

宏观观点评

10月PMI超预期回落，关注一个背离

事件：中国10月官方制造业PMI为49.3%，预期49.8%，前值49.8%。中国10月官方非制造业PMI为52.8%，预期为53.6%，前值为53.7%。

核心观点：

1. 生产需求均较疲弱，制造业PMI超预期回落。10月制造业PMI指数49.3%，较前值49.8%超预期回落，这背后季节性因素或不是主要影响，回落主因经济下行压力仍大，生产需求均较为疲弱（四季度整体预计仍将企稳，但10月偏弱）。其他分项来看，（1）进出口指标双双回落，出口下滑更多。10月进口指数基本保持稳定，新出口订单指数较前值大幅回落1.2个百分点，反映全球经济持续放缓与前期关税的影响显现。（2）价格指数重新回落，印证内外需疲弱。10月PMI出厂价格指数、原材料购进价格指数分别较前值回落1.9、1.8个百分点，主因10月原油、螺纹钢、铁矿石、焦煤等大宗商品价格的环比增速普遍回落，其背后有沙特原油复产影响，也反映了内外需仍然疲弱，预计10月PPI当月同比将继续下滑至-1.7%左右。（3）库存指标持续回落，去库存尚长。10月制造业PMI产成品库存指数46.7%，较前值继续回落，反映工业企业仍然处于去库存过程中。（4）就业指标有所好转。10月制造业从业人员指数较前值回升0.3个百分点，结合近期调查失业率维持在5.2%左右来看，近期就业形势基本保持稳定。

2. 建筑业PMI维持高位，服务业PMI大幅下滑。10月非制造业商务活动指数为52.8%，较前值下滑0.9个百分点，是09年以来的次低点，其中建筑业PMI为60.4%，较前值回升2.8个百分点，可能与基建项目发力有关；服务业PMI为51.4%，较前值大幅回落1.6个百分点，可能与房地产业走弱有关。10月30城商品房成交面积、100城土地成交面积增速分别为6.3%、-49.8%，较前值分别大幅回落4.5、25个百分点，房地产业走弱带动服务业景气度下滑。

3. 发电耗煤与工业生产背离，主因水电持续走弱。（1）从现象看，今年8月以来发电耗煤与PMI生产指数、工业增加值增速等生产指标明显背离。一方面，六大发电集团日均耗煤增速8、9、10月分别大幅回升11.6、7.4、14.1个百分点，似乎预示着工业生产大幅改善；但另一方面，PMI生产指数8、9、10月则分别变动-0.2、0.4、-1.5个百分点，整体仍然呈现回落趋势。（2）从原因看，8-10月火电为对冲水电走弱的影响而走强，是发电耗煤持续异常高增的主要原因。发电耗煤主要反映的是火电发电，而火电由于可控性较好可配合水电削峰填谷，一般与水电增速负相关。8、9、10月来水偏少造成水电发电量增速持续下滑，且从三峡水库出库量看10月仍将继续下滑，8-10月火电为对冲水电走弱的影响而走强造成发电耗煤持续高增。考虑到10月除发电耗煤以外的生产类高频指标（如高炉开工率、汽车半钢胎开工率等）普遍下滑，预计10月工业增加值增速将延续今年“季初回落，季末上冲”的特点而有所回落。

4. 经济下，政策上，继续提示政策组合拳。维持此前判断，我国经济下行压力仍大（年底GDP增速有望降至6.1-6.2%，2020年降至5.8%左右），政策将延续宽松、逆周期调节将进一步加码，“宽财政+松货币+扩消费+促产业+改制度+稳就业”组合拳可期，其中：关注地方政府积极性是否回升；宽财政是主支撑，发力点包括基建补短板、进一步平滑地方隐性债务和中央加杠杆等；继续跟踪国企改革、资本市场改革、土地改革等制度性红利。

风险提示：经济超预期恶化，政策效果不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》
2019-10-23

2、《Q3经济有7大信号，Q4和2020怎么走？》
2019-10-19

3、《9月PMI的5大信号》2019-09-30

4、《盈利仍磨底，去库存尚长——8月工业企业利润数据点评》2019-09-28

5、《六问8月经济》2019-09-17



内容目录

生产端需求端普遍疲弱，制造业服务业景气回落	3
生产需求均较疲弱，制造业 PMI 超预期回落	3
建筑业 PMI 维持高位，服务业 PMI 大幅下滑	4
发电耗煤与工业生产背离，主因水电持续走弱	5
风险提示	6

图表目录

图表 1: PMI 有所回落，生产需求均较为疲弱	3
图表 2: 进出口指标双双回落，出口下滑更多	3
图表 3: 价格指标重新回落，印证内外需疲弱	4
图表 4: 库存指标持续回落，去库路尚长	4
图表 5: 大型与小型企业回落，中型企业小幅回升	4
图表 6: 就业指标有所好转	4
图表 7: 建筑业维持较高景气，服务业景气度大幅下滑	5
图表 8: 房地产业走弱带动服务业景气度下滑	5
图表 9: 8 月以来发电耗煤与工业生产指标之间出现明显背离	5
图表 10: 水电走弱导致发电耗煤持续异常高增	6

生产端需求端普遍疲弱，制造业服务业景气回落

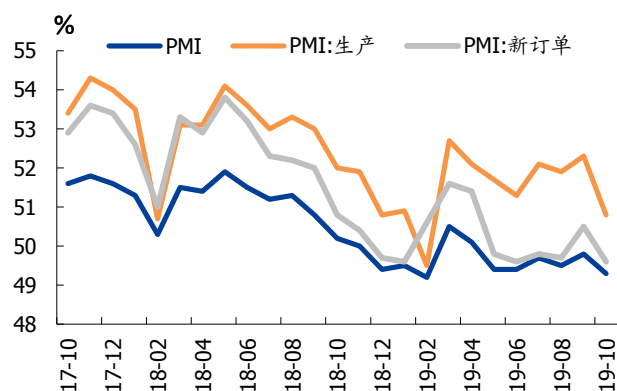
生产需求均较疲弱，制造业 PMI 超预期回落

中国 10 月官方制造业 PMI 为 49.3%，预期 49.8%，前值 49.8%。中国 10 月官方非制造业 PMI 为 52.8%，预期为 53.6%，前值为 53.7%。

10 月 PMI 超预期回落，反映经济下行压力仍大。10 月制造业 PMI 为 49.3%，较前值回落 0.5 个百分点，低于预期，连续 6 个月位于荣枯线以下。**(1) 季节性应不是主要影响。**一方面，近 5 年、近 10 年 10 月 PMI 平均环比回落 0.2、0 个百分点，可以认为 10 月无明显季节性；另一方面，今年工业生产虽然有“季末上冲，季初回落”的特点，但 PMI 并不完全遵循这个规律（4 月、7 月 PMI 环比分别变动-0.4、0.3 个百分点），因此我们认为 10 月 PMI 超预期回落主要原因不是季节性。**(2) 回落主因经济下行压力仍大，生产需求均较为疲弱。**10 月生产指数为 50.8%，较前值大幅下降 1.5 个百分点；新订单指数为 49.6%，较前值下降 0.9 个百分点，反映短期经济下行压力仍大（四季度整体而言预计仍将企稳，但 10 月还是偏弱一些）。

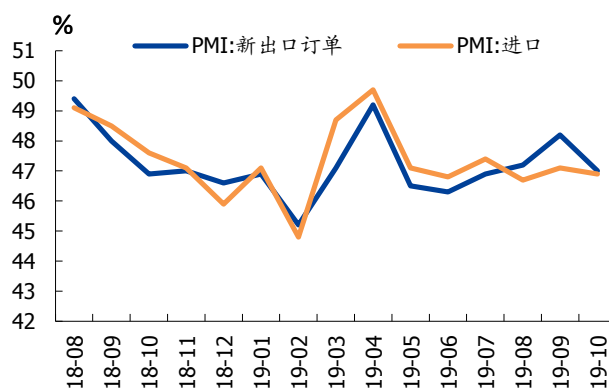
进出口指标双双回落，出口下滑更多。10 月进口指数为 46.9%，较前值微降 0.2 个百分点，基本保持稳定。10 月新出口订单指数为 47.0%，较前值大幅回落 1.2 个百分点，反映全球经济持续放缓与前期关税的影响显现。

图表 1: PMI 有所回落，生产需求均较为疲弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 进出口指标双双回落，出口下滑更多

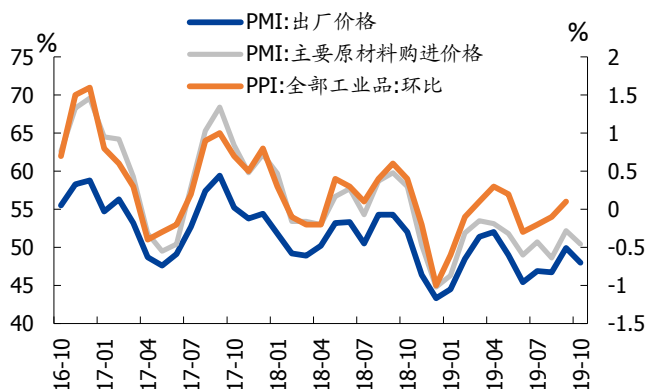


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

价格指标重新回落，印证内外需疲弱。10 月 PMI 出厂价格指数为 48.0%，较前值回落 1.9 个百分点；原材料购进价格指数为 50.4%，较前值回落 1.8 个百分点，主因 10 月原油、螺纹钢、铁矿石、焦煤等大宗商品价格的环比增速普遍回落，其背后有沙特原油复产影响，也反映了内外需仍然疲弱，经济下行压力仍大，预计 10 月 PPI 当月同比将继续下滑至-1.7%左右（9 月为-1.2%）。

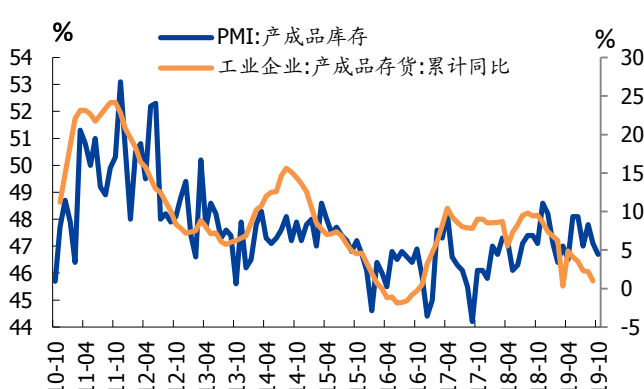
库存指标持续回落，去库路尚长。10 月制造业 PMI 产成品库存指数 46.7%，较前值下降 0.4 个百分点，原材料库存指数 47.4%，较前值下降 0.2 个百分点，反映工业企业仍然处于去库存过程中。重申此前观点：本轮库存周期处于主动去库存末期向被动去库存转化的阶段，本轮库存有望在 2020 年第一季度触底。（具体可参考《盈利仍磨底，去库路尚长》）

图表 3: 价格指标重新回落, 印证内外需疲弱



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 库存指标持续回落, 去库路尚长

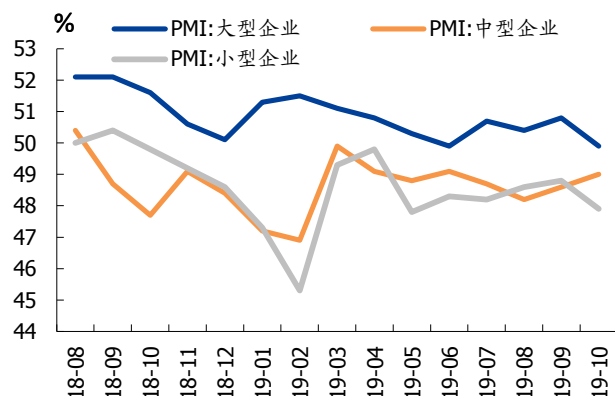


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

大型与小型企业回落, 中型企业小幅回升。10月大型、小型企业 PMI 较前值均回落 0.9 个百分点, 中型企业小幅回升 0.4 个百分点, 大中小企业景气度均位于荣枯线以下。大企业的经营状况依然好于中小型企业。

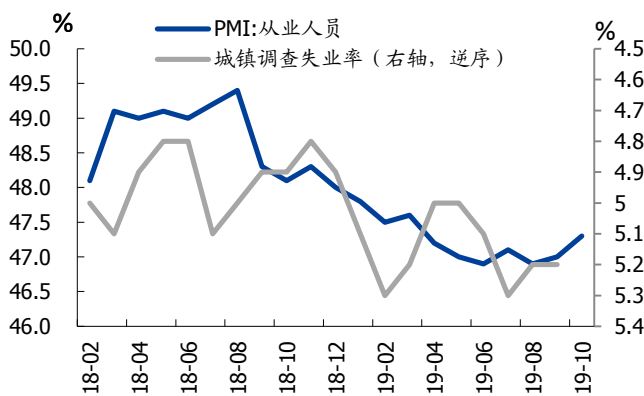
就业指标有所好转。10月制造业从业人员指数为 47.3%, 较前值继续回升 0.3 个百分点, 结合近期调查失业率维持在 5.2% 左右来看, 近期就业形势基本保持稳定。可能的原因包括积极的就业政策发挥效果、经济绝对增量扩大、服务业比重提升等。

图表 5: 大型与小型企业回落, 中型企业小幅回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 就业指标有所好转

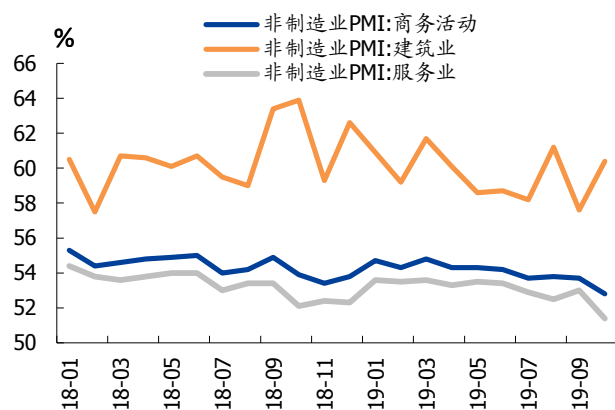


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

建筑业 PMI 维持高位, 服务业 PMI 大幅下滑

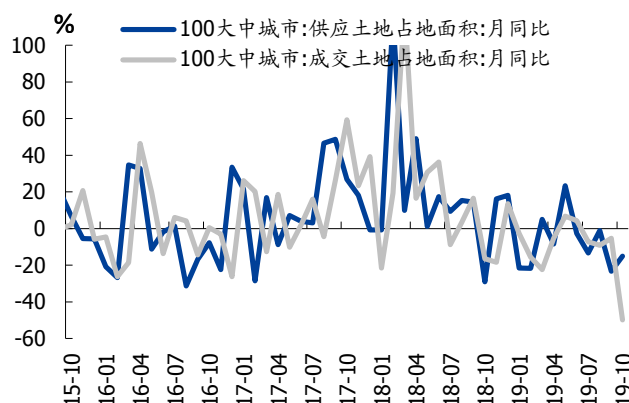
建筑业景气维持高位, 服务业景气大幅下滑。10月非制造业商务活动指数为 52.8%, 较前值下滑 0.9 个百分点, 是 09 年以来的次低点。其中建筑业 PMI 为 60.4%, 较前值回升 2.8 个百分点, 可能与基建项目发力有关; 服务业 PMI 为 51.4%, 较前值大幅回落 1.6 个百分点, 可能与房地产业走弱有关。10月 30 城商品房成交面积、100 城土地成交面积增速分别为 6.3%、-49.8% (截止 10 月 30 日, 按日度、周度数据合计计算), 较前值分别大幅回落 4.5、25 个百分点, 房地产业走弱带动服务业景气度下滑。

图表 7: 建筑业维持较高景气, 服务业景气度大幅下滑



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 房地产业走弱带动服务业景气度下滑

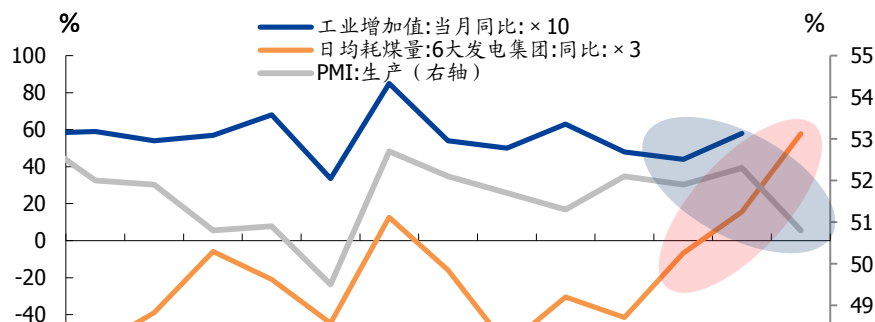


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

发电耗煤与工业生产背离, 主因水电持续走弱

需要注意的是, 今年8月以来发电耗煤与工业生产指标(工业增加值、PMI生产指数等)之间出现明显背离。一方面, 六大发电集团日均耗煤增速 8、9、10月分别大幅回升 11.6、7.4、14.1 个百分点, 似乎预示着工业生产大幅改善; 但另一方面, PMI 生产指数 8、9、10月则分别变动-0.2、0.4、-1.5 个百分点, 整体仍然呈现回落趋势。从实际数据来看, 工业增加值在 8 月实际上小幅回落了 0.4 个百分点, 9 月也仅改善 1.4 个百分点(改善幅度远小于发电耗煤的回升幅度), 走势与 PMI 生产指数类似。

图表 9: 8月以来发电耗煤与工业生产指标之间出现明显背离



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_9312

