

实体仍处于主动去库周期

10月PMI数据点评

核心结论

PMI数据继续向下，经济状态仍未改善。最新公布的2019年10月中国采购经理指数PMI数据为49.3%，较9月数据下滑0.5个百分点，已连续处于荣枯分水线之下6个月。分项来看，表征供给和需求的生产和新订单指数均在下降，供需双弱下，价格指数同样回落，其中出厂价格指数48%，回落1.9个百分点，原材料购进价格指数50.4%，回落1.8个百分点。改善项仅有存量科目，一个是在手订单数，一个是从业人员指数，分别环比9月上升0.2和0.3个百分点。

但经济下滑速度有所放缓。我们看到表征PMI超季节性变化的同差指标已经有所反弹，这意味着经济下滑速度有所放缓。尤其是需求端，PMI新订单同差指标的反弹幅度大于供给端，而且其中出口新订单反弹更明显，这背后主要原因是中美贸易战的缓和导致。内需层面，前期财政政策的发力（降税减费）以及相对偏宽松的信贷政策（专项债和普惠金融），国内需求也边际观察到了一定的企稳迹象，比如中观上的基建公司订单和发电量的同比增速反弹。

实体目前处于主动去库周期，黎明时刻仍需时日。PMI数据反应经济下行压力仍在，但下滑的速度减缓，减缓一方面是终端需求有所企稳，另一方面前期下游需求的疲软已传导至上游，目前上游开始主动调节供给，并且进行库存管理，因此企业的生产积极性有所下降，产成品库存累积速度放缓，这是处于典型的主动去库周期，对应的是经济周期的衰退期。这个时期里，表征经济实际状态的工业品价格和融资成本都还会继续下降，整个信贷环境保持相对宽松。我们预计这个至暗时刻仍在持续一段时间，下一个周期便是复苏周期，黎明的到来仍需时日。

风险提示：通胀超预期上升导致信贷环境收紧

分析师

熊雅梅 S0800518080002
luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

张育浩
zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
潘越
panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

宏观：《9月经济数据点评——经济难言企稳，外需仍有下行风险》
2019-10-20
宏观：《8月经济数据点评——投资和生产增速下滑，三季度增长承压》 2019-9-16
宏观：《7月金融数据点评——供需两端表现不佳，经济增长放缓》
2019-8-14

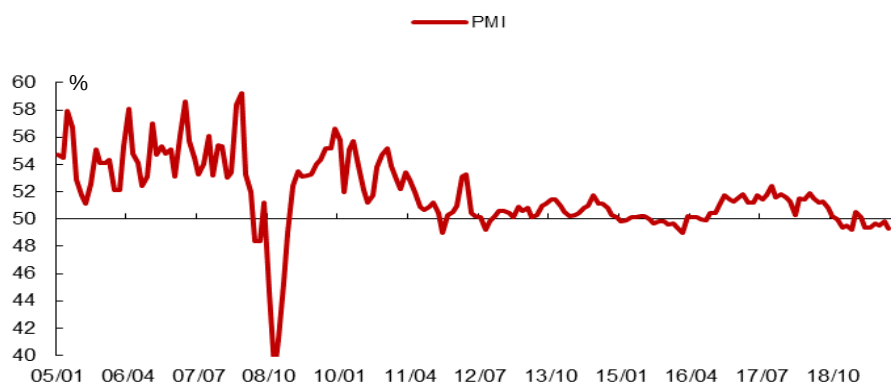
10月PMI数据点评：实体仍处于主动去库周期

一阶导层面，PMI数据显示经济状态仍未改善

最新公布的2019年10月中国采购经理指数PMI数据为49.3%，较9月数据下滑0.5个百分点，已连续处于荣枯分水线之下6个月。具体来看：

- 1、表征需求的新订单指数为49.6%，较上月下降0.9个百分点，主要受到外需拖累，因出口新订单指数为47%，回落1.2个百分点。新订单指数在9月运行到扩张区间，显示美方预计新增关税前的抢出口效应。10月虽然贸易争端有所缓和，但仍受累于前月的抢出口而有所下降。随着欧美国家圣诞消费季的到来，新订单指数未来能否重回扩张区间是观察实体经济是否企稳的一个重要指标。
- 2、表征供给的生产指数同样在回落，实值录得50.8%，较上月下降1.5个百分点，虽然仍位于荣枯线以上，但也下行至今年2月以来的最低值，显示生产端随着需求端有共振走软的压力。而进口指数为46.9%，较上月下降0.2个百分点。
- 3、供需双弱下，企业主动进行库存管理，10月原材料库存指数为47.4%，较上月下降0.2个百分点。随着企业降库存的进行，会对未来的PMI生产指数产生一定的下行压力。
- 4、价格方面也呈现下滑态势，其中出厂价格指数48%，回落1.9个百分点，显示PPI仍有不小的下行压力。考虑到近期猪肉价格的走势，CPI和PPI的背离仍将持续一段时间，可能会对货币政策形成一定掣肘，这也是近期债券价格回调的原因之一。原材料购进价格指数50.4%，回落1.8个百分点。
- 5、本次调研指数的改善项仅有两个，一个是从业人员指数47.3%，小幅上升0.3个百分点，以及在手订单指数44.9%，小幅上升0.2个百分点，但均处于荣枯分水线之下。

图1：PMI连续六月低于50%



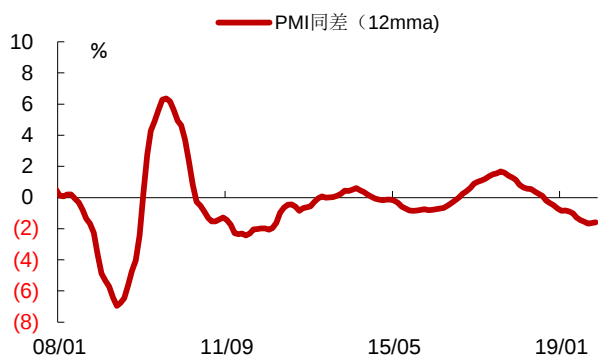
资料来源：Wind，西部证券研发中心

二阶导层面，经济下滑的速度确有放缓

虽然经济的状态还是偏下行的，但二阶导层面，下降的速度已经有所企稳，我们看到表征PMI

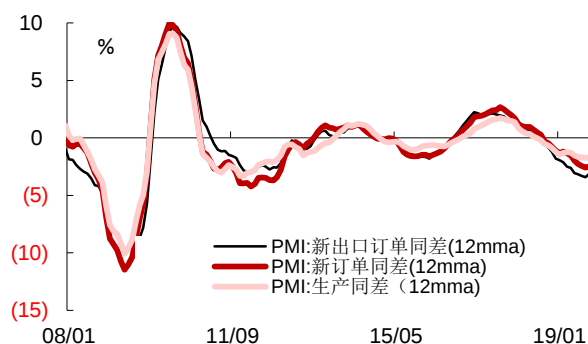
超季节性变化的同差指标开始反弹，这意味着实体下行速度有所放缓。尤其是需求端，PMI新订单同差指标的反弹幅度大于供给端，而且其中出口新订单反弹更明显，这背后主要原因是中美贸易战的缓和导致。且内需层面，前期财政政策的发力（降税减费）以及相对偏宽松的信贷政策（专项债和普惠金融），国内需求也边际观察到了一定的企稳迹象，比如中观上的基建公司订单和发电量的同比增速反弹。

图 2：PMI 下降的速度有所企稳



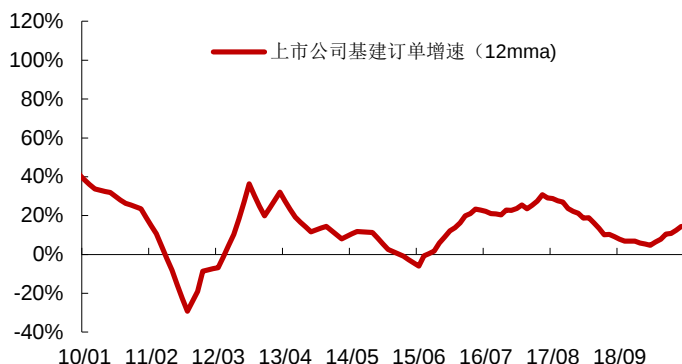
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：出口订单增速的改善幅度强于整体订单需求强于供给



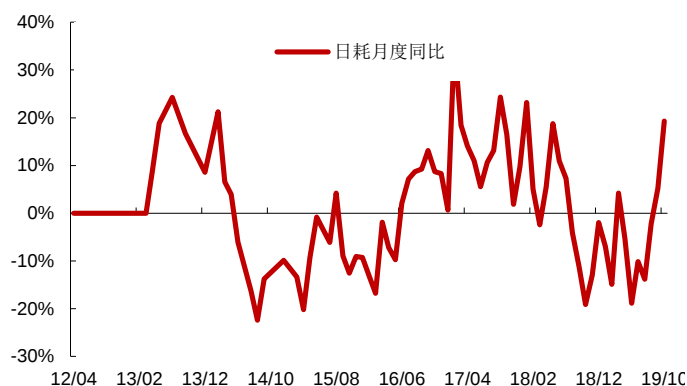
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：基建订单增速有所反弹，将带动基建投资



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：沿海六大电厂耗煤量增速反弹

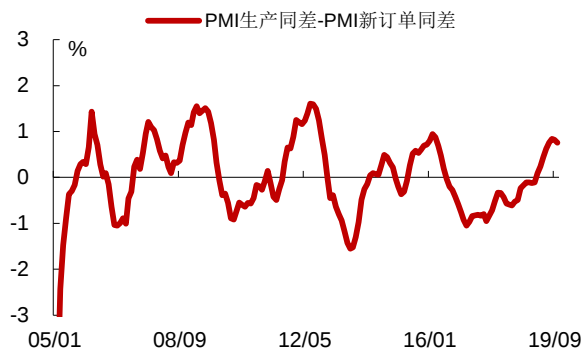


资料来源：Wind，西部证券研发中心

实体目前处于主动去库周期，黎明时刻仍需时日

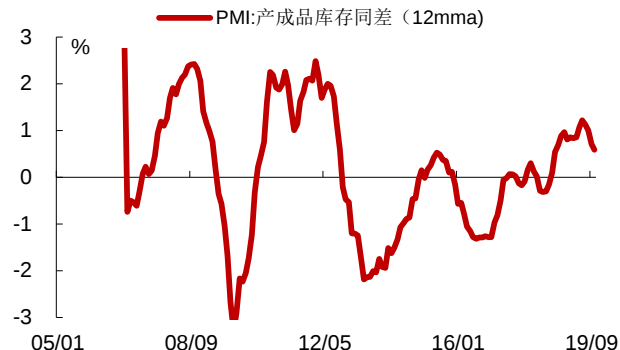
PMI 数据反应经济下行压力仍在，但下滑的速度减缓，减缓一方面是终端需求有所企稳，另一方面前期下游需求的疲软已传导至上游，目前上游开始主动调节供给，并且进行库存管理，因此企业的生产积极性相对需求有所下降，产成品库存累积速度放缓，这是处于典型的主动去库周期，对应的是经济周期的衰退期。这个时期里，表征经济实际状态的工业品价格和融资成本都还会继续下降，整个信贷环境保持相对宽松。我们预计这个至暗时刻仍在持续一段时间，下一个周期便是复苏周期，黎明的到来仍需时日。

图 6：供给相对需求不再恶化



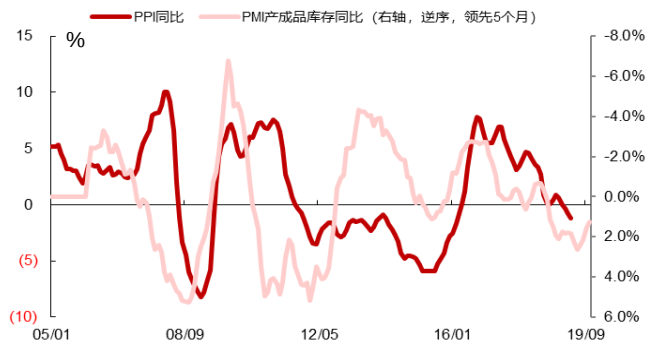
资料来源：wind, 西部证券研发中心

图 7：产成品库存累积速度放缓



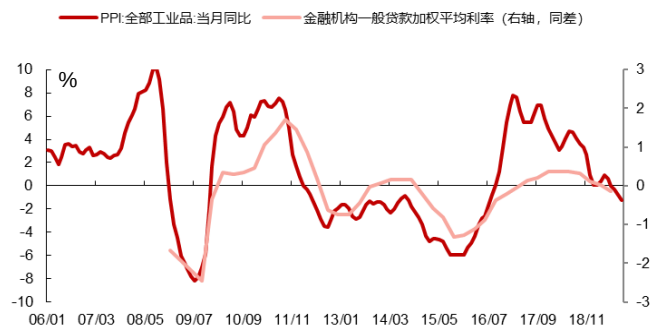
资料来源：wind, 西部证券研发中心

图 8：主动去库周期（衰退期）的工业品价格仍将下降



资料来源：wind, 西部证券研发中心

图 9：工业品价格的下降带动融资成本下移



资料来源：wind, 西部证券研发中心

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层

北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐 青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李 佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张 璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈 妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱 丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪 欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程 琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕 洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lvyang@research.xbmail.com.cn
杨 洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
孙 曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李 思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高 飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕 飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

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_9212

