

经济仍在爬坡

——宏观经济周度观察

投资周报

PMI 降幅弱于季节性，经济修复拐点未到。受季末效应消退、假期及环保限产等因素影响，10 月 PMI 往往会季节性下滑，2017-2019 年 10 月 PMI 分别下降了 0.8、0.6、0.5 个百分点，而 2020 年 10 月 PMI 仅小幅下降 0.1 个百分点至 51.4%，这说明 10 月及近期经济动力依然比较充足，季调环比意义上的拐点尚未到来，经济仍在爬坡。

供给方面，生产扩张小幅放缓。10 月生产指数略降 0.1 个百分点至 53.9%，保持高位。这也反映在高频数据的小幅下滑，10 月高炉开工率较 9 月下降 1.5%，汽车全钢胎、半港台开工率均下降 1%。整体来看，虽然生产扩张速度小幅下降，但仍维持较高景气。

需求方面，新订单稳定。10 月新订单为 52.8%，持平前值，需求稳定。其中，新出口订单上升 0.2 个百分点至 52.8%。近期美国、欧洲疫情数据出现明显反弹，就如二三季度一样，这可能会导致中国出口生产、生活、防疫物资的结构变化，但出口总量将保持韧性。

物价方面，预计 PPI 同比降幅收窄。10 月生产经营预期改善 0.6 个百分点至 59.3%，企业加快购进原材料，主要原材料购进价格指数回升至 58.8%。这和商品价格数据一致，10 月 CRB 同比上涨 5.3%，增速较上月上升 1.1 个百分点。同时，出厂价格指数上升至 0.7 个百分点至 53.2%，预计 10 月 PPI 环比上升、同比降幅收窄，企业盈利进一步改善。

或将补库存。原材料库存下降 0.5 个百分点至 48%，产成品库存更是下降 3.5 个百分点至 44.9%，当前库存处于历史低位。结合生产指数小幅下滑、需求指数稳定以及出厂价格上涨，整体上应该是企业被动去库存，双节促销是一大推动力。工业企业数据库库存同比和 PMI 库存整体走势一致，但 PMI 库存波动比较大。工业企业数据，从 8 月开始补库存，PMI 数据的企业补库存可能即将开启。新订单和产成品库存差扩大，去库存拖累了三季度 GDP 增速，这在四季度将得到纠正。

非制造业扩张。10 月非制造业 PMI 上升 0.3 个百分点至 56.2%，整体表现继续好于制造业。主要贡献是服务业 PMI 上升 0.3 个百分点至 55.5%。北京、青岛等地经验表明，即使零星出现一些病例，也会很快得到控制，人们消费顾虑缓解，服务业需求继续释放。建筑业 PMI 下降 0.4 个百分点至 59.8%，仍维持在高位。10 月水泥、玻璃价格上升，也表明整体建筑业经济不差。

整体来看，供需维持较高景气，PPI 增速上升，企业盈利改善，即将补库存，服务业加速扩张。中国经济继续修复，向下的拐点未至。不过，小企业经济再次恶化，这与海外疫情加重以及小企业疫情抵抗能力较低有关，小企业仍需政策扶持。

● **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

相关报告

- 投资周报：2021 年经济增速怎么看
2020-10-25
- 投资周报：2021 年通胀怎么看
2020-10-18
- 投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
美国财政刺激才是关键，市场逐渐计价拜登当选
2020-10-11
- 投资周报：ZLB 约束下的美股风险溢价
2020-9-27
- 投资周报：如何正确地理解盈亏平衡通胀率
2020-9-20
- 投资周报：下半年 CPI 增速下滑对企业利润冲击不大
2020-9-13
- 投资周报：人民币汇率怎么看
2020-9-6
- 投资周报：企业盈利扩散
2020-8-30
- 投资周报：股票市场如何影响贫富差距
2020-8-23

目 录

1、 经济仍在爬坡.....	3
2、 国内高频数据观察.....	6
2.1、 生产指标分化.....	6
2.2、 商品房销量下滑.....	7
2.3、 猪肉价格下降.....	7
2.4、 货币市场利率大幅上行.....	8
2.5、 人民币兑美元贬值.....	9

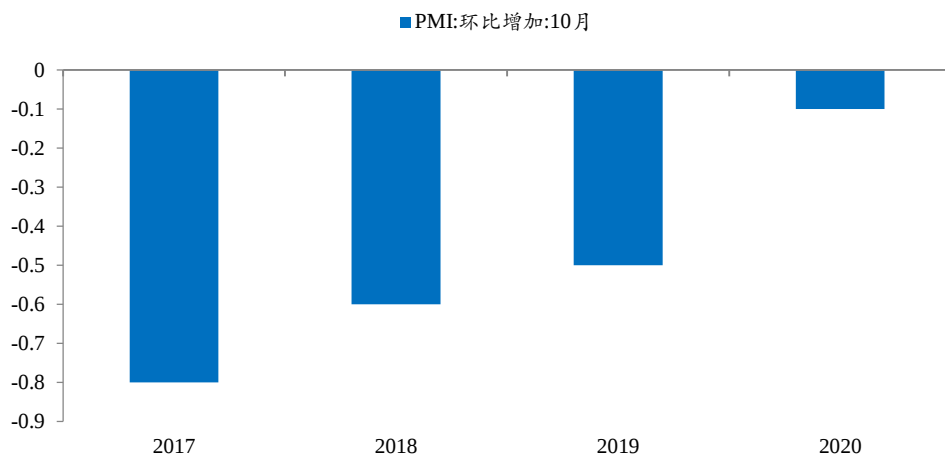
图表目录

图 1: 10 月制造业 PMI 变化强于季节性.....	3
图 2: 10 月与 9 月制造业 PMI 各分项表现.....	3
图 3: 外需恢复.....	4
图 4: 预计 10 月 PPI 环比上升、同比降幅收窄.....	4
图 5: 库存对经济拖累或将减弱.....	5
图 6: 非制造业持续扩张.....	5
图 7: 小企业 PMI 大幅恶化.....	6
图 8: 焦化企业开工率小幅下降.....	6
图 9: 汽车半钢胎开工率小幅上升.....	7
图 10: 商品房周销量同比回落.....	7
图 11: 猪肉价格下降.....	8
图 12: 原油价格下降.....	8
图 13: 货币市场利率上升.....	9
图 14: 美元指数上升.....	9

1、经济仍在爬坡

PMI 降幅弱于季节性，经济修复拐点未到。受季末效应消退、假期及环保限产等因素影响，10 月 PMI 往往会季节性下滑，2017-2019 年 10 月 PMI 分别下降了 0.8、0.6、0.5 个百分点，而 2020 年 10 月 PMI 仅小幅下降 0.1 个百分点至 51.4%，这说明 10 月及近期经济动力依然比较充足，季调环比意义上的拐点尚未到来，经济仍在爬坡。

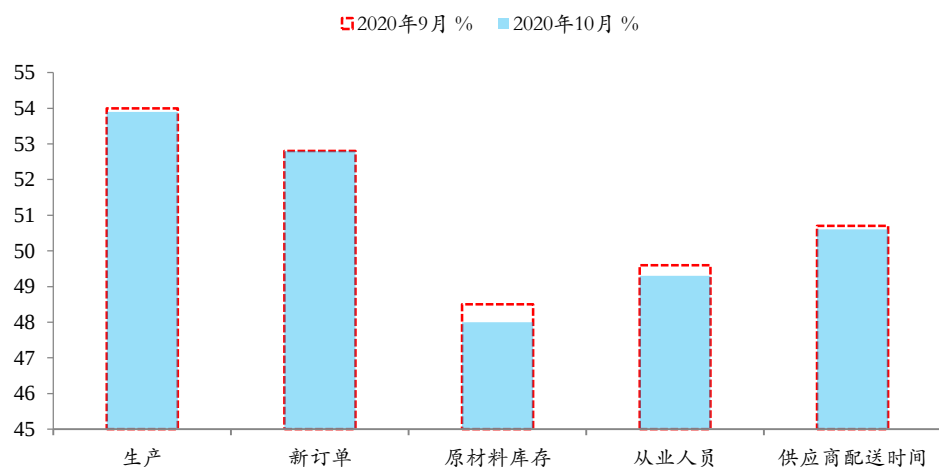
图1： 10 月制造业 PMI 变化强于季节性



资料来源：Wind，新时代证券研究所

供给方面，生产扩张小幅放缓。10 月生产指数略降 0.1 个百分点至 53.9%，保持高位。这也反映在高频数据的小幅下滑，10 月高炉开工率较 9 月下降 1.5%，汽车全钢胎、半港台开工率均下降 1%。整体来看，虽然生产扩张速度小幅下降，但仍维持较高景气。

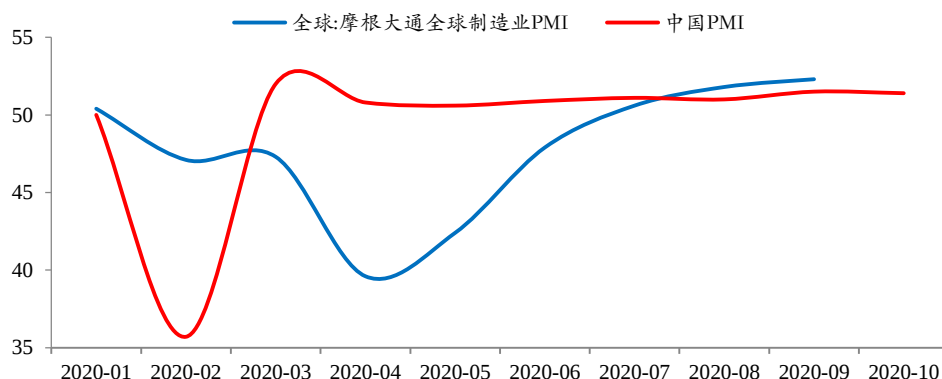
图2： 10 月与 9 月制造业 PMI 各分项表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

需求方面，新订单稳定。10 月新订单为 52.8%，持平前值，需求稳定。其中，新出口订单上升 0.2 个百分点至 52.8%。近期美国、欧洲疫情数据出现明显反弹，就如二三季度一样，这可能会导致中国出口生产、生活、防疫物资的结构变化，但出口总量将保持韧性。

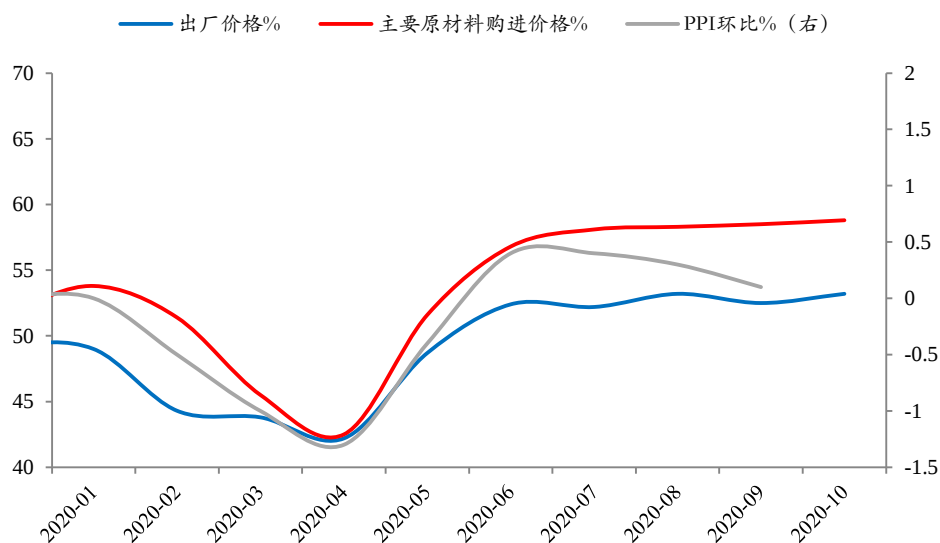
图3： 外需恢复



资料来源：Wind，新时代证券研究所

物价方面，预计 PPI 同比降幅收窄。10 月生产经营预期改善 0.6 个百分点至 59.3%，企业加快购进原材料，主要原材料购进价格指数回升至 58.8%。这和商品价格数据一致，10 月 CRB 同比上涨 5.3%，增速较上月上升 1.1 个百分点。同时，出厂价格指数上升至 0.7 个百分点至 53.2%，预计 10 月 PPI 环比上升、同比降幅收窄，企业盈利进一步改善。

图4： 预计 10 月 PPI 环比上升、同比降幅收窄

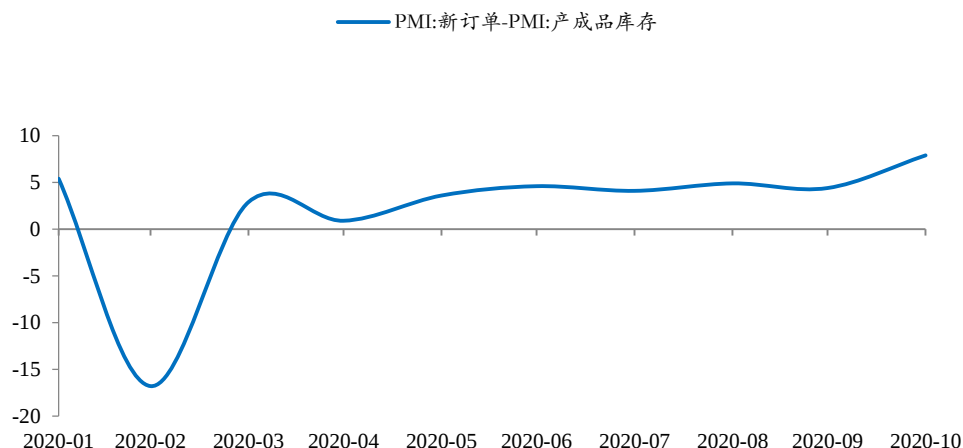


资料来源：Wind，新时代证券研究所

或将补库存。原材料库存下降 0.5 个百分点至 48%，产成品库存更是下降 3.5

个百分点至 44.9%，当前库存处于历史低位。结合生产指数小幅下滑、需求指数稳定以及出厂价格上涨，整体上应该是企业被动去库存，双节促销是一大推动力。工业企业数据库库存同比和 PMI 库存整体走势一致，但 PMI 库存波动比较大。工业企业数据，从 8 月开始补库存，PMI 数据的企业补库存可能即将开启。新订单和产成品库存差扩大，去库存拖累了三季度 GDP 增速，这在四季度将得到纠正。

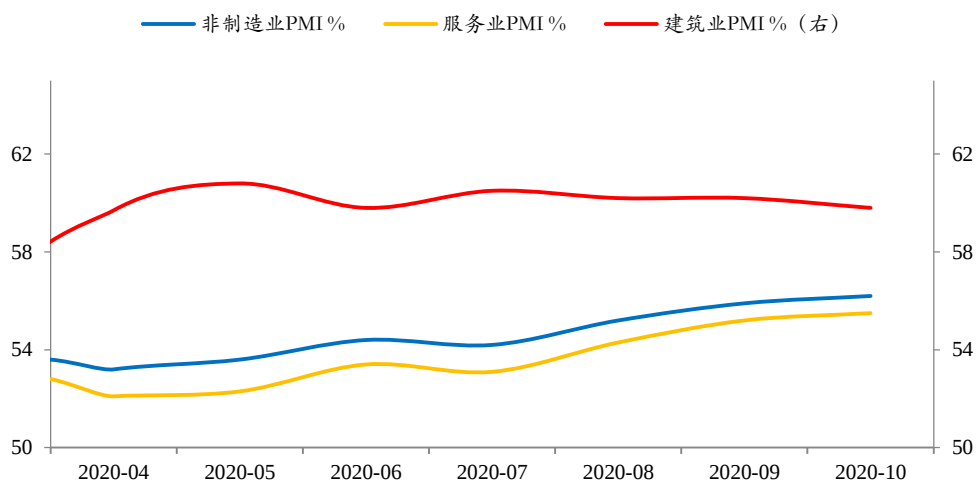
图5： 库存对经济拖累或将减弱



资料来源：Wind，新时代证券研究所

非制造业扩张。10 月非制造业 PMI 上升 0.3 个百分点至 56.2%，整体表现继续好于制造业。主要贡献是服务业 PMI 上升 0.3 个百分点至 55.5%。北京、青岛等地经验表明，即使零星出现一些病例，也会很快得到控制，人们消费顾虑缓解，服务业需求继续释放。建筑业 PMI 下降 0.4 个百分点至 59.8%，仍维持在高位。10 月水泥、玻璃价格上升，也表明整体建筑业经济不差。

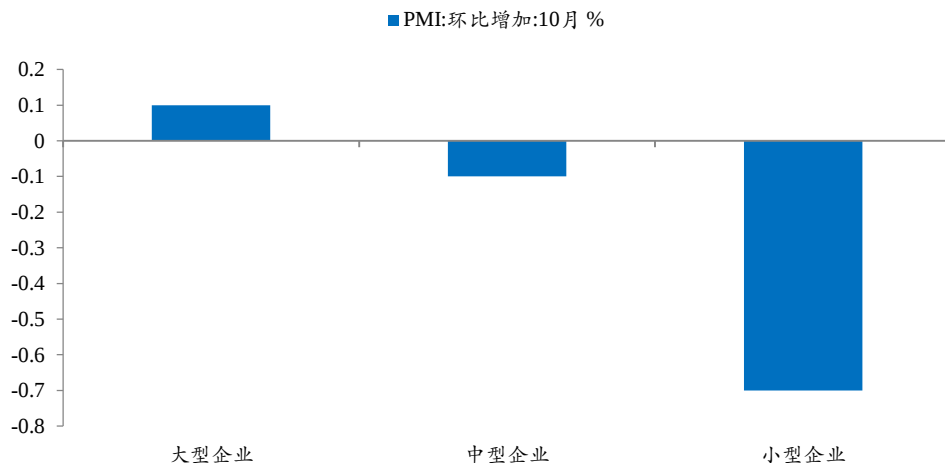
图6： 非制造业持续扩张



资料来源：Wind，新时代证券研究所

整体来看，供需维持较高景气，PPI 增速上升，企业盈利改善，即将补库存，服务业加速扩张。中国经济继续修复，向下的拐点未至。不过，小企业经济再次恶化，这与海外疫情加重以及小企业疫情抵抗能力较低有关，小企业仍需政策扶持。

图7： 小企业 PMI 大幅恶化



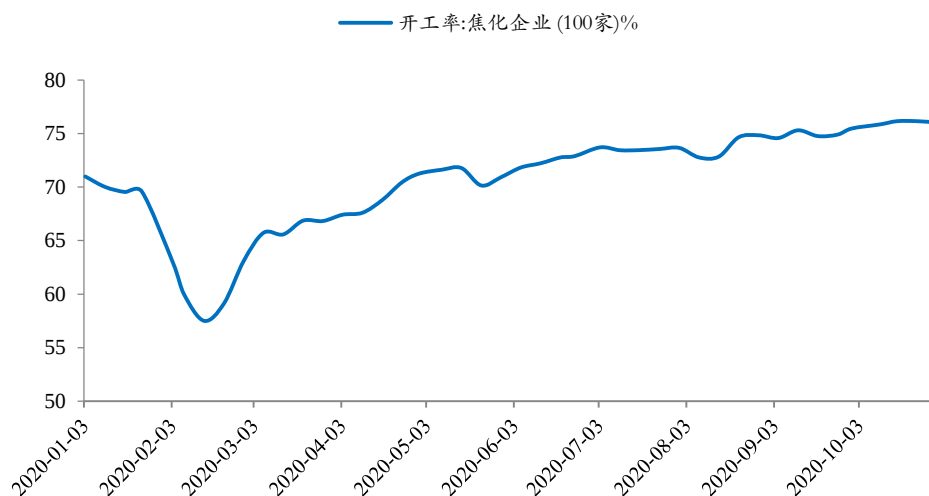
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、国内高频数据观察

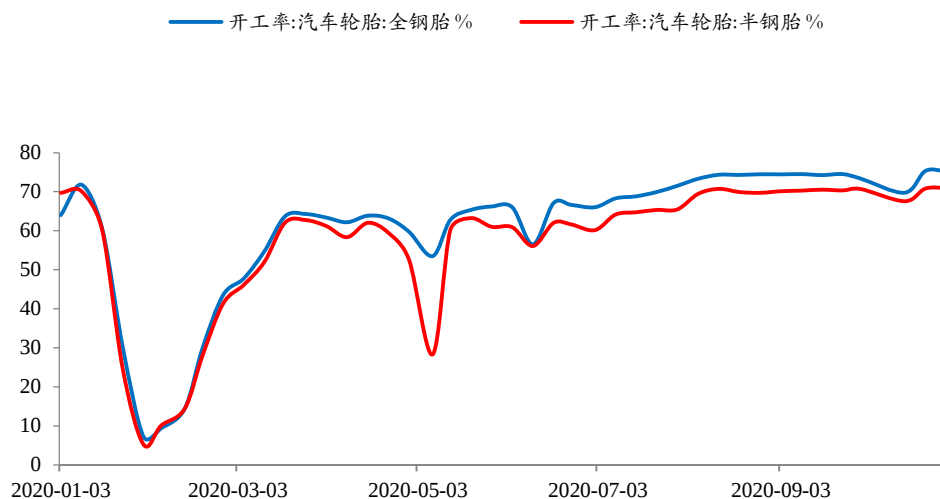
2.1、生产指标分化

上周，生产指标分化。全国 100 家焦化企业开工率小幅下降 0.17%至 76.04%，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别上升 0%、0.3%。

图8： 焦化企业开工率小幅下降



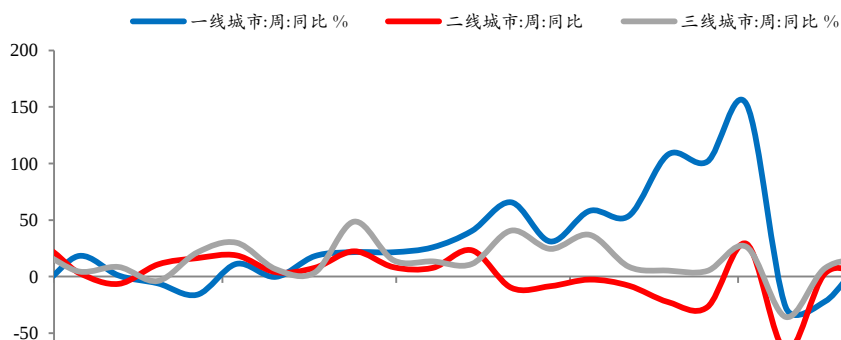
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 汽车半钢胎开工率小幅上升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、商品房销量下滑

上周，30大中城市商品房日均成交面积为54.24万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周55.1万平方米小幅下降。30大中城市商品房成交面积同比下降9.14%，其中，一二三线城市商品房销售面积分别同比回落15.82%、5.64%、9.57%。

图10： 商品房周销量同比回落

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_1760

