



# 制造业 PMI 新低，关注库存变化

## 10月制造业 PMI 点评

10月制造业 PMI 显示经济下行压力依然存在，内外需求均仍疲弱。库存的变化值得关注。稳增长政策仍需发力，但政策宽松预期不宜过高。

- 10月制造业 PMI 为 49.3，较9月回落 0.5，再创3月以来新低，凸显经济下行压力依然存在。
- 从分项看，构成制造业 PMI 的五个分项指数中，生产和新订单回落明显，而新出口订单和进口均继续下行，内外需求依然疲弱。
- 从工业企业产成品库存和收入增速看，主动去库存接近尾声。后续库存的变化值得关注。
- 经济下行压力的存在意味着稳增长政策仍需发力。但当前政府的逆周期调节政策较此前更为精准，需求端大规模刺激的做法已被摒弃。在 CPI 上行以及宏观杠杆率仍需关注的背景下，国内货币政策的空间受到一定限制。后续除了通过地方专项债支撑基建之外，更多仍倾向通过改革的方法挖掘国内需求潜力，对政策的宽松预期不宜过高。

### 相关研究报告

《宏观酷图-宏观政策再次变得积极》 20191031

《10月海外宏观动态点评》 20191031

《宏观酷图-上市企业利润增长继续承压》

20191029

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

(010)66229359

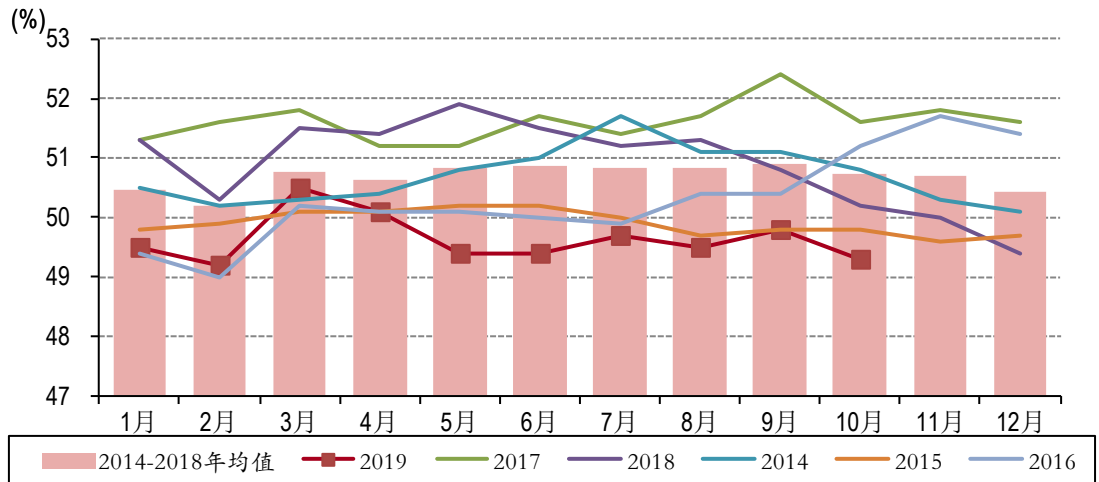
qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

### 制造业 PMI 新低

10月制造业 PMI 为 49.3，较 9月回落 0.5，为 3月以来新低，仅强于受春节影响的 2月；与历史同期相比，也是 2009 年以来同期最低。制造业疲弱依旧。

图表 1. 10 月制造业 PMI 为 3 月以来新低



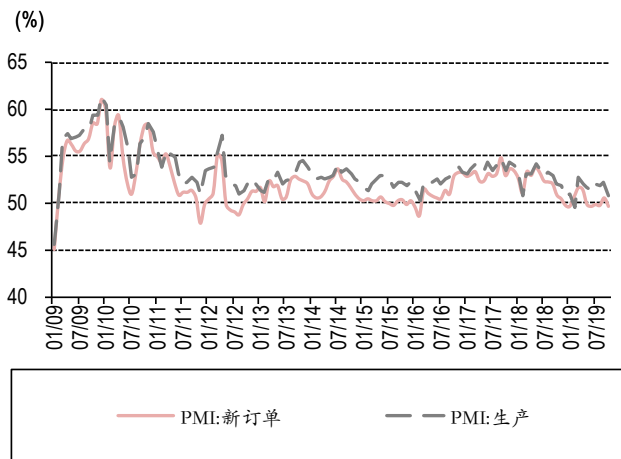
资料来源：万得，中银国际证券

### 需求依然疲弱

从分项看，构成制造业 PMI 的五个分项指数中，生产和新订单回落明显，是导致本月制造业 PMI 回落的主要因素。生产指数降 1.5 至 50.8，自 3 月以来一直维持在扩张区间，但数值逐月回落，显示生产扩张速度逐步放缓。新订单指数降 0.9 至 49.6，再度回到收缩区间，且为年内新低；其中新出口订单降 1.2 至 47，进口分项降 0.2 至 46.9，内外需求均呈疲弱。

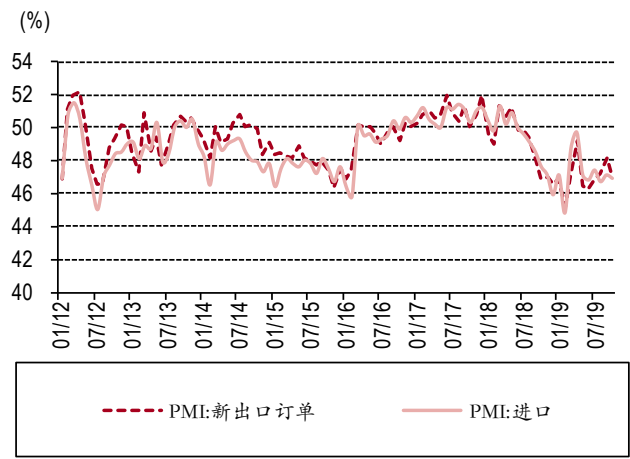
10 月以来，中美贸易冲突呈现缓和趋势，预计后续对美进出口将有一定程度的恢复。然而，目前全球经济继续走弱，IMF 近期再度下调 2019 年全球 GDP 增速至 3.0%。而我们此前已经多次强调，中国进出口的主要影响因素是外需。在全球经济增速未见起色前，预计贸易将继续维持弱势。

图表 2. 生产与新订单持续回落



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 新出口订单和进口继续下行

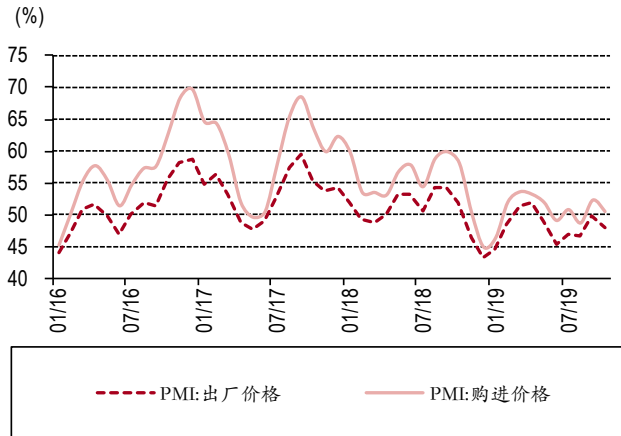


资料来源：万得，中银国际证券

从其他分项看，原材料购进价格降 1.8 至 50.4，出厂价格降 1.9 至 48，印证需求疲弱。二者之差较前值略有扩大，但整体仍维持在相对低位，利润向中下游转移趋势不变。

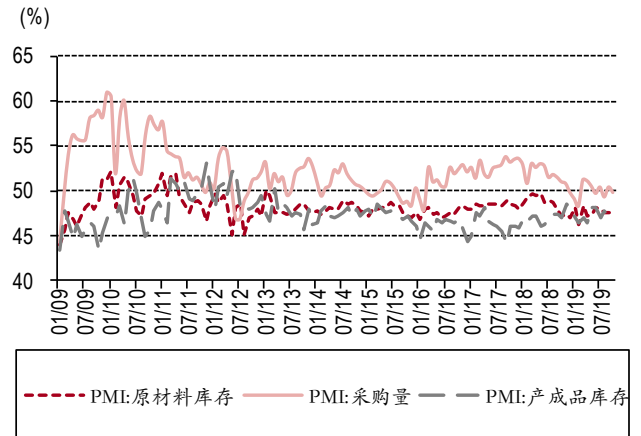
原材料库存降 0.2 至 47.4，产成品库存降 0.4 至 46.7，原材料采购量降 0.6 至 49.8，再度落入收缩区间，显示在需求弱勢的背景下，企业仍以观望为主。

图表 4. 出厂价格与购进价格之差收窄



资料来源：万得，中银国际证券

图表 5. 库存与采购继续弱势



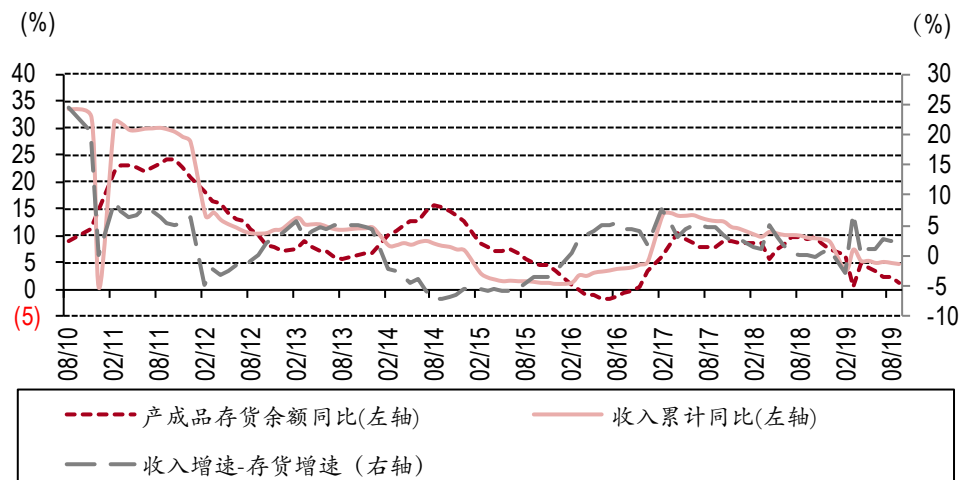
资料来源：万得，中银国际证券

### 关注库存变化

需要强调的是，尽管 PMI 数据显示产销依旧弱势。但从工业企业数据看，9 月末产成品存货同比增速已降至 1%，营业收入增速和产成品存货增速之差扩大至 3.5 个百分点，为 4 月以来新高。尽管营业收入增速目前仍处下行，但二者之差逐步扩大显示，企业主动去库存已接近尾声。从 PMI 数据也可看到，企业原材料库存和产成品库存均长期处于收缩区间。

从 PPI 判断，我们预计 10 月 PPI 仍将继续下行，但 11 月起，由于基数影响的逐渐减弱，PPI 同比增速将触底回升。而全球宽松在一定程度上有助于大宗商品价格的回暖。在价格环比向上的情形下，预计四季度工业企业将从主动去库存转向被动去库存。后续库存周期的变化有望成为经济增长的支撑之一。

图表 6. 主动去库存接近尾声



资料来源：万得，中银国际证券



### 政策宽松预期不宜过高

综合看，10月制造业 PMI 依然显示经济下行压力明显，内外需求均仍疲弱，但库存周期的变化值得关注。

经济下行压力的存在意味着稳增长政策仍需发力。但我们依然强调，当前政府的逆周期调节政策较此前更为精准，需求端大规模刺激的做法已被摒弃。在 CPI 已达到 3% 的政策目标，后续还将进一步上行的背景下，尽管全球主要央行均已转向宽松，但国内货币政策的空间受到一定限制。同时，央行仍在关注宏观杠杆率的稳定。后续除了通过地方专项债支撑基建之外，更多仍倾向通过改革的方法挖掘国内需求潜力，对政策的宽松预期不宜过高。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

**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\\_9329](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9329)

