

2019 年 10 月 31 日

宏观经济



## 不止季节效应

### ——2019 年 10 月 PMI 数据点评

宏观简报

#### ◆要点

2019 年 10 月中国制造业 PMI 为 49.3%，较上月下行 0.5 个百分点，低于市场的 49.8% 的预期。这已是 2019 年以来制造业 PMI 连续第 6 个月落于枯荣线以下，表明未来 GDP 增速仍有下行压力，其中 PMI 新订单和生产分项指数拖累最大。由于国庆假期的存在，10 月 PMI 的下行具有相对明显的季节效应，但是新订单指数的全线下行也表明中国的内需仍然面临压力。

从光大供给压力指数来看，9 月的反弹只是暂时，10 月上游企业盈利重新面临挑战。PMI 所隐含的 10 月份 PPI 同比增速落于-2% 左右。期待更多政策落地。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsecn.com](mailto:zhangwenlang@ebsecn.com)

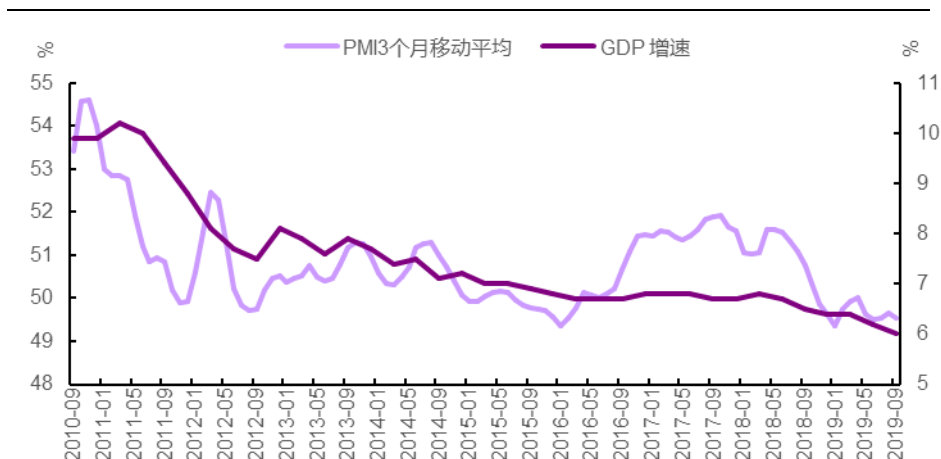
周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebsecn.com](mailto:zhouzipeng@ebsecn.com)

## PMI 下降幅度大于历史均值

2019 年 10 月中国制造业 PMI 较上月下行 0.5 个百分点至 49.3%，已经连续第 6 个月处于枯荣线以下，也意味着在过去的 11 个月当中，中国制造业有 9 个月处于收缩状态。

PMI 作为领先指标，从 PMI 与 GDP 增速的相关性来看（图 1），持续低迷的 PMI 仍然预示着 GDP 增速在未来 1-3 个季度仍将面临压力。

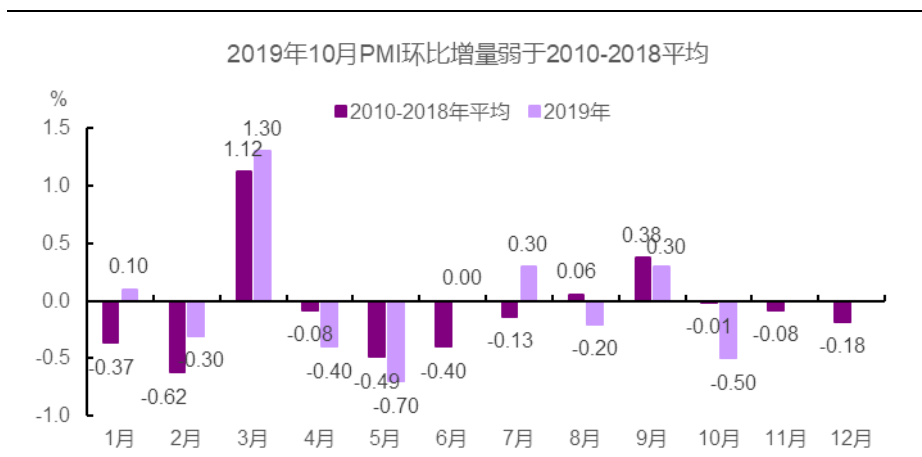
图 1：PMI 与 GDP 相关性较强



资料来源：Wind

2019 年 10 月的制造业 PMI 环比变动具有一定的季节性特征。从季节效应来看，在过去 9 年（2010-2018 年）中，10 月份的制造业 PMI 环比增幅为负的情形有 4 次。不过本次制造业 PMI 环比下降的幅度（-0.5%）要大于 2010 年至 2018 年的 10 月份环比变动平均值（-0.01%）（图 2）。

图 2：2019 年 10 月 PMI 环比下滑幅度较大

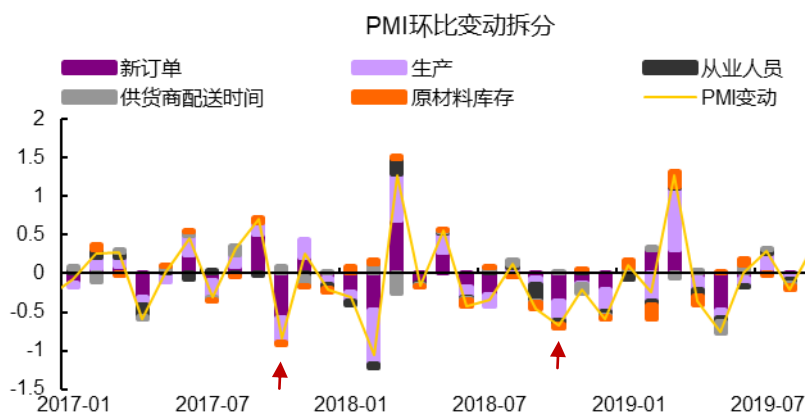


资料来源：Wind，光大证券研究所

2019 年 10 月 PMI 环比下行的主要动因是生产和新订单的下滑。10 月份其中生产指数分别下行 1.5 个百分点，新订单指数下行 0.9 个百分点，成为拖累本月 PMI 的最大因素，对 PMI 下行贡献了 -0.27 和 -0.38 个百分点（图

3)。不过 10 月份的 PMI 分拆图也显示了明显的季节效应。图 3 红色箭头分别标注了 2017 年、2018 年以及 2019 年 10 月 PMI 环比变动拆分的情形，3 者情形极为类似。而 2019 年 10 月 PMI 其它分项指数中，原材料库存下滑了 0.2 个百分点至 47.4%，从业人员则略上行 0.3 个百分点至 47.3%。

图 3：10 月制造业 PMI 环比下行 0.5 百分点——PMI 环比变动构成分解



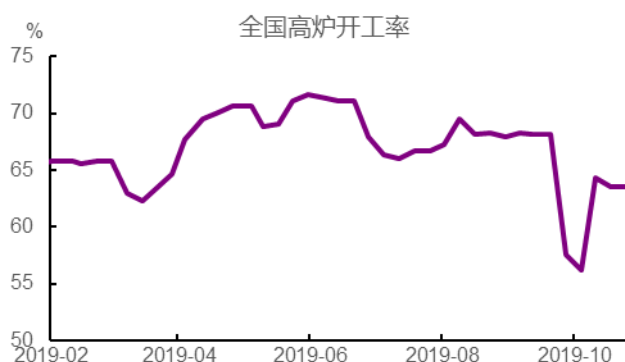
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019-10-31

## 有假期效应但要重视新订单全线下滑

10 月制造业 PMI 指数下行，具有一定的季节效应。比如 10 月第一周受 70 周年国庆假期影响，全国高炉开工率跌至历史最低值，下滑幅度也较大。但是不能忽视的是，即便全国高炉开工率节后出现反弹，但是却只维持在 63%-64% 的较低位置，国内内需仍处于持续疲弱的事实。

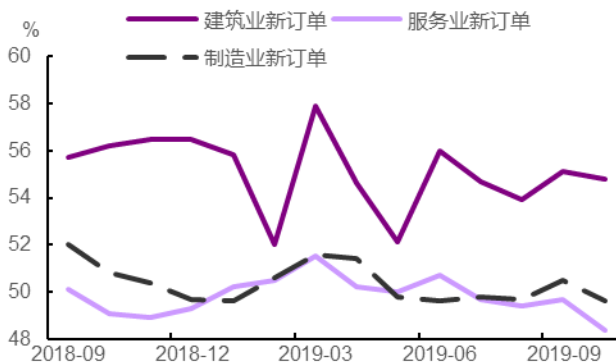
另一个不容忽视的情形就是，10 月份无论是制造业新订单还是非制造业的建筑业和服务业新订单指数都较上月下滑，服务业新订单和制造业新订单还属于低位下滑。这都表明国内的需求端持续疲弱，期待更多的激励政策落地。

图 4：10 月钢厂生产受到扰动



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 10 月

图 5：新订单全线下滑

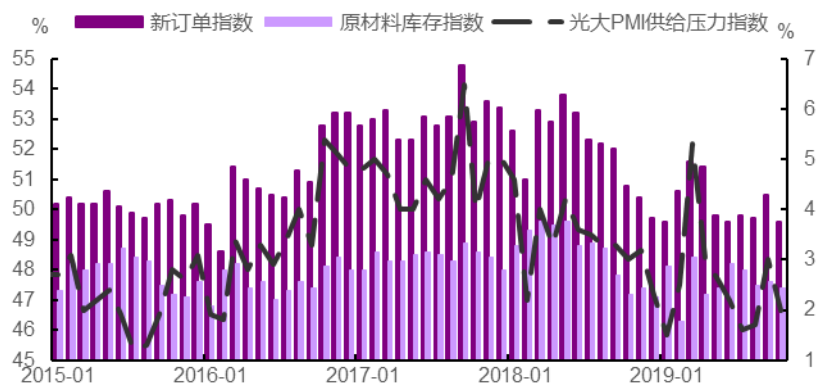


资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 10 月

## 上游需求又现疲弱特征 PPI 持续收缩

9 月上游行业利润增速转正，印证了光大供给侧压力指数 9 月的反弹。但 10 月光大供给侧压力指数却回落 1 个百分点至 2.0%，显示上游需求相对疲弱，盈利的可持续仍有待观察。如果专项债提前落地，或许对上游信心将起到提振作用。

图 4：供给侧压力指数继续下行，上游行业盈利仍受抑制



资料来源：Wind，光大证券研究所，时间截至 2019 年 10 月 31 日

10 月 PMI 中主要原材料购进价格较上月下行 1.8 个百分点至 50.4%，PMI 隐含的 10 月 PPI 通胀环比约为 -0.01%，同比增速预计仍将落于 -1% 至 -2% 区间。

## 期待政策发力

10 月份建筑业 PMI 指数略上行 2.8 个百分点至 60.4%。但是从较长的时序看，建筑业 PMI 从 2016 年开始一直处于 58%-62% 的空间波动，10 月的表现难言突出（图 5），仍然期待更多政策发力。

图 5：建筑业 PMI 指数 10 月虽反弹，但难言突出



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\\_9298](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9298)

