升产业链水平、都市圈城市群等等；另一方面，关注欧美疫情反弹对经济尤其是出口的干扰。

风险提示：政策效果不及预期，疫情演化超预期，中美冲突超预期

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

1、《不一样的五中全会，不一样的“十四五”规划》

2020-10-29

2、《关注补库已持续两月—9月工业企业利润数据点评》2020-10-27

3、《高频与政策半月观—美欧疫情连创新高，央行重提总闸门，“十四五”规划四大看点》2020-10-25

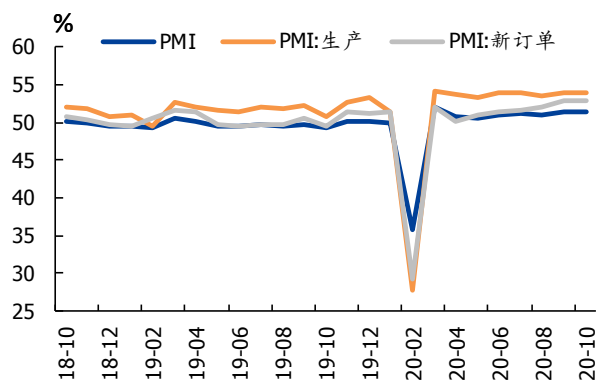
4、《三季度GDP增速为何低于预期？》2020-10-19

5、《CPI-PPI剪刀差持续收窄，对经济和资产价格有何影响？》2020-10-15

6、《复苏提速，库存回升—9月PMI的5大信号》2020-09-30

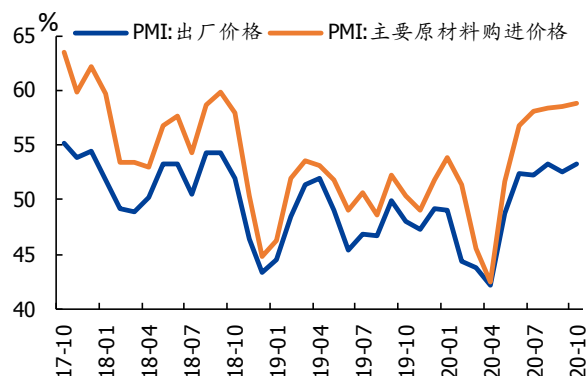


图表 1: 10月制造业 PMI 微跌, 非制造业 PMI 续涨



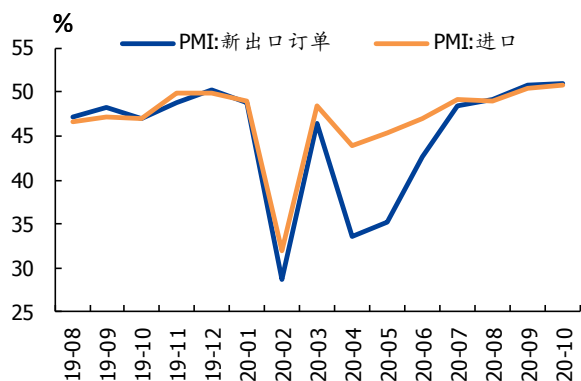
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 10月价格指标普遍回升



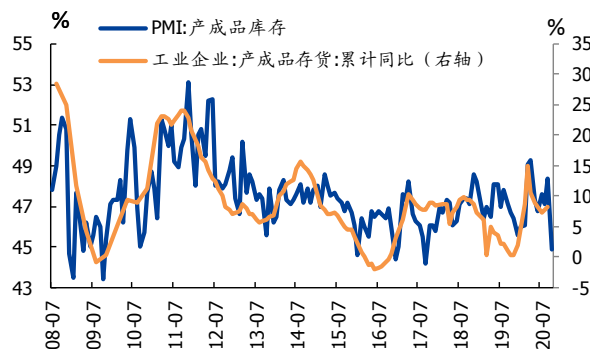
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 10月进出口订单连续 2 个月位于扩张区间



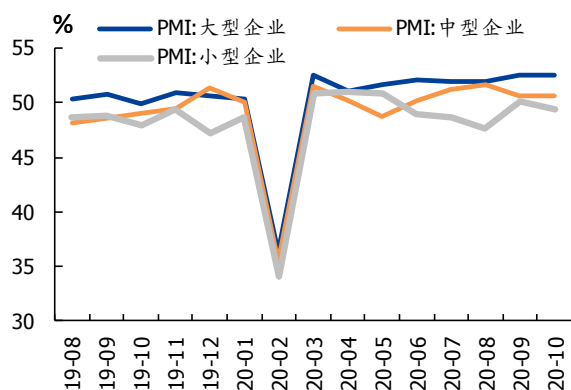
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 10月产成品库存指数回落



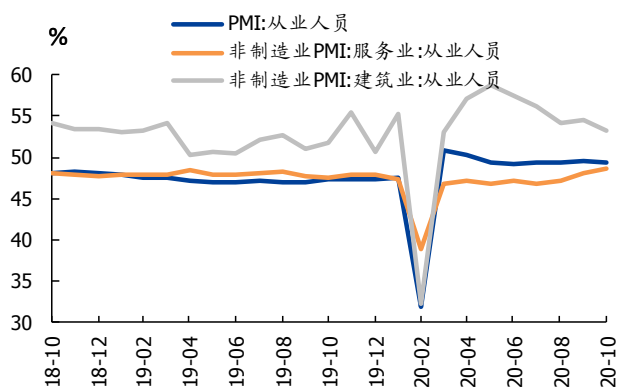
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 10月小型企业景气度重回收缩区间



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 10月各行业就业形势分化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

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_1747

