

宏观研究/动态点评

2020年10月31日

朱洵 SAC No. S0570517080002  
 研究员 021-28972070  
 zhuxun@htsc.com

易垣 SAC No. S0570520100005  
 研究员 SFC No. AMH263  
 evayi@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：公平、安全、绿色的高质量发展远景》  
2020.10
- 2 《宏观：3Q 盈利回升，出口及可选消费尤甚》  
2020.10
- 3 《宏观：最后一轮辩论焦灼，拜登仍暂占上风》  
2020.10

## 内外需均向好，预示 Q4 增长继续修复

**10月 PMI 显示内外需均向好，预示 Q4 增长继续修复。**当月制造业 PMI 指数为 51.4%，环比回落 0.1 个百分点，但自 7 月份以来始终位于 51.0% 及以上。10 月制造业新订单指数环比持平前值，为 52.8%；新出口订单指数环比上行 0.2 个百分点至 51%；进口指数环比上行 0.4 个百分点至 50.8%；在手订单指数环比上行 1.1 个百分点至 47.2%。这四项反映内需、外需的先行指标均处在今年 3 月以来的高点。主要经济体需求恢复性改善，而国内产业链体现出强大的生产供应能力，内外需延续回暖。

**10 月生产经营活动预期指数升至 59.3%，高于上月 0.6 个百分点，反映多数企业对行业经营发展信心在加快恢复、较为乐观。**统计局指出，纺织、有色金属、设备制造、汽车等 12 个行业的生产经营活动预期指数均位于 60.0% 及以上。10 月份生产指数环比回落 0.1 个百分点至 53.9%，但 6-10 月生产指数均在 53.5% 及以上。在三季度内外需均表现复苏、外需超预期向好的带动下，国内工业生产强度持续较高，9 月份工业增加值已超过疫情前水平。

10 月非制造业 PMI 为 56.2%，比上月上升 0.3 个百分点，是今年 3 月以来的高点。10 月份，在国庆、中秋双节带动下，居民出行意愿增强，消费需求加快释放，铁路-航空运输、住宿餐饮、文体娱乐等行业商务活动指数均位于 59.0% 以上高位。

**制造业和非制造业就业指标分化，新兴服务业对传统制造业就业产生一定的吸纳。**10 月 PMI 当中，制造业就业指数环比回落 0.3 个百分点至 49.3%，自 5 月以来皆位于荣枯线以下，显示制造业企业用工需求仍然疲弱。而非制造业 PMI 就业指数尽管也只有 49.4%，但却是 3 月以来的高点。两者趋势存在一定分化，我们认为疫情的影响加速了行业结构切换，服务业就业的吸纳能力有望显著增强。

工业品价格继续回升。10 月原材料出厂和购进价格指数均较前值上行，分别为 53.2% 和 58.8%。从高频数据来看，10 月以来，地产、基建投资高增速拉动工业品价格上涨的逻辑有所减弱，但中下游制造业的化工、计算机等行业以及公用事业价格仍有望进一步回暖，PPI 同比仍处于修复过程中。

**往前看，我们预计 Q4 出口增长可能再上台阶；而内需中的制造业投资、服务业投资、以及可选消费有望进一步推高总需求增速。**我们对四季度的同比及环比总需求增长仍持乐观态度。

风险提示：全球范围内疫情控制情况差于预期，外需下行程度大于预期，出口未来下行速度超预期，影响国内生产、需求复苏预期弱化。

图表1: 制造业 PMI 分项热力图: 内外需持续回暖、库存加快去化, 生产经营预期继续好转

指标	较上期	较去年底	20-10	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12
<b>制造业PMI整体</b>	-0.1	1.2	51.4	51.5	51.0	51.1	50.9	50.6	50.8	52.0	35.7	50.0	50.2
生产	-0.1	0.7	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	53.2	53.7	54.1	27.8	51.3	53.2
新订单	0.0	1.6	52.8	52.8	52.0	51.7	51.4	50.9	50.2	52.0	29.3	51.4	51.2
新出口订单	0.2	0.7	51.0	50.8	49.1	48.4	42.6	35.3	33.5	46.4	28.7	48.7	50.3
在手订单	1.1	2.2	47.2	46.1	46.0	45.6	44.8	44.1	43.6	46.3	35.6	46.3	45.0
产成品库存	-3.5	-0.7	44.9	48.4	47.1	47.6	46.8	47.3	49.3	49.1	46.1	46.0	45.6
采购量	-0.5	1.8	53.1	53.6	51.7	52.4	51.8	50.8	52.0	52.7	29.3	51.6	51.3
进口	0.4	0.9	50.8	50.4	49.0	49.1	47.0	45.3	43.9	48.4	31.9	49.0	49.9
出厂价格	0.7	4.0	53.2	52.5	53.2	52.2	52.4	48.7	42.2	43.8	44.3	49.0	49.2
主要原材料购进价格	0.3	7.0	58.8	58.5	58.3	58.1	56.8	51.6	42.5	45.5	51.4	53.8	51.8
原材料库存	-0.5	0.8	48.0	48.5	47.3	47.9	47.6	47.3	48.2	49.0	33.9	47.1	47.2
从业人员	-0.3	2.0	49.3	49.6	49.4	49.3	49.1	49.4	50.2	50.9	31.8	47.5	47.3
供货商配送时间	-0.1	-0.5	50.6	50.7	50.4	50.4	50.5	50.5	50.1	48.2	32.1	49.9	51.1
生产经营预期	0.6	4.9	59.3	58.7	58.6	57.8	57.5	57.9	54.0	54.4	41.8	57.9	54.4
<b>分企业类型</b>													
大型企业	0.1	2.0	52.6	52.5	52.0	52.0	52.1	51.6	51.1	52.6	36.3	50.4	50.6
中型企业	-0.1	-0.8	50.6	50.7	51.6	51.2	50.2	48.8	50.2	51.5	35.5	50.1	51.4
小企业	-0.7	2.2	49.4	50.1	47.7	48.6	48.9	50.8	51.0	50.9	34.1	48.6	47.2

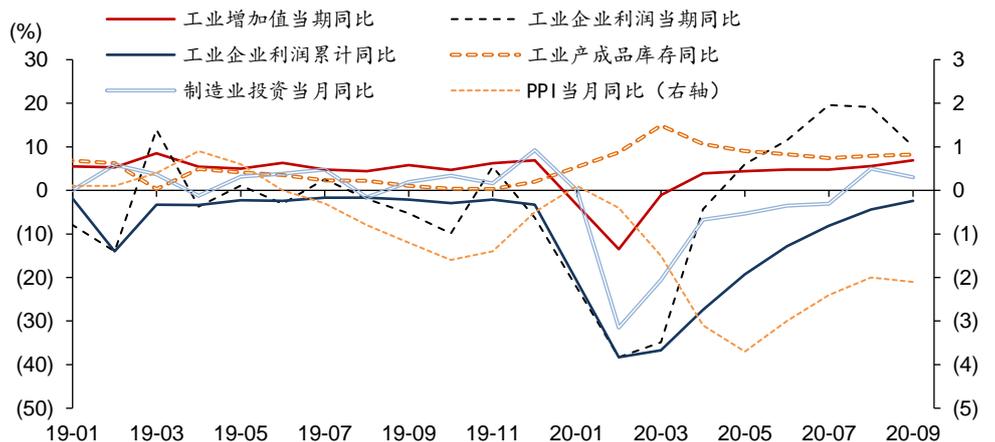
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 非制造业 PMI 分项热力图: 商务活动预期回升

非制造业PMI分项	较上期	较去年底	20-10	20-09	20-08	20-07	20-06	20-05	20-04	20-03	20-02	20-01	19-12
<b>商务活动</b>	0.3	2.7	56.2	55.9	55.2	54.2	54.4	53.6	53.2	52.3	29.6	54.1	53.5
新订单	-1.0	2.6	53.0	54.0	52.3	51.5	52.7	52.6	52.1	49.2	26.5	50.6	50.4
投入品价格	0.3	-1.5	50.9	50.6	51.9	53.0	52.9	52.0	49.0	49.4	49.3	53.3	52.4
销售价格	0.5	-0.9	49.4	48.9	50.1	50.1	49.5	48.6	45.4	46.1	43.9	50.5	50.3
从业人员	0.3	1.1	49.4	49.1	48.3	48.1	48.7	48.5	48.6	47.7	37.9	48.6	48.3
业务活动预期	-0.1	3.8	62.9	63.0	62.1	62.2	60.3	63.9	60.1	57.3	40.0	59.6	59.1
新出口订单	-2.1	-0.8	47.0	49.1	45.1	44.5	43.3	41.3	35.5	38.6	26.8	48.4	47.8
在手订单	-1.4	0.4	44.9	46.3	44.6	44.9	44.8	44.3	43.4	43.0	35.2	43.6	44.5
存货	0.2	1.5	48.7	48.5	48.5	48.1	48.0	47.8	47.0	46.1	39.3	47.2	47.2
供应商配送时间	0.1	0.1	52.3	52.2	52.4	51.9	52.1	52.9	51.0	46.4	28.3	52.1	52.2
建筑业	-0.4	3.1	59.8	60.2	60.2	60.5	59.8	60.8	59.7	55.1	26.6	59.7	56.7
服务业	0.3	2.5	55.5	55.2	54.3	53.1	53.4	52.3	52.1	51.8	30.1	53.1	53.0

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 工业生产继续复苏、利润修复、库存去化, 制造业投资当月同比持续正增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

全球范围内疫情控制情况差于预期, 外需下行程度大于预期, 出口未来下行速度超预期, 影响国内生产、需求复苏预期弱化。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，朱洵、易垭，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师朱洵、易岷本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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\\_1750](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1750)

