



证券研究报告·宏观研究报告

2019年10月31日

首创宏观“茶”： 制造业 PMI 重回弱势，非制造业 PMI 创 13 年同期 最低值

——10月 PMI 数据点评

研究发展部宏观策略组

王剑辉
宏观策略分析师
电话：010-56511920
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn
执业证书：S0110512070001

主要观点：

- 10月制造业 PMI 49.3，预期值 49.8，前值 49.8；10月非制造业 PMI 52.8，预期值 53.6，前值 53.7；10月综合 PMI 52.0，前值 53.1。我们点评如下：
- 一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双承压；
- 二、大型企业 PMI 再次跌破荣枯线；
- 三、外需进一步承压，内需亦不乐观；
- 四、生产扩张速度放缓，生产经营活动预期指数小幅下行；
- 五、制造业企业加快原材料以及产成品去库存步伐；
- 六、主要原材料购进价格与出厂价格双双下行，且其剪刀差走阔；
- 七、就业压力不减，尤其是服务业就业压力继续增大。

目录

一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双承压.....	4
二、大型企业 PMI 再次跌破荣枯线.....	5
三、外需进一步承压，内需亦不乐观.....	7
四、生产扩张速度放缓，生产经营活动预期指数小幅下行.....	9
五、制造业企业加快原材料以及产成品去库存步伐.....	10
六、主要原材料购进价格与出厂价格双双下行，且其剪刀差走阔.....	11
七、就业压力不减，尤其是服务业就业压力继续增大.....	12

图表目录

图 1：10 月制造业 PMI 重回弱势，符合我们的预期（%）	4
图 2：10 月非制造业 PMI 创 13 年同期最低值（%）	5
图 3：制造业 PMI 五个主要分项 4 降 1 升（%）	6
图 4：大型企业的 PMI 跌破荣枯线（%）	6
图 5：新出口订单在连续 3 个月回升之后，10 月再次下行（%）	7
图 6：近年来我国进口指数中枢持续下移（%）	8
图 7：生产扩张速度放缓，生产经营活动预期指数小幅下行（%）	9
图 8：制造业企业加快原材料以及产成品去库存步伐（%）	10
图 9：主要原材料购进价格与出厂价格双双下行（%）	11
图 10：就业压力不减，尤其是服务业就业压力继续增大（%）	12

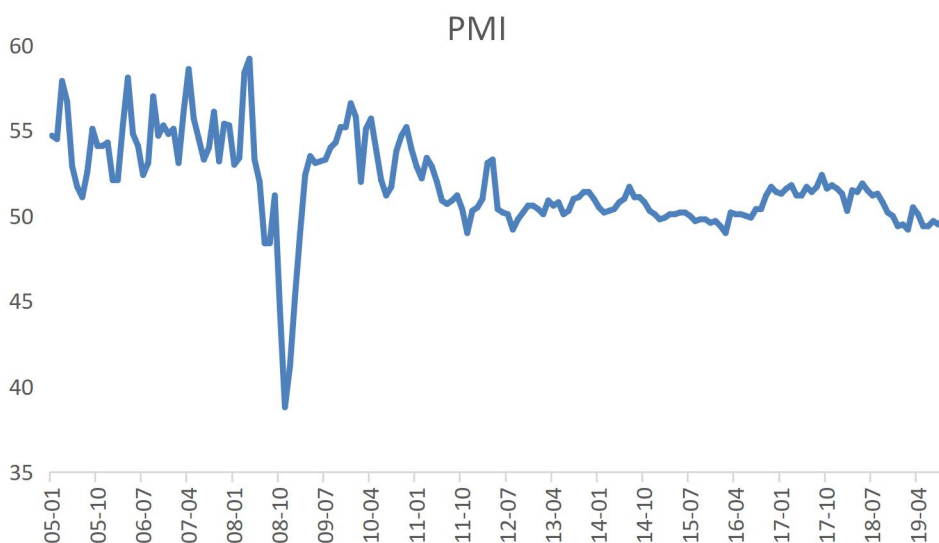
事件：10月制造业PMI49.3，预期值49.8，前值49.8；10月非制造业PMI52.8，预期值53.6，前值53.7；10月综合PMI52.0，前值53.1。

点评：

一、制造业 PMI 与非制造业 PMI 双双承压

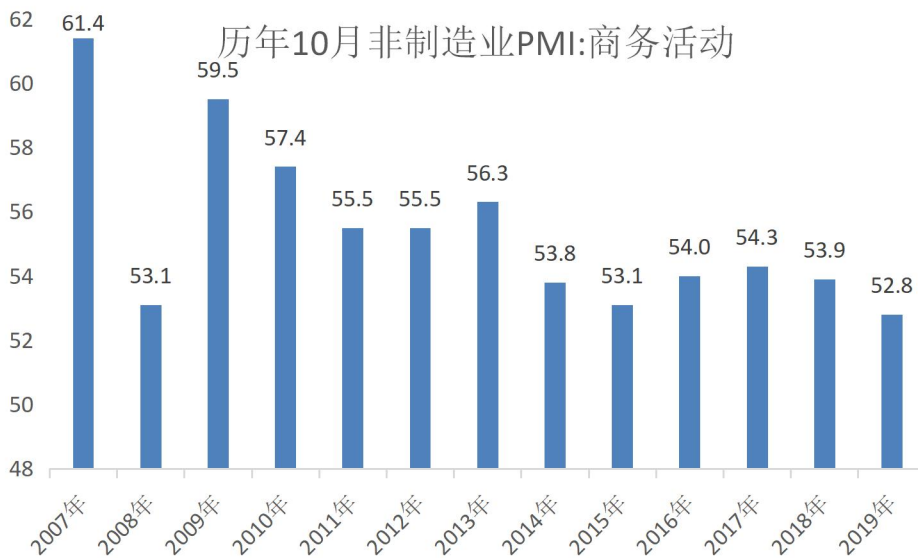
10月制造业PMI为49.3，低于预期0.5个百分点，较前值下行0.5个百分点，连续6个月运行在荣枯线之下，且创近8个月新低。在过往15年里的10月制造业PMI中，2019年位列倒数第2，仅高于2008年10月的44.60。此前9月制造业PMI超预期录得49.8，环比上行0.3个百分点，创近5个月新高，且逼近荣枯线。彼时我们在《首创宏观茶：制造业PMI可能没有想象中的那么乐观（20191008）》中明确指出，“制造业PMI可能没有想象中的那么乐观，（9月PMI）“反弹”概率大于“反转”概率，并坚持7月PMI数据点评中的观点：短期之内制造业PMI大幅上行概率较低”。目前看，10月制造业PMI重回弱势，我们的观点得到验证。10月非制造业PMI为52.8，低于预期0.80个百分点，较前值下行0.90个百分点，剔除掉2016年1月的52.70，创2009年1月以来新低。在过往的13年里，2019年10月非制造业PMI位列倒数第1。其中，10月建筑业PMI为60.40，较前值上行2.8个百分点，重返60以上的高位区间；服务业PMI为51.40，较前值下行1.60个百分点，为2012年2月万得资讯有纪录以来新低。

图 1：10月制造业 PMI 重回弱势，符合我们的预期（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 2：10 月非制造业 PMI 创 13 年同期最低值 (%)

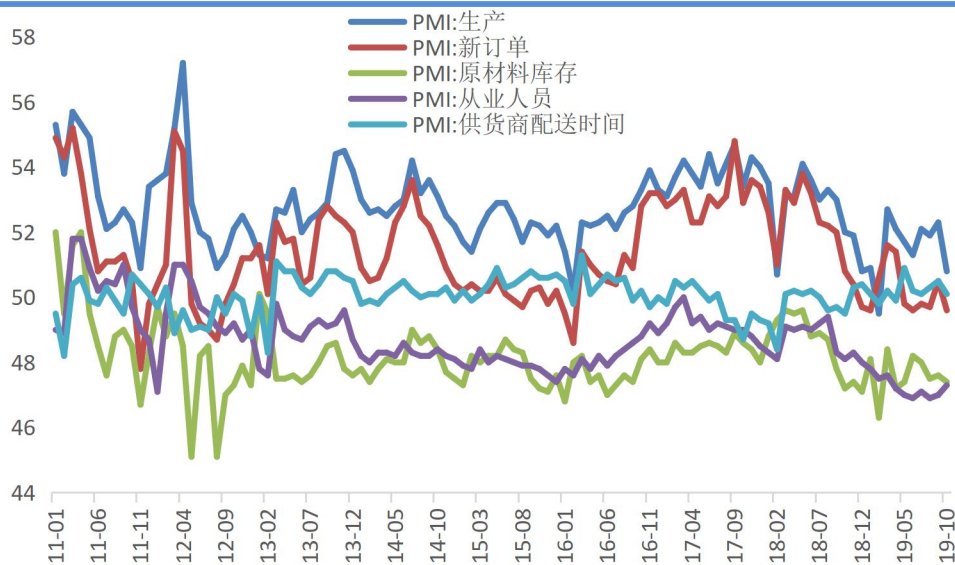


资料来源：wind，首创证券研发部

二、大型企业 PMI 再次跌破荣枯线

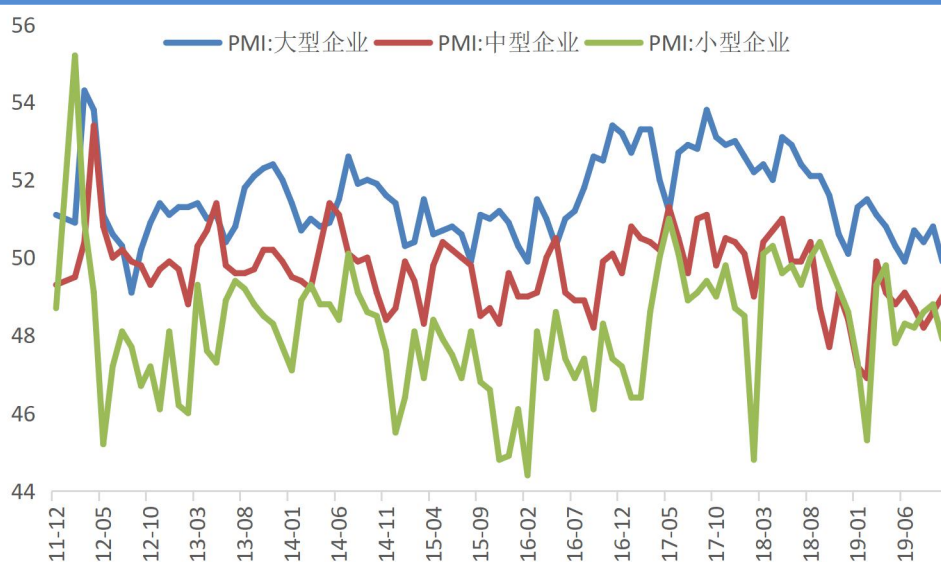
制造业PMI的5个主要分项，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别录得49.60、50.80、47.30、50.10、47.40，分别较前值上行-0.90、-1.50、0.30、-0.40、-0.20个百分点。与前值相比，五个主要分项4降1升。其中，新订单再次跌破荣枯线，且创2016年3月以来低点，持平于2019年1月、6月，预示后期制造业PMI走势不容乐观，此外，生产指数下滑幅度较大，且逼近荣枯线，这两项是10月制造业PMI下行的主要拖累项，我们再次坚持前期观点：短期之内制造业PMI大幅上行概率较低，并由此推测4季度制造业投资增速不大乐观。分企业规模看，大中小型企业的制造业PMI分别为49.90、49.00、47.90，分别较前值上行-0.90、0.40、-0.90个百分点。其中，大型企业PMI跌破荣枯线，仅录得49.9，该值是自2011年12月有记录以来的次低值，仅高于2012年8月的49.1，持平于2015年8月、2016年2月、2019年6月。作为国民经济的重要支柱，大型企业的PMI跌破荣枯线，表明宏观经济下行压力加大。

图 3：制造业 PMI 五个主要分项 4 降 1 升 (%)



资料来源：wind，首创证券研发部

图 4：大型企业的 PMI 跌破荣枯线 (%)

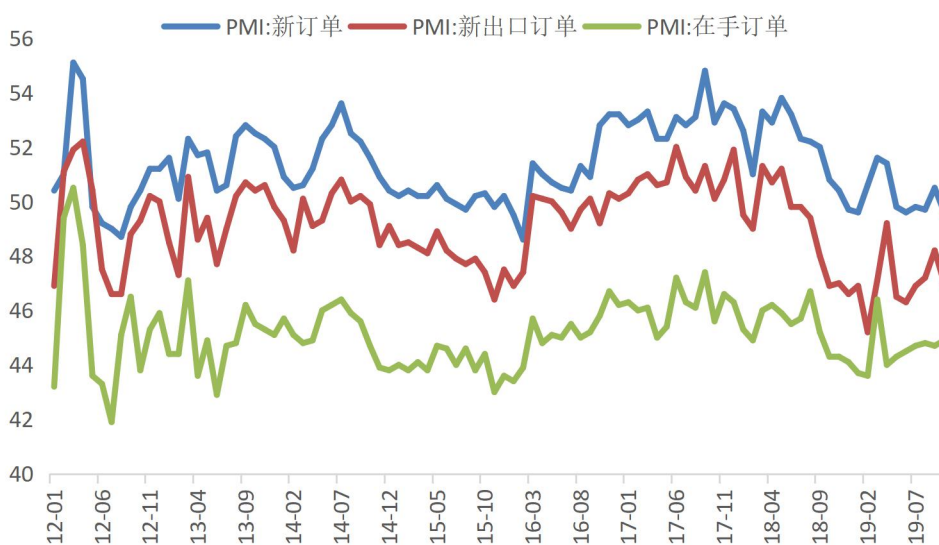


资料来源：wind，首创证券研发部

三、外需进一步承压，内需亦不乐观

10月新订单、新出口订单与在手订单分别为49.60、47.00、44.90，分别较前值上行-0.90、-1.20、0.20个百分点。其中，新出口订单在连续3个月回升之后，10月再次下行，符合我们在《首创宏观茶：制造业PMI再次承压，小型企业是稳就业的“主要阵地”》中的判断。全球经济增速放缓是新出口订单下行的主因。10月15日IMF将2019全球经济增长预期从3.2%下调至3.0%，刷新金融危机以来新低，隐含IMF对4季度全球经济的悲观预期。从主要国家的制造业PMI来看：美国方面，虽然10月Markit制造业PMI连续两个月出现回调，但是更为前瞻的ISM制造业PMI在8月跌破荣枯线，在9月继续下探至47.8，预计4季度ISM制造业PMI还将下探；欧元区方面，10月欧元区制造业PMI录得45.7，持平于前值，创2012年11月以来低点，且连续9个月位于荣枯线之下，其中，作为制造业强国，德国的制造业PMI仅录得41.9，剔除掉前值41.7，为2009年10月万得资讯有记录以来最低值，目前还处于下行通道之中。德国制造业PMI下行的主因之一是包括美欧贸易争端在内的贸易摩擦严重破坏贸易秩序，而德国的出口高度依赖美国市场；日本方面，10月日本制造业PMI仅录得48.50，创2016年7月以来新低，连续9个月位于荣枯线之下，主要原因之一也是全球贸易摩擦的缘故，尤其是日韩贸易争端。综合以上观点，在外需疲软的背景下，中短期之内新出口订单不大乐观，进而推测4季度我国出口增速不会太高。

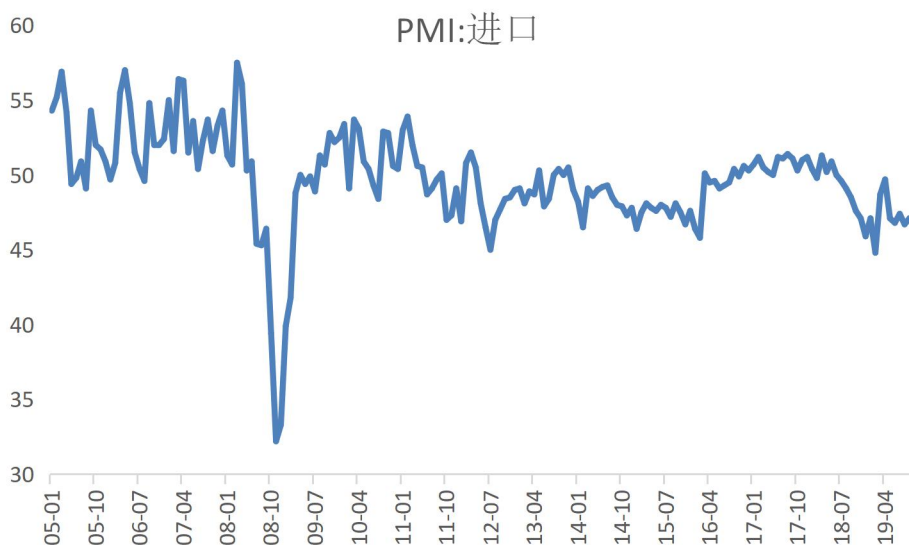
图 5：新出口订单在连续 3 个月回升之后，10 月再次下行（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

内需方面，10月进口指数录得46.90，较前值下行0.20个百分点。近年来我国进口指数中枢持续下移，2017年1-10月进口指数的均值为50.77，但是2018年同期滑至49.74,2019年同期在2018年的基础上进一步下滑至47.23，表明我国内需较为疲软。从“新订单-新出口订单”这一复合指标看，虽然10月录得2.6个百分点，较前值走阔0.3个百分点，但是拉长时间看，呈现出逐年收窄的特征：2017年1-10月均值为6.04个百分点，2018年同期收窄至4.70个百分点，2019年在2018年的基础上收窄至2.52个百分点。目前的问题是，4季度货币政策大概率保持定力，而财政政策加力提效的空间逐步缩小，工业企业利润增速持续个位数负增长，失业率处于历史相对高位，在此情况下，预计内需大幅增长的难度较大。这也是7月30日政治局会议将内需确定为稳增长引擎的大背景。前文我们分析了4季度制造业投资增速不乐观，出口增速不会太高，在“不将房地产作为短期刺激经济的手段”的背景下，叠加消费增速不大乐观，预计基建投资是目前较为可行的稳增长途径。

图 6：近年来我国进口指数中枢持续下移（%）



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_9319

