

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

联系人：孙婉莹

sunwanying@evergrande.com

事件：中国 10 月官方制造业 PMI49.3，预期 49.8，前值 49.8。非制造业 PMI 为 52.8，预期 53.6，前值 53.7。

解读：

1、核心观点：“抢生产、抢出口”退潮，内外需疲弱，短期经济再下台阶，长期靠改革开放

10月PMI数据反映出：生产、新订单、新出口订单、进口指数纷纷回落，短期“抢生产、抢出口”退潮后，经济重回下行通道，反映内外需疲软，通缩压力加大，企业去库存，经济形势仍严峻。外需因全球经济下行（主要经济体PMI指数回落）、贸易摩擦影响持续显现而继续回落。内需疲软，融资收紧导致房地产投资缓慢下行，出口疲弱和盈利下滑导致制造业投资低迷，财政收入下行、土地财政大幅下滑和严控隐性债务制约基建反弹，消费受居民杠杆率高、就业压力大、收入增速下行的制约短期难起。

1) 制造业PMI下滑，为今年的次低点（仅次于2月春节49.2%），连续6个月低于荣枯线；非制造业PMI为2016年3月以来最低值，经济下行压力较大。10月制造业PMI指数49.5%，较上月下滑0.5个百分点，主要受生产、新订单和价格指数分项拖累。“抢生产”退潮，生产指数回落，与高频指标高炉开工率环比下滑一致，源于需求不振。新订单和新出口订单均回落，反映外需疲软、出口承压。进口指数下滑体现内需疲弱。

2) 受原油价格下滑影响，PMI价格指数下滑，工业品通缩加剧，PPI降幅预计继续扩大，工业企业盈利承压、实际利率上升。出厂价格指数低于采购价格指数，且差值扩大，相关企业经营压力较大。10月以来原油价格持续回落，发改委于10月21日下调油价，本月南华工业品价格指数环比下滑。原油价格排除短期扰动后持续下滑，后续PPI通缩风险依然较大。出厂价格与购进价格指数差值扩大，相关行业企业盈利依然承压。

3) 盈利下滑、需求疲弱导致企业经营预期恶化，采购量指数下滑。10月生产经营预期指数为54.2%，较上月下滑0.2个百分点。采购量指数为49.8%，较上月下滑0.6个百分点，跌破荣枯线。尽管当前中美贸易摩擦暂缓、减税降费持续落实，但内外需疲软、企业盈利承压、民企融资难融资贵的局面始终未根本性扭转，政策逆周期调节力度有待加强。

4) 原材料库存和产成品库存指数下滑，反映需求不振、价格下行导致企业主动去库存。10月原材料库存指数47.4%，较上月下滑0.2个百分点；产成品库存指数46.7%，较上月下滑0.4个百分点。由于当前内外需均疲软且价格有持续回落压力，企业主动补库存的动力不足。

5) 大型和小型企业PMI数据全面下滑，反映企业经营压力较大，注销的企业数量明显增加，经济形势严峻。10月大型和小型企业生产、新订单、新出口订单全面下滑，反映企业经营压力较大。10月14日，李克强总理提出，“把稳增长、保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置”。

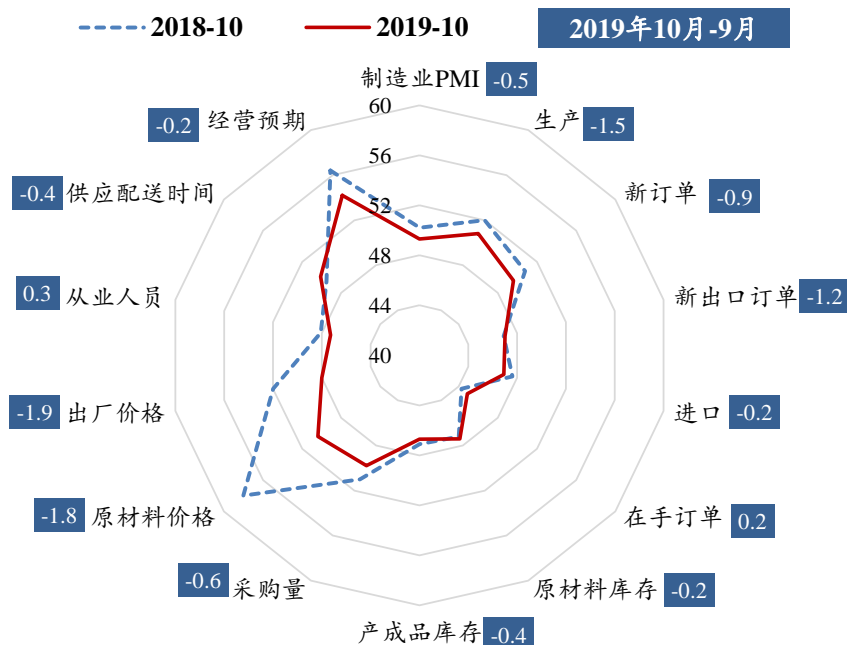
6) 从业人员指数仍处于十年来较低水平。10月制造业从业人员指数47.3%，较上月回升0.3个百分点，但仍位于十年来的较低水平；非制造业从业人员指数48.2%，与上月持平。9月全国城镇调查失业率为5.2%，与上月持平，反映高校毕业生、农民工等就业形势依然严峻。

总体来看，当前经济下行压力加大，短期增速再下台阶，迈入“5”时代。短期经济的主要矛盾是总需求不足，长期矛盾是供给侧改革不到

位、全要素生产率有待提高。从国际经验看，经济增速换挡过程中并不天然存在中速增长平台承接，有可能没有底，存在三种情景：平滑过渡，类似于 80 年代中国台湾，边破边立，主动改革转型；深蹲起跳，类似于 1973 年前后的日本和 1998 年前后的韩国，先破后立，危机倒逼改革；蹲下去起不来，类似于部分拉美、东南亚国家，破而不立，危机后不改革转向民粹。经济从高速过渡到中速增长平台，表面是增速换挡，实质是增长动力升级，根本靠改革开放构筑新的增长动力。我们深信，如果能够推动务实、市场化的新一轮改革开放，中国经济发展的潜力巨大，未来最好的投资机会就在中国。

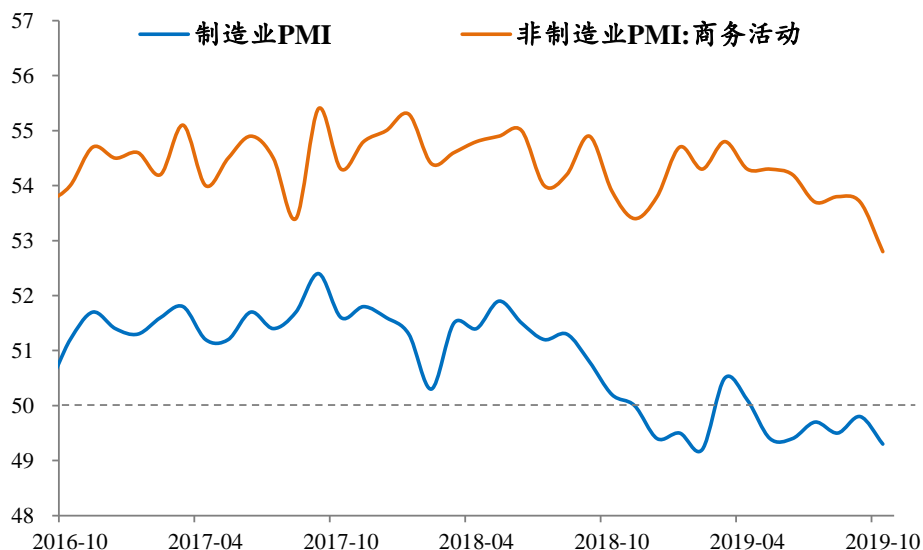
当前全球降息潮、核心 CPI 总体下行、PPI 负增长，拿掉猪以后都是通缩，企业盈利下行、实际利率上升，货币宽松的空间已经打开。我们建议：短期强化逆周期调节，降准降息支持实体经济，当前一方面要防止货币放水刺激房地产泡沫，另一方面也要防止房地产融资过度紧缩主动刺破引发重大金融风险，用时间换空间、寻找新的经济增长点、扩大改革开放、调动地方政府和企业家积极性。

图表1：10月 PMI 指数分项一览



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：10月制造业 PMI 连续 6 个月低于荣枯线



资料来源: Wind, 恒大研究院

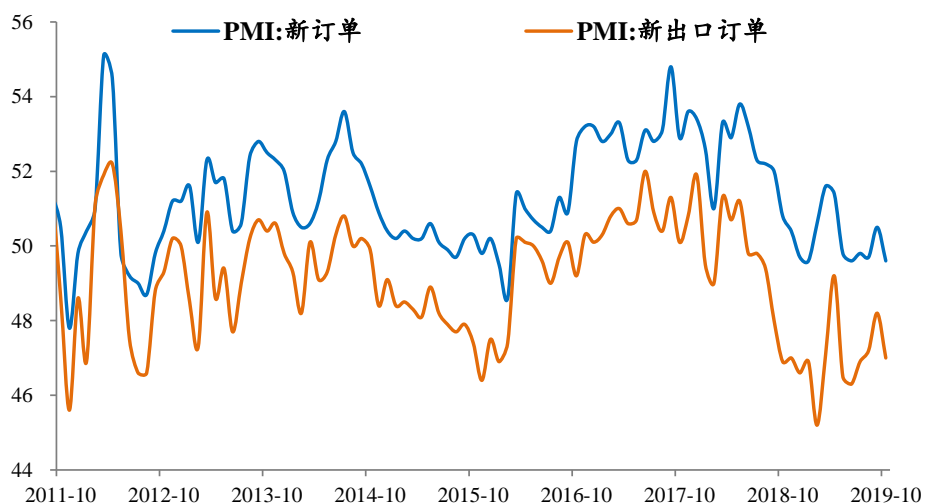
2、供需均回落，“抢出口、抢生产”退潮，内外需疲弱态势不改

生产端，10月PMI生产指数为50.8%，较上月下滑1.5个百分点。一是由于前期抢生产提前透支，二是内需疲软，与高炉开工率高频数据一致。10月全国高炉开工率均值为61.9%，环比下降5.5个百分点。

需求端，新订单和新出口订单均回落，进口指数下滑。房地产投资放缓，制造业和基建投资低迷，内外需均疲软。反映经济动能的指标（新订单-产成品库存）较上月下滑。10月新订单指数为49.6%，较上月下滑0.9个百分点，跌破荣枯线。进口指数46.9%，较上月下滑0.2个百分点。内需整体仍低迷：房地产方面，融资趋紧、销售降温、土地购置面积负增长，房地产投资逐步回落。制造业方面，工业品通缩、企业盈利承压、出口下行，制造业投资持续低迷。基建方面，受土地财政大幅下降、地方公共财政吃紧和严控隐性债务的制约而低迷。减税降费和经济下行导致税收收入负增长，财政发力空间受限。1-9月全国一般公共预算收入累计同比3.3%，不到名义GDP增速的一半。其中，1-9月税收收入累计同比-0.4%，较1-8月降幅扩大0.3个百分点。从各地看，1-8月已有11个省市财政收入负增长。

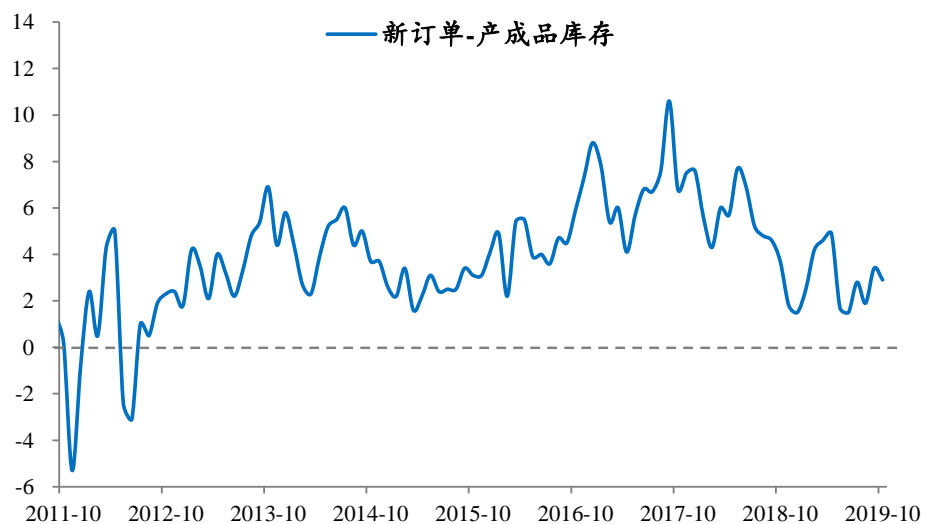
新出口订单下滑，主因全球经济增长放缓及贸易摩擦负面效应显现。10月新出口订单指数为47.0%，较上月下滑1.2个百分点。主要原因：一是世界经济继续回落。9月美国制造业PMI低于荣枯线；10月欧元区PMI为45.7%，与上月持平，连续9个月低于荣枯线；其中，欧洲经济火车头德国制造业PMI为41.9%，连续10个月低于荣枯线。二是前期加征关税负面影响显现，企业面临不确定性的情况，加速转移产业链至越南和中国台湾等地。中美贸易摩擦暂缓，特朗普暂停原定于10月15日对中国2500亿美元产品提高关税；但此前已生效的商品关税（包括2500亿美元商品的25%关税及部分3000亿美元商品的15%关税）未取消。此外，12月15日对3000亿美元中的部分商品（约1600亿美元，其余已在9月1日生效）加征15%的关税仍需谈判，企业面临的不确定性仍高，产业链转移仍在持续。

图表3：10月新订单和新出口订单均下滑



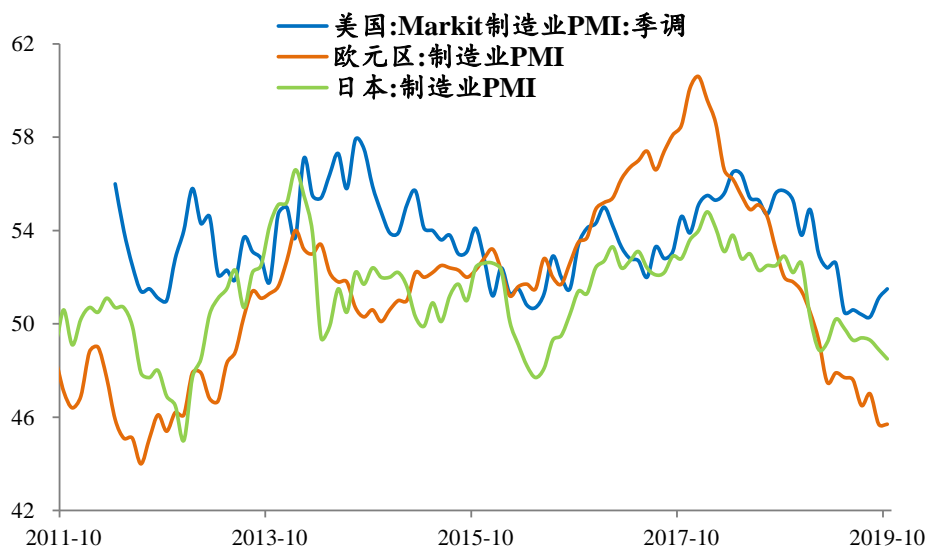
资料来源: Wind, 恒大研究院

图表4：经济动能指标（新订单-产成品库存）下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表5：欧美 PMI 总体持续下行



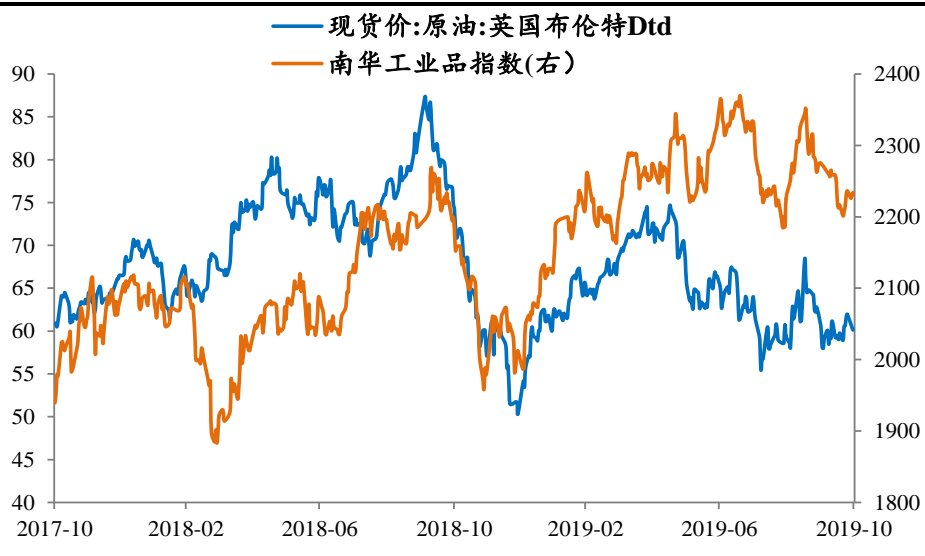
资料来源: Wind, 恒大研究院

3、原材料和出厂价格指数受油价和工业品价格下跌拖累而回落，出厂价格与采购价格指数差值扩大，相关企业经营压力较大

10月主要原材料购进价格指数为50.4%，较上月下滑1.8个百分点；出厂价格指数为48.0%，较上月下滑1.9个百分点，连续6个月低于荣枯线。9月14日，沙特重要原油设施遭袭击，原油价格一度大幅上涨，10月以来逐步回落，发改委于10月21日下调油价，10月布伦特原油环比-5.1%，同比-25.7%。10月南华工业品价格指数月均环比-2.6%，螺纹钢价格环比-0.3%，受此影响预计10月PPI继续下行。同时，出厂价格和原材料价格指数差值有所扩大，10月为-2.4%，较上月扩大0.1个百分点，相关行业企业盈利承压有所加大。

9月工业企业利润增长放缓，主因PPI持续下行、出口疲弱。9月工业企业利润同比-5.3%，较上月下滑2个百分点；从累计看，1-9月工业企业利润总额累计同比-2.1%，较1-8月下滑0.4个百分点。9月当月工业企业利润下行主要原因一是PPI持续下行，9月PPI同比为-1.2%，连续3个月为负；二是9月中国出口增速-3.2%，较8月下滑2.2个百分点，9月1日美国对中国3000亿美元中的部分商品加征15%关税正式生效。

图表6：原油和工业品价格回落



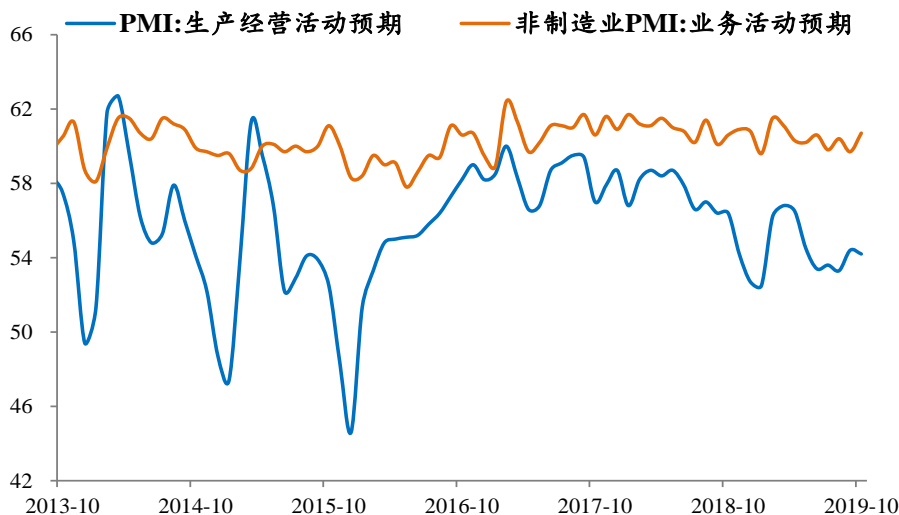
资料来源: Wind, 恒大研究院

4、盈利下滑、需求疲弱，企业经营预期恶化，采购量和库存指数均下滑，企业主动去库存

经营预期和采购量指数均下滑。10月生产经营预期指数为54.2%，较上月下滑0.2个百分点。采购量指数为49.8%，较上月下滑0.6个百分点，跌破荣枯线。尽管当前中美贸易摩擦暂缓、减税降费持续落实，但内外需疲软、企业盈利承压的局面始终未根本性改观，政策逆周期调节力度有待加强。贸易摩擦方面，当地时间10月10-11日，中美第十三轮高级别经贸磋商初步达成“第一阶段”贸易协议。10月18日，USTR宣布10月31日起对3000亿加征关税清单启动排除程序，中美贸易摩擦进入短期缓和阶段。减税降费方面，据国税总局，今年前三季度全国累计新增减税降费17834亿元，其中新增减税15109亿元，新增社保费降费2725亿元。但总需求不足仍持续存在，企业盈利下滑、预期恶化，逆周期调节仍需加大力度。

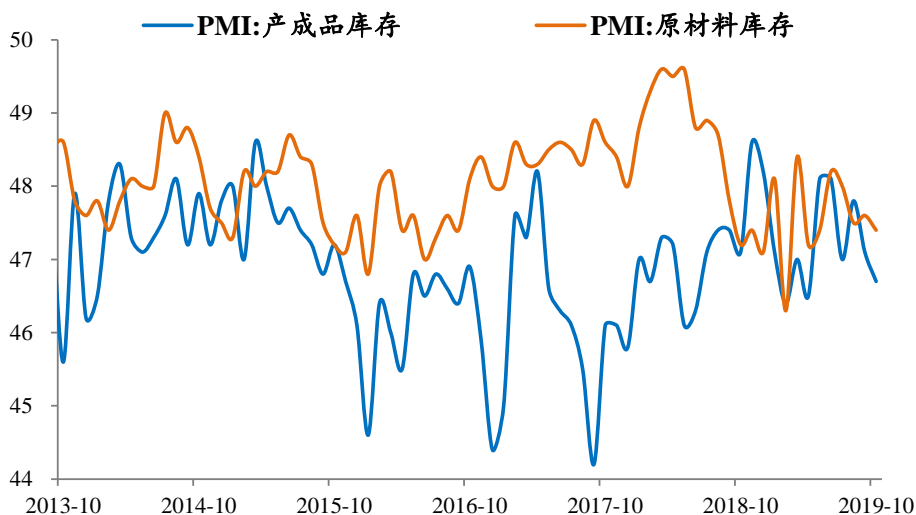
原材料库存指数和产成品库存指数均下滑，显示需求偏弱，企业去库存。10月原材料库存指数47.4%，较上月下滑0.2个百分点；产成品库存指数46.7%，较上月下滑0.4个百分点，体现需求偏弱，企业主动去库存。由于当前内外需均疲软且价格有持续回落压力，企业主动补库存的动力不足。

图表7：制造业生产经营预期下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表8: 原材料和产成品库存均下滑



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表9: 库存周期处于主动去库存阶段

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_9299

