日期：2020 年 11 月 03 日

制造业平稳发展 外贸景气度连续回升

——2020 年 10 月制造业 PMI 指数点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

制造业平稳发展，外贸景气度连续回升

10 月份，制造业 PMI 为 51.4%，比上月微降 0.1 个百分点，但仍处于年内较高水平，制造业景气度仍高。生产略有回落，但仍在高位。需求稳定改善，新订单指数持平上月。从外贸景气度来看，进出口指数在荣枯线以上同步回升。出口维持强势，进口需求释放，外贸持续好转。随着需求的好转，价格指数继续回升，为近期高点。企业经营预期改善，本月企业生产经营活动预期指数升至 59.3%，高于上月 0.6 个百分点，企业对行业发展信心加快恢复。从各类型企业来看，小型企业经营压力较大。非制造业方面继续回升。服务业复苏加快是非制造业回升的主要因素。中秋、国庆假期刺激带动下，消费需求加快释放，相关服务业维持较高运行区间。建筑业高位回落，但基建活动仍维持活跃。10 月份，综合 PMI 产出指数为 55.3%，高于上月 0.2 个百分点，我国企业生产经营活动加快恢复。

核心资产价值将重现

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！经济回升以及效益的改善为资本市场的运行奠定了基础。美国疫情失控，欧洲疫情第二波形成，虽然中国经济的海外需求上升，但海外环境恶化对中国资本市场平稳运行造成了偏负面影响，加之美国大选期带来政治不确定性上行，中国资本市场运行的海外环境冲击因素仍将存在。随着中国经济会稳步进程的进行，尤其是宽信用发展带来的流动性平稳局面得到市场确认，资本市场将再度迎来平稳运行期，核心资产价值将重新呈现。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，债市有望走稳回升。

经济恢复趋势延续

9 月 PMI 略有回落，制造业平稳发展。生产需求均维持平稳，进出口表现抢眼。价格指数回升，将有助于改善工业品的通缩。整体来看，从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，三季度延续好转态势，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。疫情方面，部分地区疫情虽出现反复，但经济运行已基本恢复正常，尤其相较于海外疫情，国内疫情显然已处于可控状态。我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化，“赶工期”下的投资加速现象将再现；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，2020 年经济延续平稳回升的态势不变！

事件：10 月官方制造业 PMI 数据公布

10 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.4%，虽比上月微落 0.1 个百分点，但自 3 月份以来连续位于临界点以上，表明制造业总体持续回暖从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.6%，略高于上月 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 50.6%，比上月微落 0.1 个百分点；小型企业 PMI 为 49.4%，比上月下降 0.7 个百分点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。10 月份，综合 PMI 产出指数为 55.3%，比上月上升 0.2 个百分点，表明我国企业生产经营活动继续加快恢复。

事件解析：数据特征和变动原因

10 月份，制造业 PMI 为 51.4%，比上月微降 0.1 个百分点，但仍处于年内较高水平，制造业景气度仍高。生产略有回落，但仍在高位。生产指数为 53.9%，比上月微落 0.1 个百分点，持续位于临界点以上。需求稳定改善，新订单指数为 52.8%，与上月持平，位于年内高位。从行业情况看，部分传统制造业恢复有所加快，其中，纺织、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、金属制品等行业生产指数和新订单指数较上月均有不同程度上升。从外贸景气度来看，进出口指数在荣枯线以上同步回升。本月新出口订单指数和进口指数为 51.0%和 50.8%，分别高于上月 0.2 和 0.4 个百分点，均连续两个月位于扩张区间。出口维持强势，进口需求释放，外贸持续好转。随着需求的好转，价格指数继续回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.8%和 53.2%，分别高于上月 0.3 和 0.7 个百分点，均为近期高点。在调查的 21 个行业中，有 9 个行业的主要原材料购进价格指数和 11 个行业的出厂价格指数高于上月。其中，纺织、化学原料及化学制品、化学纤维及橡胶塑料制品等行业的两个价格指数升幅最为明显，反映相关行业市场活跃度有所提升。企业经营预期改善，本月企业生产经营活动预期指数升至 59.3%，高于上月 0.6 个百分点，企业对行业发展信心加快恢复。从行业情况看，纺织、有色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、汽车等 12 个行业的生产经营活动预期指数均位于 60.0%及以上的高位景气区间，表明企业对市场预期较为乐观。

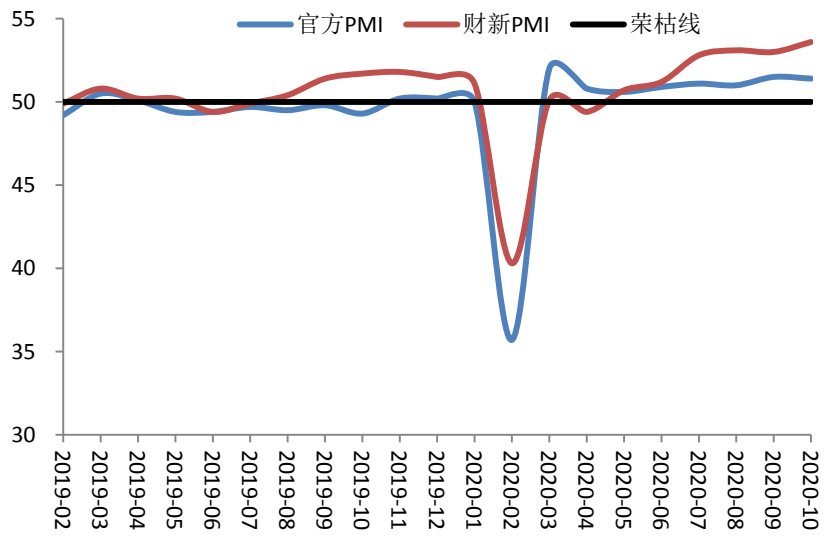
从各类型企业来看，小型企业经营压力较大。大、中型企业 PMI 分别为 52.6%和 50.6%，均与上月基本持平，运行总体稳定。小型

企业 PMI 为 49.4%，低于上月 0.7 个百分点，降至荣枯线以下；同时，小型企业新订单指数有所回落，明显低于制造业总体水平，显示出小型企业市场需求尤显不足。另外由于海外多国疫情反弹，部分企业反映进口原料采购周期加长，运输成本增加等问题出现。

非制造业方面继续回升。10 月份，非制造业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 0.3 个百分点，为年内高点，非制造业复苏步伐有所加快。服务业复苏加快是非制造业回升的主要因素。服务业商务活动指数继续回升，为 55.5%，高于上月 0.3 个百分点，服务业保持稳中有升的复苏势头。中秋、国庆假期刺激带动下，消费需求加快释放，相关服务业如铁路运输、航空运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 59.0%以上较高运行区间。建筑业高位回落，建筑业商务活动指数为 59.8%，虽低于上月 0.4 个百分点，但仍保持较高景气水平。其中土木工程建筑业商务活动指数、新订单指数和从业人员指数分别为 62.3%、56.6%和 51.2%，比上月上升 4.4、0.5 和 2.2 个百分点，表明随着新签订的工程合同量增长，企业用工量增加，基建活动仍维持活跃。

10 月份，综合 PMI 产出指数为 55.3%，高于上月 0.2 个百分点，我国企业生产经营活动加快恢复。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 53.9%和 56.2%。环比一落一升。

图 1：官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI（%）



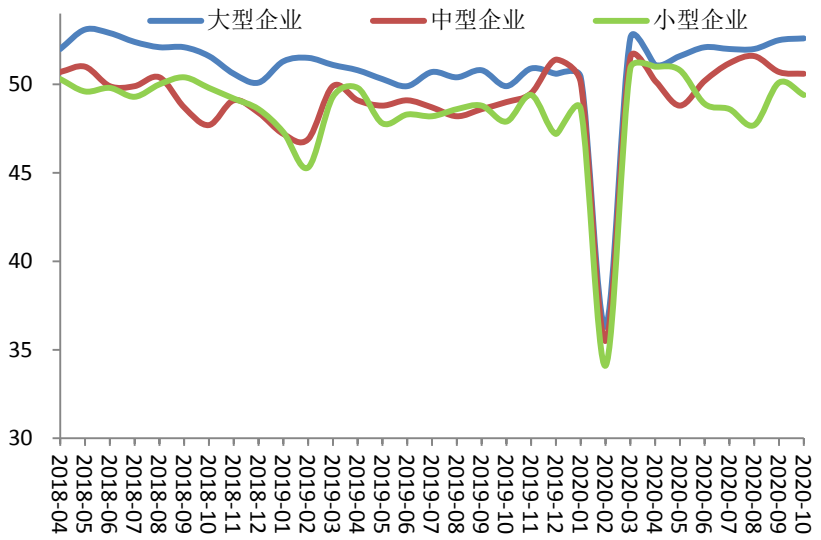
数据来源：wind，上海证券研究所

1. 小型企业经营困难较大

从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.6%，略高于上月 0.1 个百分点；

中型企业 PMI 为 50.6%，比上月微落 0.1 个百分点；小型企业 PMI 为 49.4%，比上月下降 0.7 个百分点。大中型企业基本保持稳定，效应企业经营压力仍大。

图 2：大中小型企业 PMI（%）

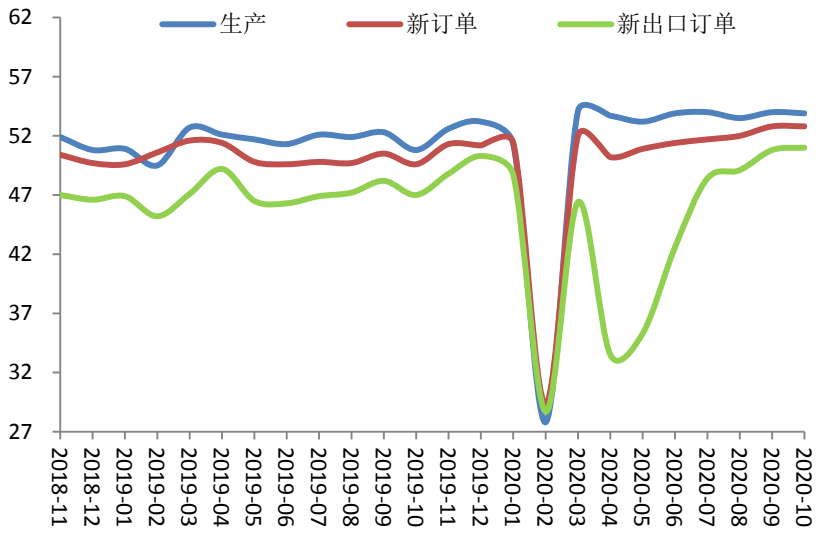


数据来源：wind，上海证券研究所

2.生产需求保持平稳

10 月生产指数为 53.9%，虽比上月微落 0.1 个百分点，但仍高于临界点，表明制造业生产量基本保持平稳增长。新订单指数为 52.8%，与上月持平，表明制造业市场需求保持稳定恢复。外贸景气度持续回升，本月新出口订单指数和进口指数为 51.0%和 50.8%，分别高于上月 0.2 和 0.4 个百分点，均连续两个月位于扩张区间。从最新的数据显示，欧盟 PMI 回升，德国继续回升，法国小幅回落；日本也保持回升态势。整体来看，由于目前海外多国疫情反弹，今年以来疫情支撑出口的逻辑或仍然存在。

图 3：新订单及生产指数（%）

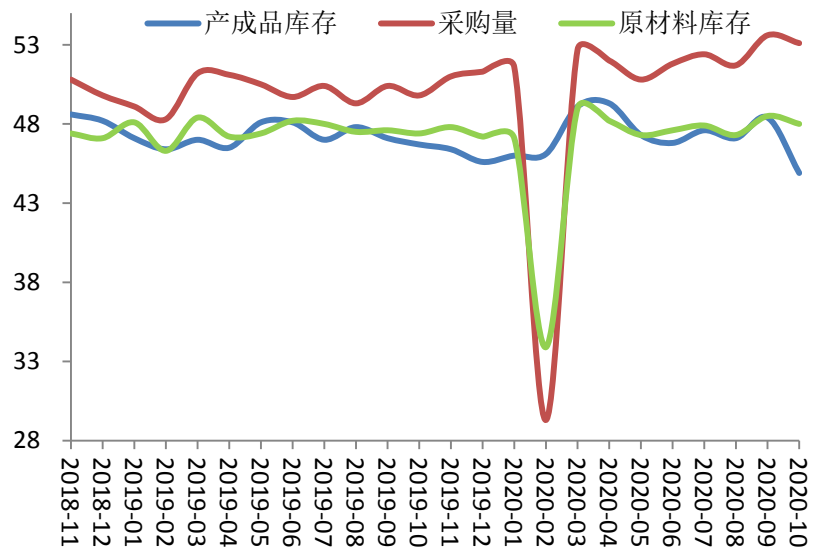


数据来源：wind，上海证券研究所

3.库存消化

10 月，原材料库存指数为 48%，下降 0.5 个百分点。产成品库存指数为 44.9%，大幅下降 3.5 个百分点。采购量指数为 53.1%，下降 0.5 个百分点。总体来看，采购需求下降，但生产仍在消耗，需求持续好转，产成品库存进一步消化。

图 4：库存及采购量指数（%）

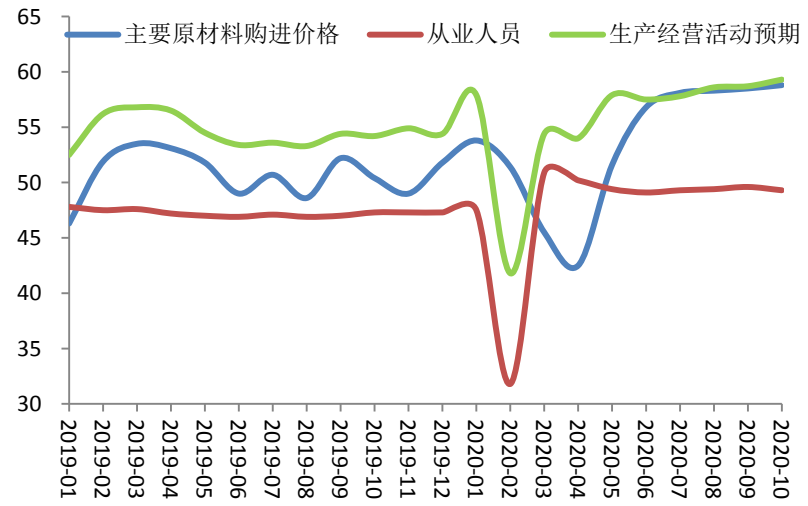


数据来源：wind，上海证券研究所

市场逐步好转，价格指数上升。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.8%和 53.2%，分别高于上月 0.3 和 0.7 个百分点，均为

近期高点。从业人员指数为 49.3%，比上月下降 0.3 个百分点，表明制造业企业用工景气度小幅降低。供应商配送时间指数为 50.6%，虽比上月微落 0.1 个百分点，但仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间较上月加快。

图 5：购进价格、从业人员及经营活动指数指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

制造业平稳发展，外贸景气度连续回升

10 月份，制造业 PMI 为 51.4%，比上月微降 0.1 个百分点，但仍处于年内较高水平，制造业景气度仍高。生产略有回落，但仍在高位。生产指数为 53.9%，比上月微落 0.1 个百分点，持续位于临界点以上。需求稳定改善，新订单指数为 52.8%，与上月持平，位于年内高位。从行业情况看，部分传统制造业恢复有所加快，其中，纺织、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工、有色金属冶炼及压延加工、金属制品等行业生产指数和新订单指数较上月均有不同程度上升。从外贸景气度来看，进出口指数在荣枯线以上同步回升。本月新出口订单指数和进口指数为 51.0%和 50.8%，分别高于上月 0.2 和 0.4 个百分点，均连续两个月位于扩张区间。出口维持强势，进口需求释放，外贸持续好转。随着需求的好转，价格指数继续回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数为 58.8%和 53.2%，分别高于上月 0.3 和 0.7 个百分点，均为近期高点。在调查的 21 个行业中，有 9 个行业的主要原材料购进价格指数和 11 个行业的出厂价格指数高于上月。其中，纺织、化学原料及化学制品、化学纤维及橡胶塑料制品等行业的两个价格指数升幅最为明显，反

映相关行业市场活跃度有所提升。企业经营预期改善，本月企业生产经营活动预期指数升至 59.3%，高于上月 0.6 个百分点，企业对行业发展信心加快恢复。从行业情况看，纺织、有色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、汽车等 12 个行业的生产经营活动预期指数均位于 60.0%及以上的高位景气区间，表明企业对市场预期较为乐观。

从各类型企业来看，小型企业经营压力较大。大、中型企业 PMI 分别为 52.6%和 50.6%，均与上月基本持平，运行总体稳定。小型企业 PMI 为 49.4%，低于上月 0.7 个百分点，降至荣枯线以下；同时，小型企业新订单指数有所回落，明显低于制造业总体水平，显示出小型企业市场需求尤显不足。另外由于海外多国疫情反弹，部分企业反映进口原料采购周期加长，运输成本增加等问题出现。

非制造业方面继续回升。10 月份，非制造业商务活动指数为 56.2%，比上月上升 0.3 个百分点，为年内高点，非制造业复苏步伐有所加快。服务业复苏加快是非制造业回升的主要因素。服务业商务活动指数继续回升，为 55.5%，高于上月 0.3 个百分点，服务业保持稳中有升的复苏势头。中秋、国庆假期刺激带动下，消费需求加快释放，相关服务业如铁路运输、航空运输、住宿餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数位于 59.0%以上较高运行区间。建筑业高位回落，建筑业商务活动指数为 59.8%，虽低于上月 0.4 个百分点，但仍保持较高景气水平。其中土木工程建筑业商务活动指数、新订单指数和从业人员指数分别为 62.3%、56.6%和 51.2%，比上月上升 4.4、0.5 和 2.2 个百分点，表明随着新签订的工程合同量增长，企业用工量增加，基建活动仍维持活跃。

10 月份，综合 PMI 产出指数为 55.3%，高于上月 0.2 个百分点，我国企业生产经营活动加快恢复。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 53.9%和 56.2%。环比一落一升。

核心资产价值将重现

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，将 2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！经济回升以及效益的改善为资本市场的运行奠定了基础。美国疫情失控，欧洲疫情第二波形成，虽然中国经济的海外需求上升，但海外环境恶化对中国资本市场平稳运行造成了偏负面影响，加之美国大选期带来政治不确定性上行，中国资本市场运行的海外环境冲击因素仍将存在。随着中国经济会

稳步进程的进行，尤其是宽信用发展带来的流动性平稳局面得到市场确认，资本市场将再度迎来平稳运行期，核心资产价值将重新呈现。资本市场短期受货币政策变化带来的心理冲击，有所波动，尤其是债券市场受到影响较为明显，但经济平稳特征重新得到市场认可，通胀拐点确认，债市有望走稳回升。

事件预测：趋势判断

经济恢复趋势延续

9 月 PMI 略有回落，制造业平稳发展。生产需求均维持平稳，进出口表现抢眼。价格指数回升，将有助于改善工业品的通缩。整体来看，从复工复产推进情况和高频数据变动看，中国经济已进入了后疫情时代，结构调整和解决增长中的升级问题中心成为经济发展核心，培育新的经济增长点成为经济运行重点，各方面经济活动正处恢复反弹中，三季度延续好转态势，预计经济运行热度将逐渐上升，后续增长的态势也更趋明了。疫情方面，部分地区疫情虽出现反复，但经济运行已基本恢复正常，尤其相较于海外疫情，国内疫情显然已处于可控状态。我们一直认为投资是中国经济第一增长动力，其增长前景如何，将直接决定中国经济增速变化，“赶工期”下的投资加速现象将再现；货币政策重回中性稳健基调，货币增长将边际回落，但货币结构改善效应和强调发挥资本市场功能的促进作用，将促使稳货币、宽信用的组合逐步呈现，2020 年经济延续平稳回升的态势不变！

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。