

# 制造业景气继续走弱，防通胀和防通缩不可偏废

## ——点评 10 月 PMI 数据

宏观数据点评

2019 年 11 月 01 日

### 报告摘要：

10 月制造业 PMI 多项重要指标均有回落，需求压力加大，生产回落较为明显，库存去化仍在延续。

- **制造业 PMI 超预期回落，生产下滑较为突出。**

10 月制造业 PMI 指数录得 49.3%，较上月回落 0.5 个百分点，低于市场预期的 49.8%。生产指数创下年内最大当月降幅，较上月回落 1.5 个百分点至 50.8%，但仍处于景气区间。生产指数与 10 月发电耗煤高频数据出现背离，可能是受去年基数较低影响，但与高炉开工率等其他一致，预示 10 月工业增加值可能不尽如人意。

- **内外需求双双回落，价格下行压力加大。**

当前中国经济最主要的问题仍是需求不足，两大 PMI 价格之间的差值继续走扩，不利于企业利润改善。美国对华商品加征的关税仍存，叠加海外主要经济体的经济势能均在放缓，外需疲软导致 PMI 新出口订单下滑。10 月新订单指数重回枯荣线以下，下滑 0.9 个百分点至 49.6%。代表内生动能的“新订单-产成品库存”在 10 月再次回落。需求不足使得制造业出厂价格缺乏上升动力，PMI 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别下滑 1.9 和 1.8 个百分点，两者价差连续两个月走阔。

- **库存去化仍在延续，生产经营预期回落。**

两大库存和采购量均有回落，叠加生产预期下降，表明库存仍处于去化阶段。10 月两大库存指数双双下行，企业采购量也在走低，结合 9 月产成品库存增速下滑，均指向企业去库存周期仍在延续。政策实施难度加大，但不应纠结。由于生猪存栏短缺，后续猪价上涨动能仍强，带动 CPI 高位运行，确实存在破 4 破 5 的风险。但“一叶障目，不见泰山”是不可取的，除了猪肉上涨引起的结构性通胀外，还应警醒核心 CPI 走势疲弱、工业品价格降幅扩大。当前及未来一个阶段，需做好防通胀和防通缩、稳增长和防风险、稳外贸和促转型等多种关系的均衡，货币政策、财政政策、结构性改革宜汇聚一心，共同发力。

- **风险提示：全球经济前景进一步恶化，经济动能未能平稳接力。**

### 民生证券研究院

#### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

#### 研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

#### 研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

#### 相关研究

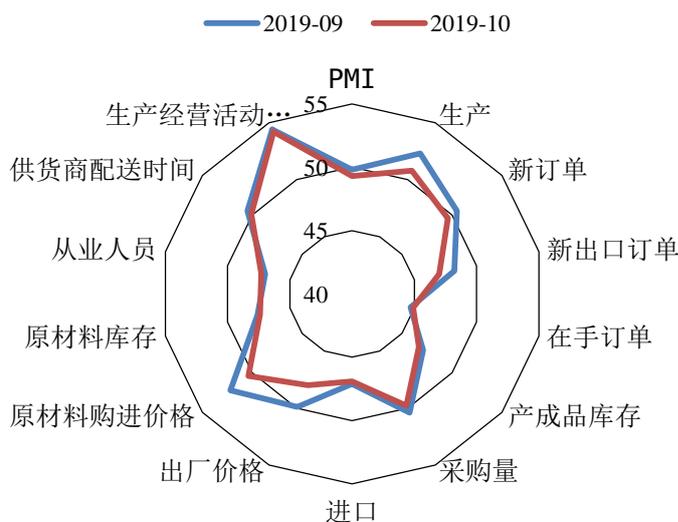
中国 10 月官方制造业 PMI 49.3%，前值 49.8%。

中国 10 月官方非制造业 PMI 52.8%，前值 53.7%。

### 一、10 月制造业 PMI 指标显示经济下行压力犹存

**PMI 多项重要指标均有回落，生产尤其突出。**10 月制造业 PMI 较上月回落 0.5 个百分点至 49.3%，低于市场预期。其中，生产、需求、价格和库存等多项指标均有不同程度的回落，尤其是生产指标，较上月回落 1.5 个百分点至 50.8%，为年内最大当月跌幅（图 1）。10 月高频数据显示 6 大发电集团日均耗煤增速出现大幅回升，与 PMI 生产指标背离。原因有两点：一是 PMI 为问卷调查数据，主观意愿性较强，更多可能是反应前景预期的变化，说明目前制造业企业对生产较为悲观；二是 6 大发电集团电厂大部分集中于沿海地区，去年 10 月的日均耗煤量受中美贸易摩擦升级影响，导致沿海地区生产大幅下降，使得同期基数较低。10 月高炉开工率在节后回升缓慢，而且显著低于去年同期，反映生产积极性依然不足，预示 10 月工业增加值可能不尽如人意。10 月大中小型企业同时落入不景气区间，为年内第二次出现。

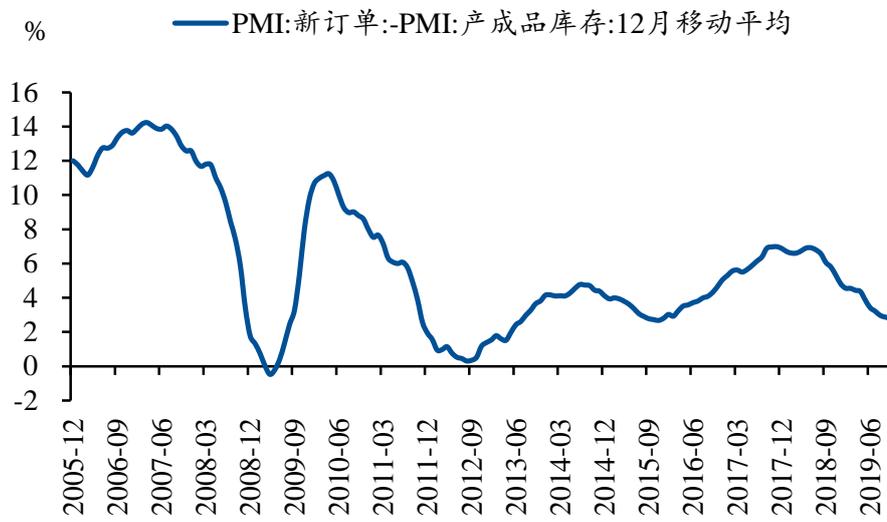
图 1：10 月制造业 PMI 几乎全面收缩，生产下滑较为显著



资料来源：Wind，民生证券研究院

**内外需求双双回落，价格下行压力加大。**当前中国经济最主要的问题仍是需求不足，两大 PMI 价格之间的差值继续走扩，不利于企业利润改善。虽然中美贸易谈判释放出缓和信号，但加征的关税仍旧存在，叠加海外主要经济体的经济势能均在放缓，外需疲软获得 PMI 新出口订单下滑的验证。10 月新订单指数重回枯荣线以下，下滑 0.9 个百分点至 49.6%。代表内生动能的“新订单-产成品库存”在 10 月再次回落，从长期趋势（12 月移动平均）上看，我国内生动能从 2018 年 6 月开始呈现下滑趋势，下滑速率变化受贸易摩擦消息面变化的影响较大，但是整体上还未显示反弹迹象（图 2）。需求不足使得制造业出厂价格缺乏上升动力，PMI 出厂价格指数和主要原材料购进价格指数分别下滑 1.9 和 1.8 个百分点，两者价差连续两个月走阔。目前，PPI 仍处于下行阶段，与其高度同步的企业盈利增速难有显著改善。

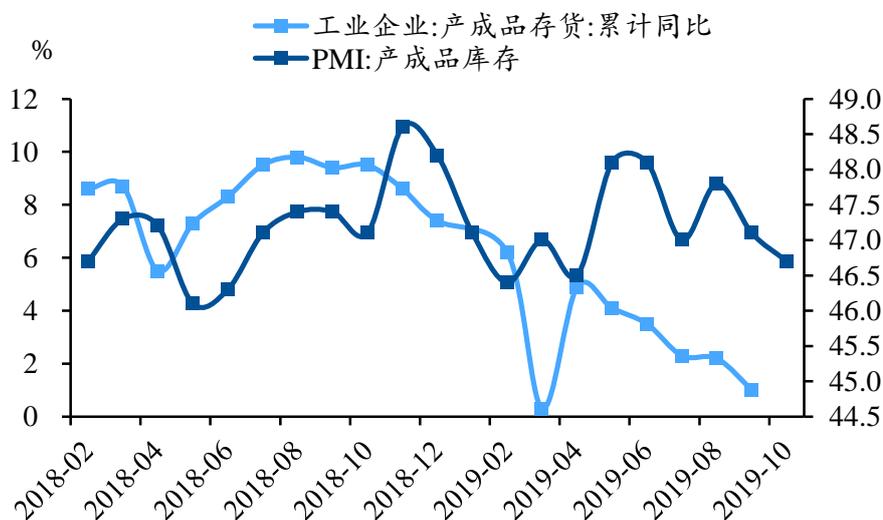
图 2：内生动能（新订单-产成品库存）趋势性放缓



资料来源：Wind，民生证券研究院

**库存去化仍在延续，生产经营预期回落。**两大库存和采购量均有回落，叠加生产预期下降，表明库存仍处于去化阶段。除了上述的需求、价格和生产指标下滑以外，10月两大库存指数也双双下行，原材料库存指数比上月回落0.2个百分点至47.4%，产成品库存指数比上月回落0.4个百分点至46.7%。不仅如此，采购量指数也比上月回落0.6个百分点至49.8%，显示企业补库意愿不足，结合日前公布的工业企业产成品存货增速也继续走低，均指向企业去库存周期仍在延续（图3）。这也证实了我们的观点：库存周期是一个全球变量，在全球经济总需求持续疲弱背景下，短期内库存周期触底并不现实。

图 3：库存仍处于去化阶段

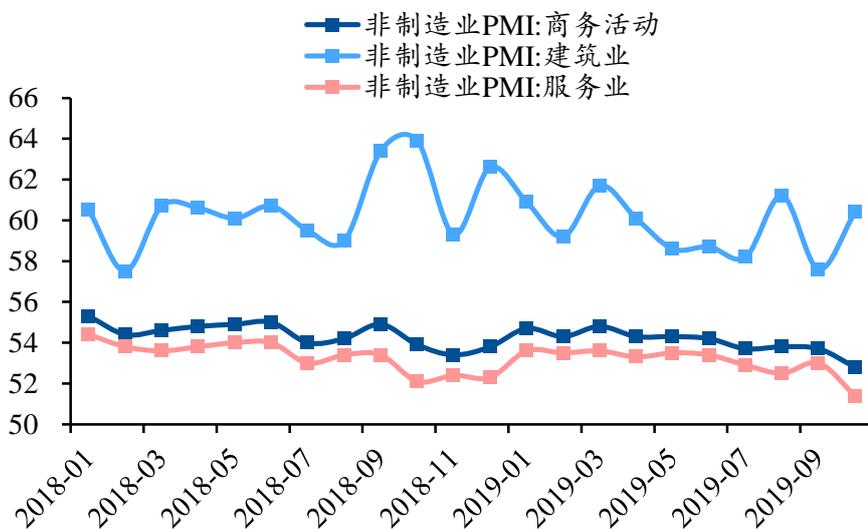


资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、非制造业 PMI 下滑，但总体保持平稳

建筑业回升支撑非制造业 PMI，服务业指数大幅下滑需要注意。服务业指数大幅下滑导致非制造业 PMI 下滑，建筑业重返高位。10 月非制造业 PMI 指数为 52.8%，较上月回落 0.9 个百分点，其中，服务业指数环比回落 1.6 个百分点至 51.4%，为 2013 年来最大当月下滑。从行业看，住宿和餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数高于上月；信息传输软件和信息技术服务、金融、房地产等行业商务活动指数低于上月。建筑业重返高景气区间，录得 60.4%，较上月回升 2.8 个百分点，显示建筑业企业对行业发展较为乐观，预示四季度建筑业可能有不错表现（图 4）。

图 4：非制造业 PMI 总体运行平稳，服务业下滑需要注意



资料来源：Wind，民生证券研究院

政策实施难度加大，但不应纠结。由于生猪存栏短缺，后续猪价上涨动能仍强，带动 CPI 高位运行，确实存在破 4 破 5 的风险。但“一叶障目，不见泰山”是不可取的，除了猪肉上涨引起的结构性通胀外，还应警醒核心 CPI 走势疲弱、工业品价格降幅扩大。当前及未来一个阶段，需做好防通胀和防通缩、稳增长和防风险、稳外贸和促转型等多种关系的均衡，货币政策、财政政策、结构性改革宜汇聚一心，共同发力。

## 风险提示

全球经济前景进一步恶化，经济动能未能平稳接力。

## 插图目录

图 1: 10 月制造业 PMI 几乎全面收缩, 生产下滑较为显著 .....	2
图 2: 内生动能 (新订单-产成品库存) 趋势性放缓 .....	3
图 3: 库存仍处于去化阶段 .....	3
图 4: 非制造业 PMI 总体运行平稳, 服务业下滑需要注意 .....	4

**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\\_9296](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9296)

